

**Beretning og regnskap 1999**

99

**Oslo 2000**



# Norges Bank

Hovedkontoret: Bankplassen 2  
Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22 31 60 00  
Telegram: Hovedbank  
Telex: 71 369 nbank n  
Telefax: 22 41 31 05  
Postgiro: 501 5003  
Reg.nr.: 0629/7  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Sentralbanksjef: Svein Gjedrem  
Visesentralbanksjef: Jarle Berge

Seddeltrykkeriet og Den Kongelige Mynt har lokaler i henholdsvis Oslo og Kongsberg.  
Norges Bank har videre avdelingskontorer/kassekontor i 13 byer utenom Oslo.

Denne beretningen er satt, trykt og innbundet hos Reclamo AS, Oslo.  
Teksten er satt med 10 pkt. Times og trykt i offset på Artic Volum Matt 115g papir.  
Design: GRID Strategisk Design AS  
Repro og trykk: Reclamo AS  
Foto: Omslag: Scanpix, Heiko Junge  
Materie: Scanpix s. 5, 12, 16, 19, 21, 22, 23, 25, 26, 28, 31, 32, 33, 35, 36, 39, 41, og 45  
Husmo foto: s.7

ISSN 0800-8507

# Innhold

## Del I

### Oversikt over Norges Banks virksomhet

#### Kap.1.

#### Den økonomiske utviklingen

##### *Norsk økonomi*

Lavere vekst .....	6
Finanspolitikken mindre stram .....	6
Fortsatt vekst i privat konsum .....	6
Boliginvesteringene falt, men økte mot slutten av året .....	7
Betydelig fall i investeringene .....	7
Moderat vekst i eksporten og fall i importen .....	7
Kraftig vekst i oljeprisen gav stort overskudd i driftsregnskapet .....	8
Sysselsettingen stagnerte .....	8
Moderat prisvekst og lavere lønnsvekst .....	8

##### *Internasjonal økonomi*

Tiltakende vekst i verdensøkonomien .....	9
Kraftig økning i oljeprisene, men fortsatt moderat inflasjon .....	9
Pengepolitisk tilstramming og økende renter .....	9

##### *Internasjonale valutamarkeder*

Euroens første leveår .....	9
Blandet kursbilde for amerikansk dollar og britisk pund .....	9
Stereke japansk yen .....	10
Fortsatt problemer i Russland .....	11
Kraftig kursfall på brasilianske real .....	11
Bedre kursutvikling for valutaene til råvareeksporterende industriland ...	11

#### Kap.2.

#### Pengepolitikken

Kort om virkemiddelbruken .....	13
Gradvis lavere renter og sterkere kronekurs .....	14
Valutatransaksjoner .....	16
Likviditetsstyringen .....	17

#### Kap.3.

#### Kapitalforvaltningen i Norges Bank

Valutareservene .....	19
Statens petroleumsfond .....	20
Statens petroleumsforsikringsfond .....	21

#### Kap.4.

#### Finansmarkedene og finansinstitusjonene

Overvåking av finansiell stabilitet .....	22
Gode resultater i bankene i 1999 .....	22
Økt kredittrisiko .....	23
Høringer om lover og forskrifter på finansmarkedsområdet .....	23

#### Kap.5.

#### Betalingsystemer og betalingsmidler

Norges Banks oppgjørssystem .....	24
Internasjonale forhold i betalingsformidlingen .....	24
Legale rammevilkår .....	25
Risikoreducerende tiltak i verdipapiroppjøret .....	26
Om overgangen til år 2000 i den finansielle infrastrukturen .....	27
Statens konsernkonto .....	27
Norges Banks distriktsavdelinger - fra myndighetsutøvelse til næringsdrift	28
Sedler og mynt .....	28

<b>Kap.6.</b>	<b>Internasjonalt samarbeid</b>	
	Samarbeid med andre sentralbanker .....	30
	Kredittavtaler med andre sentralbanker .....	30
	IMF-samarbeidet .....	30
	Interimkomiteens rolle og fremtid .....	31
	Fattigdomsinitiativet .....	32
	Modifisert gjeldsstrategi .....	32
	Finansiell arkitektur .....	33
<b>Kap.7.</b>	<b>Forskning, statistikk og andre oppgaver</b>	
	Forskning og arbeid med økonomiske modeller .....	34
	Programsystemet TROLL .....	34
	Noregs Banks fond til økonomisk forskning .....	34
	Statistikkarbeid og kontrollopgaver .....	34
	Finansstatistikk .....	34
	Valutastatistikk .....	35
	Valutaregulering og -kontroll .....	36
	Finansielle sektorbalansar .....	36
	Internasjonal rapportering og samarbeid .....	37
	Valutaaktiviteten og posisjonsreguleringa i finansinstitusjonane .....	37
	Marknaden for statspapir .....	37
	Statens Banksikringsfond .....	38
	Samarbeidet med Kredittilsynet .....	38
	Utlån til fiskeindustrien .....	39
	Oppgaver for andre offentlege organ .....	39
	Informasjonsverksemd .....	39
<b>Del II</b>	<b>Hovedstyrets beretning</b>	
	Pengepolitikken .....	42
	Finansiell stabilitet .....	42
	Kapitalforvaltningen .....	42
	Ressursbruk .....	43
<b>Del III</b>	<b>Regnskap 1999 for Norges Bank</b>	
	Hovedstyrets regnskapsberetning for 1999 .....	46
	Resultatregnskap .....	55
	Balanse .....	56
	Noter .....	58
	Revisjonsberetning for 1999 .....	68
	Representantskapets vedtak om regnskapet for 1999 .....	69
	Representantskapets vedtak om hovedstyrets protokoller .....	70
<b>Vedlegg</b>	<b>A. Tabeller .....</b>	<b>73</b>
	<b>B. Norges Banks ledelse og organisasjon .....</b>	<b>83</b>
	<b>C. Norges Banks rundskriv i 1999 til landets kredittinstitusjoner .....</b>	<b>87</b>
	<b>D. Diverse brev og uttalelser avgitt av Norges Bank i 1999 .....</b>	<b>102</b>



Oversikt over Norges Banks virksomhet

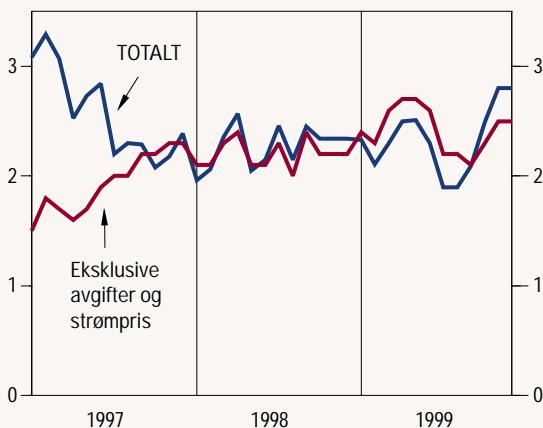
# Kap 1. Den økonomiske utviklingen

## Norsk økonomi

### Lavere vekst

Veksten i norsk økonomi tok seg opp igjen i andre halvår 1999 etter en vekstpause siden sommeren 1998. Selv om avdempingen ble mindre markert enn utviklingen kunne tyde på ved inngangen til året, ble den årlige veksten likevel moderat og den laveste siden inngangen til 1990-tallet. Bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands-Norge økte med 0,8 prosent, mot en vekst på 3,3 prosent året før. Det var hovedsakelig privat og offentlig konsum som bidrog til å holde veksten oppe, mens investeringene i industrien falt. Veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge avtok dermed, fra 3,1 prosent i 1998 til 1,1 prosent i 1999. Veksten i den tradisjonelle eksporten ble moderat og noe lavere enn året før. Også realinvesteringene i oljesektoren falt betydelig i 1999, etter to år med kraftig vekst. Samlet sett stagnerte sysselsettingsveksten i 1999, etter å ha økt med nærmere 250 000 personer i løpet av de siste syv årene. Sysselsettingen i industrien falt, mens det fortsatt var vekst i tjenesteytende næringer og offentlig sektor. Arbeidsledighetsraten (AKU) holdt seg uendret fra 1998 på 3,2 prosent. Årslønnsveksten falt fra 6,2 prosent i 1998, som var den høyeste veksten siden 1988, til 4,9 prosent i 1999. Fallende priser på importerte konsumvarer bidrog til at konsumprisveksten holdt seg uendret fra året før på 2,3 prosent, til tross for den forholdsvis sterke lønnsveksten de siste to årene. Tolvmånedersveksten i konsumprisene tok seg opp mot slutten av året og endte på 2,8 prosent i desember. Oljeprisen vokste kraftig gjennom året, og i desember var den over 200 kroner pr. fat, det høyeste siden Golfkrigen i 1990. Gjennomsnittlig pris pr. fat steg fra 96 kroner i 1998 til 142 kroner. Den høye oljeprisen resulterte i et overskudd på driftsbalansen overfor utlandet på 44 milliarder kroner, etter at det for første gang på ni år var underskudd i 1998.

**Figur 1**  
Konsumprisene. Totalt og eksklusive avgifter og strømpris. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Finanspolitikken mindre stram

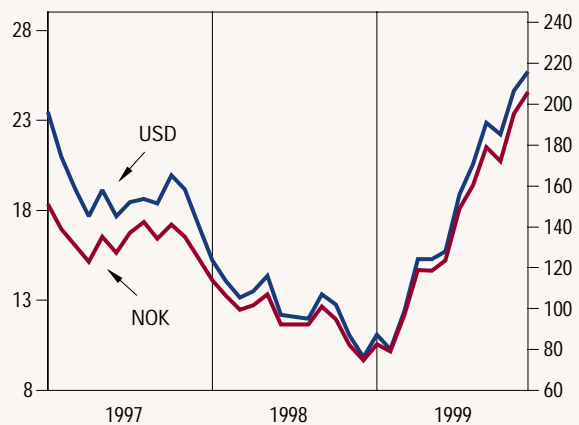
Finanspolitikken bidrog til å dempe den økonomiske veksten gjennom konjunkturoppgangen på 1990-tallet, men innstrammingseffekten ble gradvis redusert. I 1999 ble den finanspolitiske innstrammingen på om lag ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringen i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerede budsjettoverskuddet. Offentlig konsum økte med 2,5 prosent, mens investeringene i offentlig sektor falt med 4,5 prosent. Som tidligere på 1990-tallet var det også i 1999 en betydelig økning i offentlige utgifter i forhold til vedtatt budsjett. Dette skyldtes i hovedsak høyere inntekts- og utgiftsvekst i kommunesektoren enn forutsatt i Nasjonalbudsjettet for 1999. Overskuddet i offentlig forvaltning økte fra 3,8 prosent av BNP i 1998 til 4,1 prosent i 1999.

Den underliggende, reelle veksten i statsbudsjettets utgifter var om lag 2 prosent i 1999. Dette var ett prosentpoeng høyere enn i vedtatt budsjett. Utgiftsveksten ble oppjustert i nysalderingen av statsbudsjettet, blant annet som følge av økte bevilgninger til fredsstyrker i Kosovo, innsatsstyrt finansiering av sykehusene og økte utgifter i forbindelse med flytting av Rikshospitalet.

### Fortsatt vekst i privat konsum

Det var i stor grad husholdningenes sterke økonomi som holdt etterspørselen og veksten oppe i 1999. Privat konsum økte med 2,1 prosent, etter en vekst på 3,1 prosent året før. Konsum av varer viste en moderat utvikling i 1999, og vokste med 1,4 prosent. Konsum av tjenester utenom bolig steg imidlertid med 3,9 prosent. Dette kan indikere at det skjedde en endring i forbruksmønstret. Samlet økte privat konsum noe mindre enn husholdningenes disponible realinntekter, slik at sparegraden økte fra 6,6 prosent i 1998 til 7,5 prosent i 1999. Det var i første rekke lønnsveksten og veksten i offentlig

**Figur 2**  
Oljepris, USD og NOK (høyre akse) per fat



Kilde: Norges Bank

lige stønader som bidrog til inntektsveksten. Offentlige stønader økte blant annet som følge av økning i sykepenger og høyere utbetalinger til attføringsstønader. Husholdningenes finansielle formue økte betydelig gjennom 1999. Etter at kursutviklingen på Oslo Børs var negativ i annet halvår 1998, steg totalindeksen med hele 46 prosent gjennom året, noe som bidrog til store kursgevinster på aksjer. Totalindeksen på Oslo Børs falt imidlertid i gjennomsnitt fra 1998 til 1999 med knapt 2 prosent. Husholdningenes netto finansinvesteringer var anslått til 31,6 milliarder kroner i 1999, vel seks milliarder kroner mer enn året før.

#### **Boliginvesteringene falt, men økte mot slutten av året**

Boliginvesteringene falt markert i første del av 1999, men tok seg noe opp igjen mot slutten av året. Dette forløpet hadde trolig sammenheng med rentenivået, som falt gjennom første halvår. Målt som årlig gjennomsnitt falt investeringene med 2,8 prosent, mot et fall på 0,6 prosent året før. Den lave boligbyggingen skyldtes trolig også høye byggekostnader på grunn av mangel på arbeidskraft og lang saksbehandlingstid på kommunale byggesøknader.

#### **Betydelig fall i investeringene**

Etter mange år med sterk vekst falt bedriftsinvesteringene med 3,3 prosent i 1999. Det var særlig investeringene i industrien som falt. Fallet i investeringene i 1999 skyldtes trolig svakere lønnsomhet i mange fastlandsbedrifter. Forventninger om svakere konjunkturer fremover kan også ha bidratt. I tillegg har enkelte store investeringsprosjekter, som byggingen av ny hovedflyplass og nytt rikshospital, bidratt til et høyt investeringsnivå de siste årene. Ferdigstillelsen og nedtrapningen av disse prosjektene i 1998 bidrog til fallet i 1999.

Realinvesteringene i oljesektoren falt som ventet med 14 prosent i 1999. Nedgangen kom etter to år med kraftig vekst, og investeringsnivået i 1998 var rekordhøyt. Reduksjonen kan også ses i sammenheng med fallet i oljeprisen høsten 1998, som påvirket forventningene om fremtidig oljepris og produksjon i negativ retning.

#### **Moderat vekst i eksporten og fall i importen**

Eksportvolumet av tradisjonelle varer hadde en sterk vekstperiode fra 1992 til 1997, med en gjennomsnittlig årlig vekst på over 6 prosent. De to siste årene har vek-



sten vært mer moderat. I 1999 var veksten 2,6 prosent, mot 3,4 prosent året før. Avtakende vekst i disse to årene skyldes blant annet svekket kostnadmessig konkurransevne og dårligere lønnsomhet i industrien. Eksporten av aluminium var uendret fra året før. Fiskeeksporten skilte seg positivt ut, og viste en volumvekst på 5,8 prosent fra året før. Det var en viss vridning i eksporten av tradisjonelle varer bort fra EU-landene og over mot Japan, Sør-Korea og USA. Nedgangen i eksporten til Tyskland og Storbritannia var særlig markert. Prisene på tradisjonelle eksportvarer var uendret fra 1998, etter en vekst på 1 prosent året før.

Det sterke fallet i realinvesteringene både i Fastlands-Norge og i oljesektoren førte med seg fall i importvolumet. Importen av tradisjonelle varer falt med 2,4 prosent, etter en vekst på 9,6 prosent året før. Internasjonalt fortsatte råvareprisene å falle i første halvår, for så å stige igjen i andre halvår. Fallet i råvareprisene bidro til at prisene på tradisjonelle importvarer falt med 2,2 prosent, etter en vekst på 1,3 prosent året før. Fallet i importprisene bør også ses i sammenheng med at kronkursen styrket seg overfor handelspartnerne. Kronen appresierte med 1,2 prosent fra 1998 målt mot den importveide valutakursindeksen som omfatter 44 land.

### **Kraftig vekst i oljeprisen gav stort overskudd i driftsregnskapet**

Oljeprisen steg kraftig gjennom 1999, og gjennomsnittlig spotpris i desember var 205 kroner pr. fat, mer enn dobbelt så høyt som i mars. Prisoppgangen må ses i lys av at OPEC-landene i stor grad overholdt vedtatte produksjonskutt. Også Norge har erklært at man slutter seg til OPECs produksjonsbegrensninger. Verdien av den norske eksporten av olje og gass økte med 43,1 milliarder kroner fra året før. Produksjonen i 1999 steg med 0,5 prosent fra året før, etter at den falt med 3,5 prosent i 1998.

Driftsregnskapet overfor utlandet viste 43,8 milliarder kroner i overskudd i 1999, etter et underskudd på 16,3 milliarder kroner i 1998. De foregående åtte årene var det betydelige overskudd. Vare- og tjenesteregnskapet viste 69,4 milliarder kroner i overskudd, mens rente- og stønadbalansen viste et underskudd på 25,6 milliarder kroner. Nettofordringene på utlandet økte med anslagsvis 41,5 milliarder kroner og var med dette anslaget 136,8 milliarder kroner ved utgangen av året. I tillegg til overskuddet på driftsbalansen bestemmes endringen i nettofordringene av omvurderinger på formue og gjeld.

### **Sysselsettingen stagnerte**

Etter at sysselsettingen økte med nærmere 250 000 personer fra 1992 til 1998, stagnerte veksten i 1999. I gjennomsnitt var sysselsettingen ½ prosent, eller 10 800 personer, høyere enn året før. Det var imidlertid store forskjeller mellom sektorene i arbeidsmarkedet. Innenfor industrien falt sysselsettingen med 8 400 personer fra 1998, mens sysselsettingen i offentlig sektor og innenfor tjenesteyting økte. Klare tegn til økende regionale og yrkesmessige ulikheter i sysselsettings- og ledighetsutviklingen peker i retning av at situasjonen i mange bransjer var strammere enn samlet ledighet gir uttrykk for.

En stor andel av sysselsettingsveksten de seneste årene er motsvar med økt arbeidstilbud. I 1998 var om lag 2 av 3 nye sysselsatte nye i arbeidsstyrken. Den sterke veksten i arbeidsstyrken stoppet imidlertid opp i 1999. Yrkesdeltakelsen er fortsatt på et svært høyt nivå, og mye tyder nå på at arbeidskraftreservene er nær uttømt. Kvinners yrkesdeltakelse har økt sterkt gjennom oppgangsperioden på 1990-tallet. Denne økningen fortsatte i 1999, men veksttaket avtok.

Stagnasjon i arbeidsstyrken og sysselsettingen innebærer at også arbeidsledigheten var om lag uendret fra 1998 til 1999, etter å ha falt hvert år de foregående fem årene. Ifølge Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse var arbeidsledigheten i gjennomsnitt 3,2 prosent i 1999, det samme som året før.

### **Moderat prisvekst og lavere lønnsvekst**

Konsumprisene økte med 2,3 prosent i gjennomsnitt fra 1998 til 1999, det samme som året før. Prisveksten ble om lag som forventet ved inngangen til året. Den underliggende prisveksten, som korrigerer for elektrisitetspriser og avgifter, økte med 2,4 prosent. Prisveksten svingte forholdsvis mye og tok seg opp mot slutten av året, og i november og desember ble tolv månedersveksten 2,8 prosent. Prisen på importerte konsumvarer fortsatte å falle, og bidro også i 1999 til å holde prisveksten nede. Prisutviklingen på tjenester med lønn som dominerende kostnadsfaktor bidro til å trekke prisveksten opp.

Det var et betydelig lønnsoverheng inn i 1999. Års-lønnsveksten i 1999 ble 4,9 prosent, mot 6,2 prosent foregående år.

Norges Bank legger stor vekt på å analysere pris- og kostnadsutviklingen. Hvert kvartal utgis en inflasjonsrapport, der prisutviklingen og prisdrivende faktorer i realøkonomien analyseres. Inflasjonsrapporten vektlegger prisutsiktene fremover og gir anslag for prisveksten de neste par årene. I tilknytning til desember rapporten gis det også anslag for og vurderinger av den økonomiske utviklingen fire år fram i tid. Inflasjonsrapporten danner et viktig grunnlag for Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken.



## Internasjonal økonomi

### Tiltakende vekst i verdensøkonomien

Den økonomiske veksten internasjonalt ble vesentlig sterkere enn ventet. Veksten i verdensøkonomien tok seg opp fra 2,5 prosent i 1998 til om lag 3¼ prosent i 1999.

De fleste industrilandene hadde overraskende høy BNP-vekst. Den sterke veksten fortsatte i USA. I Europa var bildet blandet. Det var sterk vekst og høy kapasitetsutnyttelse i flere av de mindre landene i EU. I Irland var veksten omlag 8 prosent, mens land som Finland, Sverige, Spania og Nederland hadde en vekst mellom 3 og 4 prosent i 1999. Den svake utviklingen i Tyskland og Italia fortsatte lenger enn ventet, men aktiviteten tok seg opp mot slutten av året. I disse landene ble veksten 1,4 prosent i 1999. Veksten i Japan ble 0,3 prosent.

Utviklingen i kriselandene i Asia ble langt bedre enn ventet. Høsten 1998 var det usikkert hvor lenge det ville ta før det igjen ble økonomisk vekst i disse landene. Resultatet for 1999 ble en BNP-vekst opp mot seks prosent i de asiatiske utviklingslandene, med gode muligheter for å opprettholde tilsvarende resultater de nærmeste årene. Utviklingen gjennom 1999 ble også bedre enn ventet i transformasjonsøkonomiene og landene i Latin-Amerika, selv om det var en meget svak utvikling i disse regionene.

### Kraftig økning i oljeprisene, men fortsatt moderat inflasjon

Redusert etterspørsel som følge av lavere vekst internasjonalt bidrog til fallende råvarepriser i 1998. Produksjonsbegrensninger fra OPEC og noe sterkere etterspørsel førte til en kraftig økning i oljeprisen i 1999. Ved utgangen av året var prisen vel 25 USD pr. fat, mot om lag 10 USD pr. fat i desember 1998. Det har også vært betydelig økning i prisen for enkelte råvarer, men råvareprisene totalt var relativt stabile.

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere var 1,3 prosent i 1999, omlag det samme som i 1998. Det var imidlertid store forskjeller i utviklingen gjennom året. I 1998 bidrog fallende råvare- og energipriser samt moderat nominell lønnsvekst til avtakende prisvekst. Gjennom 1999 økte oljeprisen kraftig, og prisene på flere råvarer viste en oppadgående tendens. Dette bidrog til en moderat økning i inflasjonen i andre halvår 1999. Det var flere faktorer som medvirket til den relativt moderate inflasjonen i en situasjon med sterk økning i oljeprisen. De direkte effektene av oljepris på konsumprisutviklingen er redusert. Videre ble bedriftenes kostnadsvekst begrenset av lave nominelle lønnstillegg og høy produktivitsvekst i flere land. Lønnsveksten i privat sektor i euroområdet var lav også i 1999. I tillegg resulterte den teknologiske utviklingen og deregulering i betydelig prisnedgang på noen tjenester.

### Pengepolitisk tilstramming og økende renter

Det var en økning i både de kortsiktige og langsiktige rentene i 1999. En rekke sentralbanker gjennomførte renteøkninger for å unngå at inflasjonen igjen skal bli et problem. Bakgrunnen for dette var dels økningen i oljeprisen og dels at langvarig høy vekst i land som USA, Storbritannia og flere mindre land i euroområdet førte til meget stramme arbeidsmarkeder. Dette bidrog sammen med økt etterspørsel etter likviditet i forbindelse med tusenårsskiftet til at de kortsiktige pengemarkedsrentene i euroområdet og USA økte mot slutten av året. Økningen i de langsiktige rentene var til dels en reversering av rentenedgangen som fulgte i kjølvannet av krisen i de fremvoksende økonomiene, og dels et resultat av noe høyere inflasjons- og vekstforventninger.

## Internasjonale valutamarkeder

### Euroens første leveår

Euroen ble innført 1. januar 1999. Den 4. januar, som var den første handledagen i det nye året, var kursen mot amerikanske dollar 1,1899. Dette ble årets sterkeste kurs overfor amerikanske dollar. Den 3. desember var kursen på euro nede i 0,9990. Ved utgangen av 1999 var kursen 1,0046. Svekkelsen mot dollar var på 13,9 prosent i løpet av året. Lav økonomisk vekst i euroområdet i forhold til i USA var trolig den viktigste årsaken til svekkelsen av eurokursen.

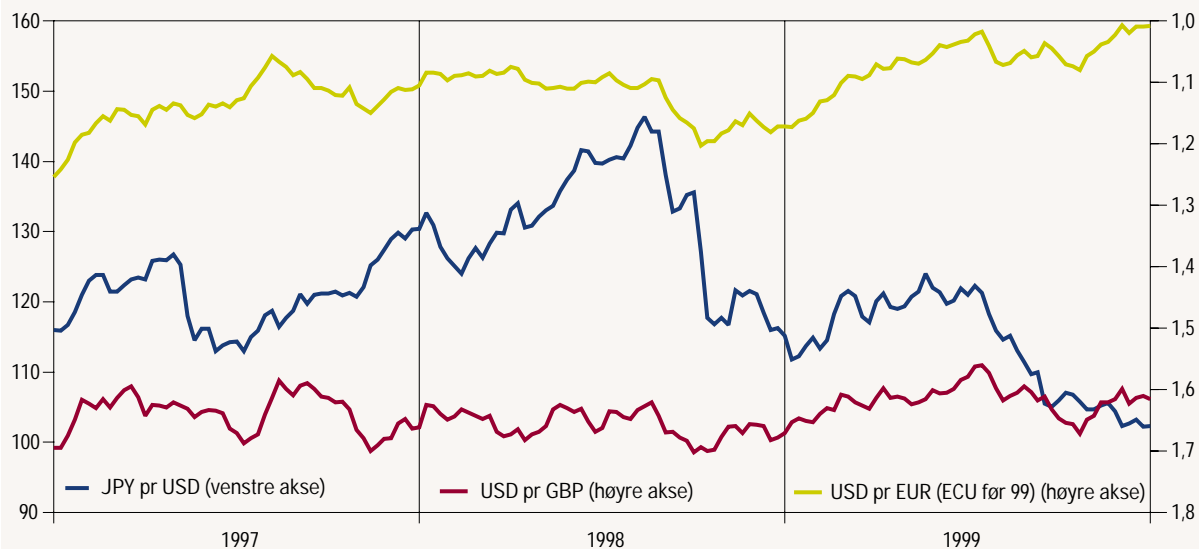
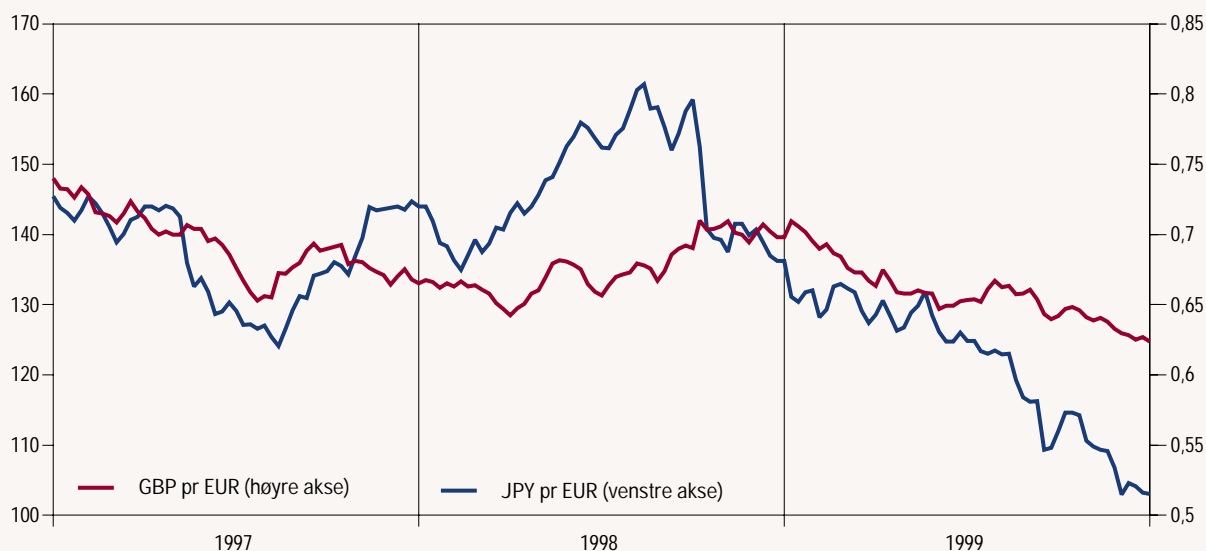
Den europeiske sentralbanken (ESB) besluttet den 8. april å senke repoenten fra 3,00 til 2,50 prosent for å stimulere den økonomiske veksten i euroområdet. En oppgang i de langsiktige rentene i USA bidrog imidlertid til å presse de langsiktige rentene i euroområdet oppover. Den 4. november besluttet ESB å heve repoenten til 3,00 prosent. Renteøkningen bidrog imidlertid ikke til å styrke kursen på euro.

### Blandet kursbilde for amerikansk dollar og britisk pund

Kursen på amerikanske dollar styrket seg i løpet av året med 16,2 prosent overfor euro, men svekket seg med 10,1 prosent overfor japanske yen.

Alle de tre viktigste børsindeksene i USA viste ved utgangen av 1999 nye rekordnoteringer. Dow Jones industriaksjeindeks steg i løpet av 1999 med 25,2 prosent, og den bredere sammensatte Standard & Poor 500 økte med 19,5 prosent. NASDAQ-indeksen, som domineres av teknologiselskaper, steg med hele 85,6 prosent. Oppgangen var særlig kraftig i fjerde kvartal. Aksjekursoppgangen i USA kan ha bidratt til dollarens styrking overfor euro.

For å bidra til å dempe den sterke økonomiske veksten, hevet den amerikanske sentralbanken signalrenten fra 4,75 prosent til 5,00 prosent den 30. juni. Renten

**Figur 3** Kursutvikling for hovedvalutaene.**a.** Amerikanske dollar mot japanske yen, britiske pund og euro.**b.** Euro (teoretisk ECU før 1999) mot britiske pund og japanske Yen. Stigende kurve angir sterkere euro. Ukestall. 1997-1999

Kilde: Norges Bank

ble ytterligere økt med 0,25 prosentpoeng den 24. august og igjen den 16. november, slik at signalrenten ved utgangen av året lå på 5,50 prosent.

Kursen på britiske pund styrket seg i løpet av 1999 med 7,5 prosent overfor den handelsveide kursindeksen og med 13,1 prosent overfor euro. Pundet svekket seg imidlertid med 2,6 prosent overfor amerikanske dollar og med 12,5 prosent overfor japanske yen.

Den britiske sentralbanken senket i første halvår reforenten fire ganger med i alt 1,25 prosentpoeng til 5,00 prosent for å stimulere økonomien. I løpet av annet halvår ble reforenten imidlertid hevet to ganger til 5,50 prosent. Årsaken var at sentralbanken fryktet at

tiltakende kapasitetsproblemer i britisk økonomi skulle føre til økende underliggende inflasjon.

Aksjekursene på London-børsen målt med FTSE-100 indeksen steg med 17,8 prosent i løpet av året til ny historisk toppnotering.

#### **Sterkere japansk yen**

Ved utgangen av 1998 var kursen på yen 113,82 mot amerikanske dollar etter å ha styrket seg mot slutten av året. Det japanske finansdepartementet, som har det overordnede ansvaret for intervensjonspolitikken, besluttet den 12. januar å iverksette intervensjoner i et forsøk på å unngå en uønsket appresiering av yen. I

midten av mai hadde yenkursen deprimert til 125 yen pr. dollar. Siden styrket imidlertid kursen seg igjen, til tross for at den japanske sentralbanken intervenserte med kjøp av dollar. Ved utgangen av 1999 var kursen mot dollar 102,25. Året sett under ett styrket kursen på yen seg med 11,2 prosent overfor amerikanske dollar og med hele 29,2 prosent overfor euro. En mulig årsak til kursoppgangen på yen var at utenlandske investorer økte sine beholdninger av japanske aksjer. Nikkei-indeksen steg med 36,8 prosent i 1999, mens den bredere sammensatte TOPIX-indeksen steg med hele 58,4 prosent.

### Fortsatt problemer i Russland

Kursen på russiske rubler svekket seg brått i mars fra 23 til 27 rubler pr. dollar. Svekkelsen hadde dels sammenheng med at den russiske sentralbanken økte seddelmengden, blant annet for å finansiere den russiske statens gjeldsbetjening. En innskjerping av valutareguleringsbestemmelsene bidro til å stabilisere situasjonen fram til begynnelsen av august, og kursen styrket seg til 24 rubler pr. dollar. Deretter fortsatte imidlertid rubelkursen å falle. Ved utgangen av 1999 ble kursen notert til et nytt rekordlavt nivå på 27,55 rubler pr. dollar.

### Kraftig kursfall på brasilianske real

Til tross for økt finansiell støtte fra Det internasjonale pengefondet, fortsatte de økonomiske problemene i Brasil i begynnelsen av 1999. Kursen på brasilianske real hadde siden 6. mars 1995 gradvis deprimert innenfor fastsatte kursbånd. Den 13. januar 1999 ble kursbåndet flyttet fra 1,12-1,22 til 1,20-1,32 real pr. amerikansk dollar. I stedet for en gradvis depresiering innenfor det nye båndet, svekket kursen på real seg brått til

det svakeste tillatte nivået på 1,32. Den brasilianske sentralbanken intervenserte med støttekjøp av real, og signalrentene ble hevet. Presset mot valutaen fortsatte imidlertid, og Brasil lot kursen på real flyte den 15. januar. Ved månedsskiftet februar/mars hadde kursen svekket seg til 2,16, et kursfall på 43,5 prosent siden årsskiftet. Etter hvert vendte tilliten til den økonomiske politikken tilbake. Kursen på real styrket seg, og sentralbanken kunne gradvis redusere signalrenten. Ved slutten av året hadde renten falt fra 45 til 19 prosent, og kursen på real var 1,80 overfor amerikanske dollar. Det var en stund frykt for at uroen i Brasil skulle spre seg til nabolandene i Sør-Amerika, men smittevirkningen viste seg å bli relativt liten.

### Bedre kursutvikling for valutaene til råvareeksporterende industriland

Blant råvarene var det råolje og bensin som steg mest i 1999, mens kakaoprisen hadde det største fallet. Priser på landbruksprodukter og gull falt, mens prisen på innsatsvarer i industrien steg. Dette var positivt for råvareeksporterende industriland. Canadiske dollar styrket seg med 6,2 prosent overfor amerikanske dollar i 1999, mens australske dollar styrket seg med 7,6 prosent. Det var første gang siden 1995 at disse to valutaene ikke falt i verdi i forhold til amerikanske dollar. Den økonomiske veksten tok seg opp i disse landene i annet halvår. En medvirkende årsak var at den økonomiske krisen i Asia ikke fikk så omfattende og langvarig virkning som man tidligere hadde fryktet. Kursen på newzealandske dollar falt imidlertid med 1,5 prosent overfor amerikanske dollar i løpet av 1999.

Teksttabell 1: Valutakurser mellom hovedvalutaene

	Årsgjennomsnitt			Kvartalsgjennomsnitt			
	1997	1998	1999	1.kv	2.kv	3.kv	4.kv
USD pr. EUR <sup>1)</sup>	1,1341	1,1200	1,0648	1,1210	1,0555	1,0484	1,0371
USD pr. GBP	1,6383	1,6566	1,6179	1,6328	1,6064	1,6012	1,6308
GBP pr. EUR <sup>1)</sup>	0,6922	0,6761	0,6582	0,6867	0,6571	0,6548	0,6361
JPY pr. USD	120,89	130,84	113,51	116,57	120,75	113,27	104,38
JPY pr. EUR <sup>1)</sup>	137,10	146,54	120,37	130,63	127,43	118,48	108,20

<sup>1)</sup>Teoretisk ECU for 1999

## Kap 2. Pengepolitikken

De politiske myndighetene gir Norges Bank mandatet for utøvelsen av pengepolitikken. Mandatet er nedfelt i forskriften om kronens kursordning som ble vedtatt ved kongelig resolusjon 6. mai 1994. I forskriftens §2 heter det:

«Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet.»

I det årlige budsjettbrevet til Finansdepartementet, som Norges Bank oversendte i oktober, ble det gjort rede for den tolkning av valutakursforskriften som banken bygger på i gjennomføringen av pengepolitikken. (Brevet er gjengitt i vedlegg D.) Der het det:

«Den første setningen i forskriften viser at vi har en styrt flyt av kronen, med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte i desember 1992. Virkemidlene skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. Referansen «europeiske valutaer» har Norges Bank valgt å definere som euro fra 1. januar 1999.

Forskriften fastsetter ikke en sentralkurs innenfor bestemte svingningsmarginer. Norges Bank forstår begrepet «utgangsleiet» som en bredt tegnet sentralkurs som kronen kan svinge rundt.

Den andre setningen i forskriften omtaler «vesentlige endringer» i kursen i forhold til utgangsleiet. Begrepet «vesentlige endringer» er ikke definert som en tallstørrelse. «Vesentlig» må derfor gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at en «vesentlig endring» er en endring som påvirker forventningene om pris- og kostnadsutviklingen slik at kursendringen blir selvforsterkende.

Uttrykkene «med sikte på», «etter hvert», «rettes inn mot» og «med utgangspunkt i» viser at valutakursforskriften gir Norges Bank rom for å utøve skjønn.

I skjønnsutøvelsen fokuserer Norges Bank på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronkursen: For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.»



Norges Bank er ikke utstyrt med virkemidler til å finstyre kronkursen. Kursen vil variere på kort sikt. Forsøk på finstyring av kursen kan undergrave troverdigheten i pengepolitikken og dermed kursstabiliteten over tid. Derfor har Norges Bank valgt å innrette virkemidlene i pengepolitikken med sikte på at de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronkursen – slik de er beskrevet ovenfor – blir oppfylt.

Norges Bank utarbeider hvert kvartal en inflasjonsrapport. Anslagene for utviklingen i norsk økonomi i disse rapportene danner, sammen med den løpende vurdering av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, grunnlag for beslutninger om virkemidlene i pengepolitikken.

I løpet av 1999 ble rutine for behandling av pengepolitiske spørsmål i Norges Banks hovedstyre lagt om. I pressemelding 16. juni 1999 ble det informert om at hovedstyret legger opp til en særlig grundig drøfting av pengepolitikken en gang i måneden. Eventuelle vedtak om renteendringer eller andre viktige omlegginger av virkemiddelbruken i pengepolitikken vil normalt bli truffet i disse møtene. Vedtak om renteendringer blir offentliggjort samme dag klokken 1400.

## Kort om virkemiddelbruken

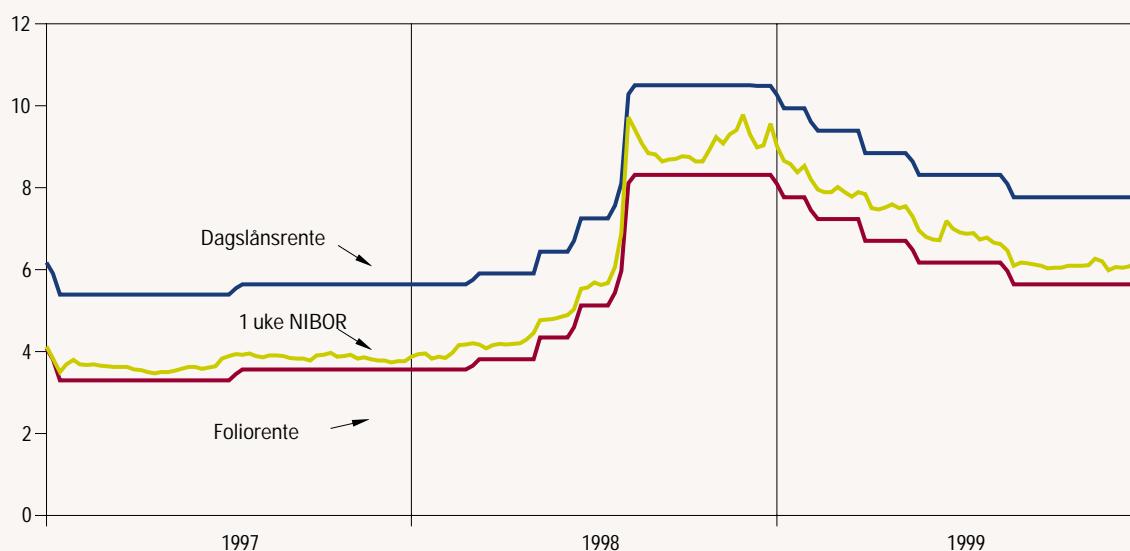
Norges Bank har to virkemidler i pengepolitikken – renten på bankenes innskudd og lån i sentralbanken (foliorenten og D-lånsrenten) og intervensjoner i valutamarkedet.

Intervensjoner påvirker tilbudet av og etterspørselen etter kroner i valutamarkedet. Intervensjoner påvirker ikke de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet over tid. Erfaringene på 1990-tallet har i tillegg vist at i situasjoner med press mot kronen, kan omfattende intervensjoner skape en spillsituasjon mellom sentralbanken og markedsaktørene som bidrar til å forsterke presset mot kronen. Norges Bank bruker derfor intervensjoner i begrenset omfang, og bare i situasjoner der risikoen vurderes som liten for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet. I 1999 har Norges Bank ikke intervenert med sikte på å påvirke kursutviklingen.

Renten har større betydning for de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet, og er derfor det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken. Endringer i Norges Banks renter påvirker nominelle markedsrenter med ulik løpetid. Markedsrentene har betydning for kronkursen, prisene på verdipapirer, boligprisene og for etterspørselen etter lån og investeringer. Endringer i Norges Banks renter kan også påvirke forventningene om fremtidig in-

Figur 4

Kortsiktige rentesatser. Dagslånsrente og foliorenten i Norges Bank og korte markedsrenter. Effektiv rente, prosent p.a. Uketall 1997 - 1999.



Kilde: Norges Bank

flasjon og den økonomiske utviklingen. Gjennom alle disse kanalene virker renten på de samlede etterspørsels- og produksjonsforholdene og på priser og lønninger.

Foliorenten og D-lånsrenten danner en «korridor» for de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, se figur 4. Innenfor korridoren påvirkes rentenivået av likviditeten i banksystemet sett under ett. De administrerte rentene har erfaringsmessig nokså sterkt gjennomslag på de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, det vil si dags- og ukesrentene. Rentene på plasseringer i pengemarkedet med noe lengre løpetider påvirkes ikke like direkte. Her spiller forventningene om sentralbankens handlemønster og den generelle tilliten til pengepolitikken også inn, i tillegg til nivået på de helt kortsiktige rentene.

I løpet av 1999 reduserte Norges Bank styringsrentene fem ganger med til sammen 2,5 prosentpoeng. Rentekorridoren ble i løpet av året redusert fra 8,00-10,00 prosent til 5,50-7,50 prosent. Rentedifferansen mot eurolandene ble redusert fra over 4½ prosentpoeng til rundt 2½ prosentpoeng. Kronekursen styrket seg fra 8,86 mot euro ved inngangen til året til 8,08 mot euro ved utgangen av året. De første rentereduksjonene skjedde mens kronekursen var vesentlig svakere enn utgangsleiet som er definert i valutaforskriften. I begynnelsen av 1999 tilsa utsiktene for norsk økonomi at pris- og kostnadsveksten de nærmeste årene vil komme ned mot nivået eurolandene sikter mot. Samtidig tydet Norges Banks analyser på at det var risiko for nedgangstid av en art som kunne svekke tilliten til kronen. Målet om stabilitet i kronekursen over tid tilsa dermed at det var riktig med et lavere rentenivå. Nedenfor gis en mer detaljert beskrivelse av virkemiddelbruken og markedsutviklingen i 1999.

### **Gradvis lavere renter og sterkere kronekurs**

Tegn til overoppheting av norsk økonomi med en kraftig økning i lønnsveksten, lav oljepris samt finansiell uro internasjonalt bidrog til at kronekursen svekket seg kraftig i begynnelsen av annet halvår 1998. I en situasjon med sterkt press i økonomien var det fare for at kronesvekkelsen kunne bli selvforsterkende. Norges Bank økte derfor styringsrentene betydelig fram til slutten av august 1998. Da euroen ble innført som felles valuta i 11 EU-land 1. januar 1999, kostet en euro 8,86 kroner. Samtidig var tremånedersrenten i det norske pengemarkedet 8 prosent, over 4,5 prosentpoeng høyere enn i euroområdet.

Det høye rentenivået gjennom annet halvår 1998 og et stramt statsbudsjett for 1999 bidrog til å dempe presset i økonomien og styrke de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen. Samtidig var vekst-

utsiktene internasjonalt svake. I begynnelsen av 1999 viste Norges Banks analyser at pris- og kostnadsveksten etter hvert ville reduseres. På bakgrunn av en viss styrking av kronen og utsiktene til en avdemping av presset i økonomien vurderte derfor Norges Bank det som riktig å senke styringsrentene med 0,5 prosentpoeng 27. januar.

Etter at kronen i januar hadde styrket seg lå kronekursen relativt stabil rundt 8,65 kroner mot euro. Oljeprisen holdt seg lav på rundt 10 dollar pr. fat. Fortsatt høyt press i økonomien tilsa et relativt høyt rentenivå, men klarere tegn til en avdemping av den økonomiske veksten i Norge gav grunnlag for en gradvis reduksjon i renten. På denne bakgrunn reduserte Norges Bank styringsrentene med ytterligere 0,5 prosentpoeng 3. mars.

Rentereduksjonene støttet opp under de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen. I løpet av mars og april styrket kronekursen seg med nesten 5 prosent mot euro. Denne utviklingen må også ses i lys av at oljeprisen i samme periode økte med over 50 prosent og at euro svekket seg mot de andre hovedvalutaene. I tillegg kom det signaler om at inntektsoppgjøret ville gi moderate lønnsstillegg i 1999. Dette gav forventninger i markedet om vesentlige reduksjoner i renten gjennom året.

Norges Bank fant støtte til disse forventningene i sine analyser av den økonomiske utviklingen. Det var klare tegn til avdemping i den private forbruksveksten, importen var lav og det var ventet et kraftig fall i investeringene. Anslagene pekte i retning av nær nullvekst både i 1999 og 2000, samtidig som det kunne se ut til at det ville ta noe tid før veksten tok seg opp til et mer normalt nivå. Pris- og kostnadsveksten var ventet å etter hvert komme ned mot den stigningen eurolandene sikter mot. Den største usikkerheten var knyttet til utviklingen i den skjærmede delen av norsk økonomi, hvor prispresset fortsatt var sterkt.

Utsiktene til en gradvis avmating av veksten i økonomien og dermed avtakende pris- og kostnadsvekst, som ville bedre grunnlaget for kursstabilitet, gjorde det riktig å senke renten. Den 23. april reduserte Norges Bank styringsrentene med ytterligere 0,5 prosentpoeng. Samtidig ble det gitt uttrykk for at renten gradvis ville kunne bli redusert ytterligere etter hvert som ny informasjon bekreftet at grunnlaget for kursstabilitet ble styrket.

Fram mot sommeren styrket kronekursen seg ytterligere mot euro. De økonomiske utsiktene tilsa fortsatt at en noe lavere rente ville styrke de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet. Norges Bank reduserte styringsrentene både 17. juni og 23. september,

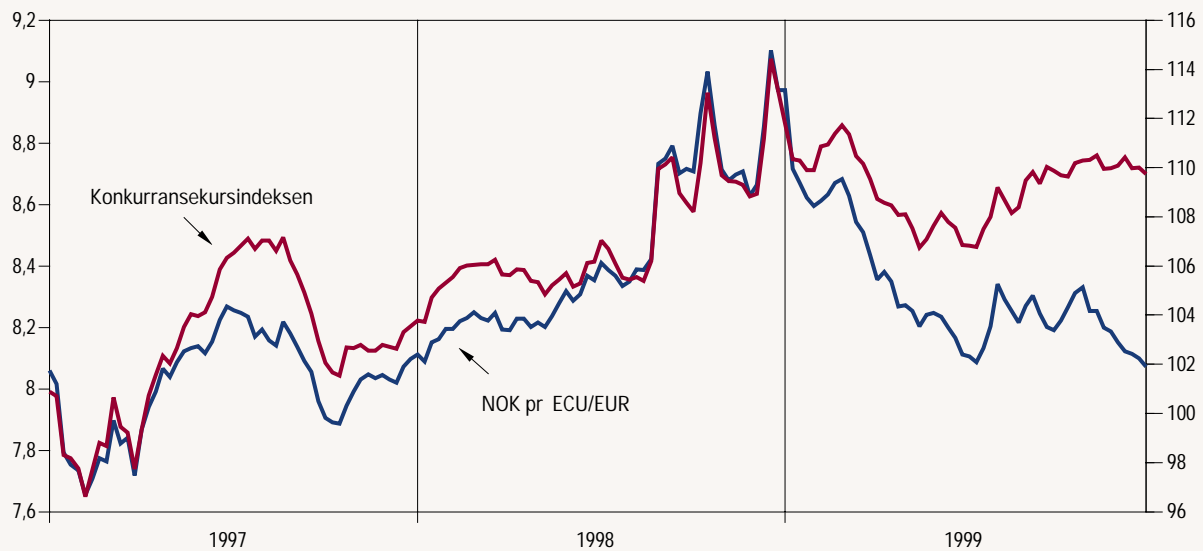
begge ganger med 0,5 prosentpoeng. Utover sensommeren og høsten varierte kronkursen i området rundt 8,25 mot euro. Tremånedersrenten i pengemarkedet falt jevnt fram til utgangen av september da den kom ned i 5,8 prosent.

I løpet av ni måneder hadde foliorenten ved utgangen av september blitt redusert med 2,5 prosentpoeng. I den samme perioden hadde kronkursen mot euro styrket seg rundt 7 prosent, og lå i september omkring utgangsleiet som valutakursforskriften beskriver. Samtidig hadde det skjedd et skifte i de økonomiske utsiktene. Risikoen for nedgangstid med deflasjon hadde

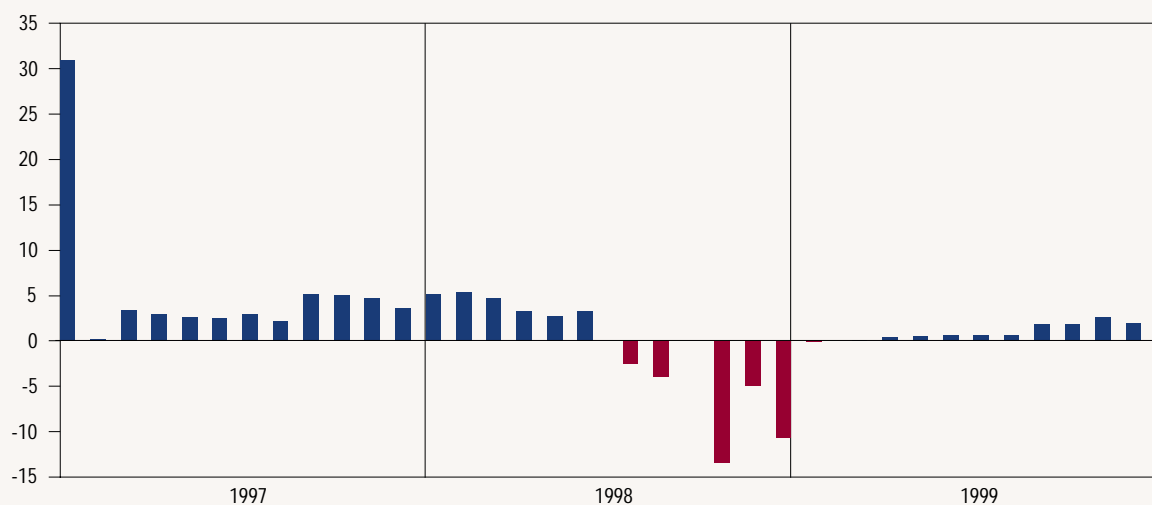
blitt redusert. De internasjonale vekstutsiktene var lysere. Råvareprisene økte, noe som over tid ville kunne medføre høyere importert prisstigning. Høy oljepris gav økt optimisme i Norge. Den innenlandske kredittveksten holdt seg godt oppe, og boligprisene fortsatte å øke. Reservene i arbeidsmarkedet så ut til å være uttømt, og økonomien opererte fortsatt nær en kapasitetsgrense. Veksten i arbeidsstyrken stoppet opp. Arbeidsledigheten så ikke ut til å øke like mye som tidligere anslått. Norges Banks vurdering var derfor at rommet for ytterligere rentereduksjoner var lite.

**Figur 5** Kronkursen og Norges Banks valutatransaksjoner

a. Kronkursutviklingen overfor Euro (teoretisk ECU for 1999) og handelsveid indeks. Stigende kurve angir sterkere krone. Ukestall. 1997-1999



b. Norges Banks valutatransaksjoner (mrd. kroner). Kjøp(+) og salg(-). Tallene inkluderer kjøp til Petroleumsfondet. Månedstall. 1997-1999.



Kilde: Norges Bank

Norges Bank holdt sine styringsrenter uendret fra september og ut året. Analysene i inflasjonsrapporten i desember indikerte at konsolideringsfasen norsk økonomi var inne i, etter et tiår med kraftig økonomisk vekst, kunne gå mer smertefritt enn tidligere ventet. Risikoen for markert nedgang syntes å bli stadig mindre. Veksten i økonomien var blitt sterkere enn lagt til grunn ett år tidligere. Lønnsoppgjøret på vårparten hadde bidratt til å redusere usikkerheten vesentlig. Utviklingen internasjonalt hadde gjennom året vært mer gunstig. I løpet av ett år hadde oljeprisen steget med rundt 15 dollar pr. fat. Konsumprisveksten hadde blitt om lag som ventet, men prisutsiktene var noe oppjustert to til tre år fram i tid.

Våre anslag i desember pekte i retning av at veksten i fastlandsøkonomien i løpet av 2001 vil være på god vei tilbake til det normale. Samtidig ville pris- og kostnadsveksten da kunne være på linje med det Den europeiske sentralbanken sikter mot. Med den utvikling som våre analyser viste, så dermed renten ut til å være på eller nær bunnen i denne sykkelen.

## Valutatransaksjoner

Norges Bank intervenerte kun ved én anledning i 1999, da det 13. januar ble kjøpt 88 millioner kroner.

I løpet av 1999 kjøpte Norges Bank brutto utenlandsk valuta tilsvarende 11 321 millioner kroner og solgte brutto valuta tilsvarende 88 millioner kroner.

Den 25. mars meddelte Norges Bank at man ville gjenoppta kjøpene av valuta i markedet til oppbygging av Statens petroleumsfond og Statens petroleumsforsikringsfond. Det ble lagt opp til at valutakjøpene skulle gjennomføres på daglig basis. Samtidig innførte banken en praksis der de planlagte daglige valutakjøpene for kommende kalendermåned ble offentliggjort siste virkedag i hver måned kl. 10.00. Størrelsen på valutakjøpene ble revurdert i forbindelse med fremleggelsen av Revidert nasjonalbudsjett 1999 og Nasjonalbudsjettet 2000. Fram til medio mai kjøpte Norges Bank daglig valuta for 20 millioner kroner. I perioden 15. mai til 31. august ble de daglige valutakjøpene økt til motverdien av 30 millioner kroner. Fra 1. september ble kjøpene økt til 85 millioner kroner på daglig basis og fra 1. november til 120 millioner kroner.

På bakgrunn av at Norges Bank forventet mindre omsetning i det norske valutamarkedet foran tusenårsskiftet, unnlot Norges Bank å kjøpe valuta til oppbygging av Statens petroleumsfond og Statens petroleumsforsikringsfond i perioden fra 24. desember til 31. desember.

Teksttabell 2: Valutakursutviklingen 1997-1999. (22.10.1990=100)

		1997	1998	1999
Euro (indeksert) (teoretisk ecu før 1999)	Ved utgangen av året	101,2	111,0	101,0
	Gjennomsnitt	100,3	105,8	104,0
	Maksimum	103,7	115,6	110,8
	Minimum	95,4	100,9	100,6
Konkurrensekursindeksen	Variasjonsbredde	8,7%	14,6%	10,1%
	Ved utgangen av året	101,7	109,6	106,6

Teksttabell 3: Norges Banks valutatransaksjoner. Milliarder kroner. Tall for 1997, 1998 og 1999 inkluderer kjøp til Petroleumsfondet

	1996	1997	1998	1999	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.
Kjøp	90,7	67,8	25,0	11,3	0,1	1,5	2,1	7,6
Salg	0,0	1,3	35,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Brutto	90,7	69,1	61,0	11,4	0,2	1,5	2,1	7,6
Netto	90,7	66,4	-10,9	11,2	0,0	1,5	2,1	7,6





Ordningen med direkte overføring til Norges Bank av valutainntekter som staten mottar gjennom Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE), ble videreført i 1999.

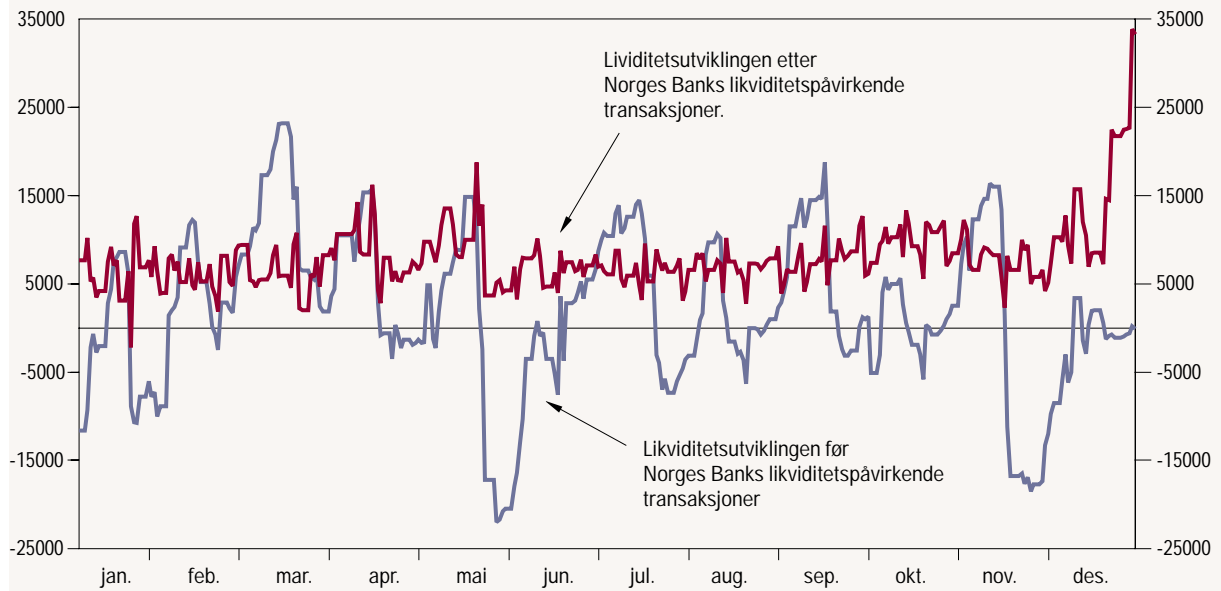
I løpet av 1999 ble det totalt overført valuta tilsvarende 24,5 milliarder kroner fra Norges Banks internasjonale reserver til Statens petroleumsfond. Overføringene skjedde 30. juni ( 8,0 milliarder kroner), 30. september (13,5 milliarder kroner) og 30. november (3,0 milliarder kroner). Videre ble det totalt overført valuta tilsvarende 0,6 milliarder kroner fra Norges Banks internasjonale reserver til Statens petroleumsforsikringsfond.

## Likviditetsstyringen

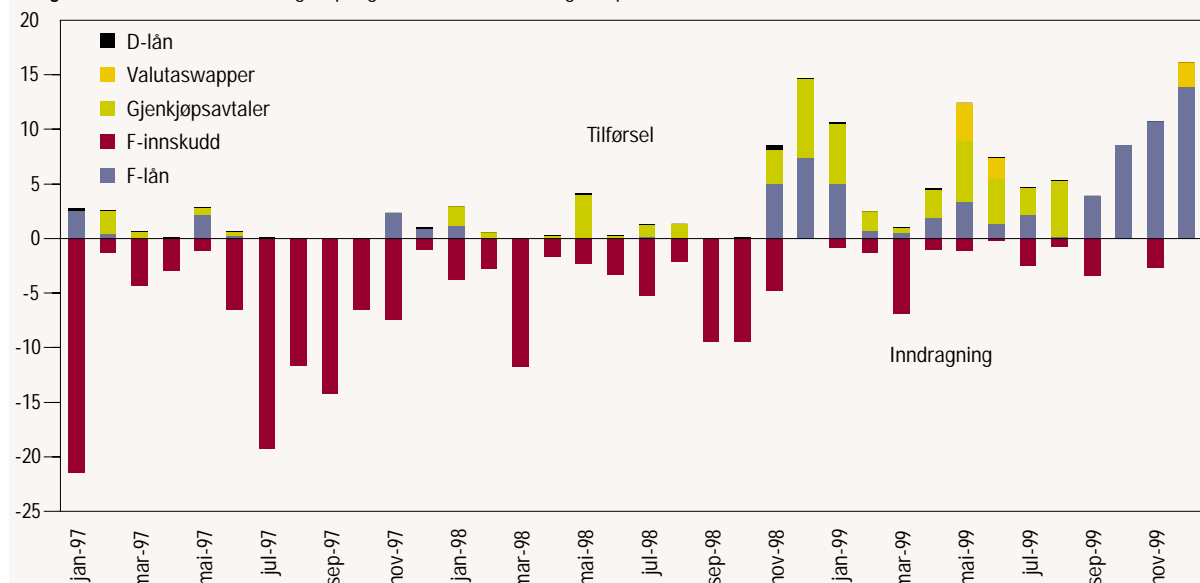
Bankenes likviditet er definert som bankenes samlede innestående på foliokonti i Norges Bank fratrukket eventuelle D-lån. Størrelsen på bankenes likviditet påvirker de korteste rentene i pengemarkedet. Knapphet på likviditet bidrar normalt til høyere renter.

Bankenes likviditet endres fra dag til dag, hovedsakelig som følge av inn- og utbetalinger over statens konti i Norges Bank. Norges Banks transaksjoner i valutamarkedet og endringer i seddel- og myntomløpet påvirker også likviditeten. For å unngå store utslag på de korteste pengemarkedsrentene motvirker Norges Bank svingningene i banklikviditeten gjennom sine transaksjoner i pengemarkedet. Norges Bank kan be-

Figur 6. Bankenes likviditet i 1999. Dagstall. Mill. kroner.



Figur 7. Sentralbankfinansiering av pengemarkedet. Beholdningstall pr. måned 1997-99. Mrd. kroner.



Kilde: Norges Bank

nytte F-innskudd til å trekke inn overskuddslikviditet. For å tilføre likviditet benyttes F-lån, gjenkjøpsavtaler i obligasjoner og sertifikater, og i enkelte tilfeller også valutabytteavtaler (valutaswapper), dvs. bytte av norske kroner mot utenlandsk valuta for en avtalt periode. Bankenes likviditet før og etter Norges Banks likviditetspåvirkende transaksjoner er illustrert i figur 6.

I april 1999 ble regelverket for gjenkjøpsavtaler endret, slik at alle verdipapirer som godtas deponert som sikkerhet for lån i Norges Bank, kunne brukes i gjenkjøpsavtaler. I praksis kom utvidelsen bare til å omfatte enkelte lån utstedt av Norges Kommunalbank, slik at endringen fikk begrenset betydning for budgivningen. Begrensningene ved bruk av gjenkjøpsavtaler førte til at Norges Bank i stor grad måtte fortsette å bruke usikrede F-lån i likviditetsstyringen. For å gi bankene et insitament til å benytte gjenkjøpsavtaler fremfor usikrede F-lån, ble usikrede F-lån gitt med et påslag på 50 basispunkter over renten på sist inngåtte gjenkjøpsavtale. 27. april ble dette påslaget økt til 60 basispunkter.

Fra 1. september ble det innført krav om sikkerhet for F-lån i Norges Bank. Samtidig ble flere typer verdipapirer godkjent som sikkerhet for D-lån og F-lån i Norges Bank. Utvidelsen omfattet både norske og utenlandske private rentebærende papirer. Etter dette har Norges Bank ikke inngått gjenkjøpsavtaler som ledd i likviditetsstyringen.

I desember 1999 ble det vedtatt en endring i sentralbankloven § 21 som gjør det klart at Norges Bank kan bruke gjenkjøpsavtaler i sine markedsoperasjoner også med andre enn banker.

Foran tusenårsskiftet var det betydelig usikkerhet om publikum ville ta ut ekstraordinært mye sedler, og om banksystemet ville omfordele tilgjengelig likviditet. For å redusere usikkerheten rundt tusenårsskiftet, presiserte Norges Bank i en pressemelding 16. september 1999 at banken i forbindelse med årsskiftet, som ellers i året, ville tilføre tilstrekkelig med likviditet.

Fredag 10. desember offentliggjorde Norges Bank en plan for likviditetstilførselen i forbindelse med årtusenskiftet. I tilfelle det skulle oppstå særlig stor etterpørsel etter likviditet, opphevet Norges Bank D-lånsrammen for andre låneperiode av desember og for første låneperiode i januar. Gjennom to F-lån med sikkerhet og én valutabytteavtale tilførte Norges Bank banksystemet drøyt 33 milliarder kroner over tusenårsskiftet. Det var ingen ekstraordinære kontantuttak rundt årsskiftet. Det var derfor verken nødvendig å yte F-lån uten sikkerhet eller å benytte den utvidede D-lånsadgangen. Markedene fungerte som normalt etter årsskiftet. Norges Bank trakk derfor inn deler av overskuddslikviditeten gjennom et F-innskudd første uken i januar 2000.

Teksttabell 4: Bankenes folioinnskudd og dagslån i Norges Bank. Milliarder kroner.

	Gjennomsnittlig innskudd pr dag	Gjennomsnittlig låneramme pr dag	Gjennomsnittlig lån pr dag	Gjennomsnittlig utnyttelse av lånerammen (prosent)
1997	8,16	4,18	0,07	1,68
1998	4,75	4,82	0,07	1,54
1999	7,97	13,12	0,05	0,36
1. kvartal	6,35	10,62	0,08	0,75
2. kvartal	7,95	10,45	0,07	0,64
3. kvartal	7,01	10,34	0,03	0,26
4. kvartal	10,62	21,06	0,02	0,08

## Kap 3. Kapitalforvaltningen i Norges Bank

Norges Bank forvalter valutareservene på egne vegne. I tillegg forvalter banken Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet og Statens petroleumsforsikringsfond på vegne av Olje- og energidepartementet. Arbeidet knyttet til forvaltningen av valutareservene og Statens petroleumsfond utføres i hovedsak i Område V, Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP). Området for pengepolitikk, ved Markedsoperasjonsavdelingen (MOA) forvalter den mest likvide delen av valutareservene (likviditetsporteføljen). De sentrale staber har ansvaret for rådgivning om strategi og referanseporteføljer for forvaltningen.

### Valutareservene

Markedsverdien av valutareservene var ved utgangen av 1999 på 153,5 milliarder kroner. Samtidig hadde Norges Bank solgt valuta på termin tilsvarende 7,7 milliarder kroner, så netto valutareserver var 145,8 milliarder. Av dette ble 115,9 milliarder forvaltet av KAP og 29,8 milliarder av MOA.

I henhold til hovedstyrets retningslinjer for valutareservene er reservene delt i fire delporteføljer; immuniseringsporteføljen, som motsvarer statens valutagjeld og skal nøytralisere valuta- og renterisikoen i denne; petrobufferporteføljen, som skal samle opp de løpende valutakjøpene som med jevne mellomrom skal overføres til Statens petroleumsfond; likviditetsporteføljen, som skal brukes ved eventuelle markedsoperasjoner i den løpende gjennomføringen av pengepolitikken, og den langsiktige porteføljen, som skal være tilgjengelig for intervensjoner, men som skal investeres ut fra mer langsiktige hensyn. Med unntak av petrobufferporteføljen er valutareservene utelukkende investert i rentebærende instrumenter. I tillegg til hovedstyrets retningslinjer har sentralbanksjefen vedtatt retningslinjer for de fire delporteføljene som presiserer hvordan porteføljene skal forvaltes.

Forvaltningen av immuniseringsporteføljen følger av sammensetningen av statens valutagjeld. Porteføljen hadde i 1999 en avkastning som var 0,30 prosent høyere enn kostnadene ved å betjene statsgjelden. Ved utgangen av året var markedsverdien av immuniseringsporteføljen 8,1 milliarder kroner. Av dette inngikk 7,4 milliarder i valutareservene, mens 0,7 milliarder var i papirer utstedt av den norske stat i utenlandsk valuta. I 2004 vil den eksisterende gjelden være avviklet i sin helhet.

Petrobufferporteføljen mottar midler ved at Norges Bank får overført valuta fra statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE). I tillegg kjøper Norges Bank valuta direkte i markedet for å komme opp i det samlede beløp som skal avsettes til Statens petroleumsfond. Det kan også overføres midler



til Petroleumsfondet fra de øvrige valutareservene. For å unngå unødige transaksjonskostnader forvaltes petrobufferporteføljen etter tilnærmet de samme retningslinjer som Petroleumsfondet.

Likviditetsporteføljen er den delen av valutareservene som er plassert mest kortsiktig. Porteføljen skal være så stor at den skal kunne dekke de fleste behov for å gjennomføre markedsoperasjoner i valuta. De øvrige reservene kan også anvendes til intervensjoner dersom forholdene i valutamarkedet skulle tilsi dette. I henhold til Norges Banks retningslinjer var nedre grense for likviditetsreserven 10 milliarder kroner og øvre grense 50 milliarder kroner. Likviditetsporteføljen har i 1999 ligget rundt 30 milliarder kroner.

Den langsiktige porteføljen har en lengre durasjon og en bredere landfordeling enn likviditetsporteføljen. Målet for forvaltningen er høy avkastning på lang sikt. For både likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen er de strategiske hovedvalgene spesifisert ved å definere referanseporteføljer. Dette er konstruerte porteføljer med en gitt landfordeling og med konkrete verdipapirer innen de ulike delmarkeder. En referanseportefølje benyttes til å styre og overvåke risikoeksponeringen, samtidig som den utgjør et referansepunkt for å vurdere den avkastning man faktisk får i reserveforvaltningen.

Det er fastsatt en grense for hvor store avvik fra referanseporteføljen forvalteren har anledning til å ta. Grensen er satt i form av et samlet risikomål (relativ volatilitet). I praksis betyr det at forskjellene i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen som regel vil være små. Øvre grense for relativ volatilitet er henholdsvis 0,5 prosentpoeng og 1 prosentpoeng for likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen. En relativ volatilitet på 1 prosentpoeng betyr, litt forenklet, at den realiserede avkastningsdifferansen mellom referanseporteføljen og den faktiske porteføljen i gjennomsnittlig 19 av 20 år vil ligge mellom -2 prosentpoeng og +2 prosentpoeng.

I forvaltningen av likviditetsporteføljen er det lagt til grunn at porteføljens sammensetning skal avvike lite fra referanseporteføljen. Referanseporteføljens modifiserte durasjon ligger rundt 1,5. Dette innebærer at likviditetsporteføljen hovedsakelig består av rentebærende instrumenter med løpetid 3 år og kortere, som har lav renterisiko. Porteføljen består stort sett av statspapirer, som både har lav kreditt risiko og er meget likvide.

Avkastningen på likviditetsporteføljen har blitt målt fra og med 2. kvartal. Målt i referanseporteføljens valutafordeling har likviditetsporteføljen hatt en periodeavkastning på 1,42 prosent i årets tre siste kvartaler. Målt i norske kroner var periodeavkastningen 3,16 prosent. Dette er en meravkastning på 0,07 prosentpoeng målt mot referanseporteføljen. Likviditetsporteføljen har ligget svært nær referanseporteføljen gjennom hele året.

Den langsiktige porteføljen var ved utgangen av 1999 på 94,6 milliarder kroner og ble i sin helhet forvaltet internt i Norges Bank. Avkastningen var på -1,14 prosent målt mot den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen. Målt mot norske kroner var avkastningen -1,77 prosent. Det var 0,13 prosent høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Den faktiske porteføljen har gjennom året ligget svært nær referanseporteføljen, men har i tillegg inneholdt papirer som ikke inngår i referanseporteføljen. Det gjelder blant annet papirer utstedt av stater i fremmed valuta, papirer som ikke er utstedt av stater, men som har enten eksplisitt eller implisitt statsgaranti, og papirer utstedt av internasjonale organisasjoner med høy kredittverdighet. Dette var en av grunnene til meravkastningen i 1999. En annen og viktigere grunn var at forvalterne systematisk har utnyttet prisforskjeller mellom statspapirer med tilnærmet like kontantstrømmer.

## Statens petroleumsfond

Markedsverdien av valutaporteføljen i Statens petroleumsfond var ved utgangen av 1999 på 222,3 milliarder kroner, etter fradrag for forvaltningshonorar til Norges Bank. Banken står for den operative forvaltningen av Petroleumsfondet på vegne av Finansdepartementet. Forvaltningsoppdraget er regulert av en egen avtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet. Avtalen forutsetter at departementet betaler for forvaltningen med utgangspunkt i prinsippet om full kostnadsdekning.

Finansdepartementet overførte i løpet av 1999 til sammen 24,5 milliarder kroner til fondets kronekonto, og motverdien av disse midlene ble umiddelbart tilført valutaporteføljen. Overføringene kom i tre omganger, fordelt med 8 milliarder kroner 30. juni, 13,5 milliarder kroner 30. september og 3 milliarder kroner 30. november. Hovedregelen er at Finansdepartementet overfører midler til Petroleumsfondet siste dag i hvert kvartal, men for fjerde kvartal 1999 ble det gjort et unntak på grunn av risikoen knyttet til driften av datasystemene ved overgangen til år 2000. Overføringene er basert på anslag for statsregnskapet og det foretas korrigeringer i etterkant hvert år. I 1998 viste regnskapet at det var overført 3,018 milliarder kroner for mye. Dette ble korrigert ved utgangen av første kvartal 1999, ved at beløpet ble definert som en del av overføringen for 1999.

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølge av konkrete aksjer og obligasjoner fra de land det er tillatt å investere i. Referanseporteføljen uttrykker oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen, og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning. Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik det kan være mellom faktisk portefølge og referanseporteføljen.

I 1999 ble forskriften endret fra 1. januar, som en rent teknisk tilpasning til at den europeiske valutaenheten ECU da opphørte å eksistere. Tilsvarende endringer ble gjort i sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølge for obligasjoner. Innføringen av euroen medførte ikke behov for endringer verken i forskriften eller i referanseporteføljen.

Forskriften er også endret fra 1. januar 2000 ved at det tillates aksjeinvesteringer i syv nye land (Hellas, Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Thailand). Landene tas imidlertid foreløpig ikke med i referanseporteføljen. Videre er det fastsatt at det skal opprettes en egen aksjeportefølge av bedrifter som er vurdert etter miljøkriterier. Finansdepartementet skal fastsette kriteriene og gi Norges Bank en liste av be-

drifter som det er mulig å investere i. Den såkalte miljøporteføljen vil bli etablert i løpet av 2000.

Referanseporteføljen er satt sammen av en aksjeportefølje med en vekt på 40 prosent og en obligasjonsportefølje med en vekt på 60 prosent. Referanseporteføljen for aksjer har i 1999 bestått av de selskaper som inngår i FTSE's landindekser for de 21 landene der det var tillatt å kjøpe aksjer. Indeksvektene er fordelt med 50 prosent på Europa, 30 prosent på Amerika og 20 prosent på Japan og Stillehavsområdet. Innen hver av disse tre regionene brukes markeds kapitaliseringsvekter for hvert land.

Referanseporteføljen for obligasjonsporteføljen har i 1999 bestått av de statsobligasjoner som inngår i Salomon Smith Barney's World Government Bond Index for de 18 landene der det var tillatt å kjøpe obligasjoner. Indeksvektene er fordelt på regioner på samme måte som for aksjer, mens det for landfordelingen innen hver region brukes BNP-vekter.

Statens petroleumsfond hadde i 1999 en avkastning på 12,44 prosent målt mot den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen. Det er dette avkastningsmålet som best beskriver utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Avkastningen på fondets aksjeportefølje var på 34,81 prosent, mens det var negativ avkastning på obligasjonsporteføljen med et resultat på -0,99 prosent.

Målt mot norske kroner var avkastningen på 13,85 prosent. Avkastningen var 1,11 prosent høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Den uvanlig høye meravkastningen kom i all hovedsak fra de eksterne aktive aksjeforvalterne, som samlet gjorde svært gode valg av enkeltbedrifter innenfor sine investeringsuniverser. Siden det i 1999 var stor spredning i avkastningen også innenfor samme sektor, gav dette store utslag i avkastningen.

For ytterligere presentasjon av forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1999 vises det til egen årsrapport for fondet.

### **Statens petroleumsforsikringsfond**

Markedsverdien av Statens petroleumsforsikringsfond var ved utgangen av 1999 på 10,0 milliarder kroner. Fondet eies av Olje- og energidepartementet og skal understøtte statens rolle som selvassurandør for eierandelen i petroleumsvirksomheten. Fondet forvaltes av Norges Bank. Avkastningen var i 1999 på -1,05 prosent målt mot den valutakurv som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Målt mot norske kroner var avkastningen -8,80 prosent. Dette var 0,20 prosent lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Mindreavkastningen oppstod som en følge av tilpasningen til ny referanseportefølje i januar.



## Kap 4. Finansmarkedene og finansinstitusjonene

Norges Bank har et ansvar for å bidra til robuste og effektive finansmarkeder og betalingssystemer, dvs. bidra til finansiell stabilitet. Skulle det oppstå en situasjon der selve det finansielle system er truet, vil Norges Bank, i samråd med andre berørte myndigheter, vurdere behovet for, og om nødvendig iverksette, tiltak som kan bidra til å befeste tilliten til det finansielle systemet.

Sentralbankens forebyggende arbeid knyttet til finansiell stabilitet består i løpende overvåking av faktorer som har betydning for finansiell stabilitet, arbeidet for å redusere risikoen i betalingssystemene og gjøre systemene mer robuste og vurderinger av virkningen av pengepolitikken og den øvrige økonomiske politikken på den finansielle stabilitet.

Som en oppfølging av Stortingets behandling av Smith-kommisjonens rapport om ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen<sup>1)</sup> drøftet hovedstyret Norges Banks rolle i arbeidet med å forebygge finansielle kriser. På bakgrunn av drøftingen ble det sendt et brev til Finansdepartementet som redegjør for Norges Banks arbeid med å forebygge finansielle kriser. Brevet ble drøftet med departementet. Brevet er gjengitt i sin helhet i vedlegg D til årsberetningen.

### Overvåking av finansiell stabilitet

Siden 1995 har Norges Bank utarbeidet rapporter som gir en sammenfattende fremstilling av situasjonen i finansiell sektor og utsiktene fremover. Arbeidet omfatter både analyser av utviklingen i finansinstitusjonene, særlig bankene, og av sammenhengen mellom makroøkonomiske utviklingstrekk og utviklingen i finansiell sektor. Analyser av den finansielle stillingen til husholdninger og foretak er viktige elementer i dette arbeidet. Rapportene meddeles og drøftes med Finansdepartementet og Kredittilsynet. Siden 1997 har utdrag fra disse analysene vært publisert i Penger og Kreditt nr. 2 og nr. 4 under tittelen Finansielt utsyn.

### Gode resultater i bankene i 1999

Forretnings- og sparebankene oppnådde en klar resultatforbedring i 1999 sammenlignet med året før. Årsaken var i første rekke en markert økning i «andre driftsinntekter» som følge av en svært positiv kursutvikling i de norske og de internasjonale aksjemarkedene i 1999. Bedringen i andre driftsinntekter har også sammenheng med nye regnskapsregler og engangseffekter som følge av dette. Økte netto renteinntekter og en viss reduksjon i driftskostnadene bidro også til det gode resultatet.



<sup>1)</sup> Innst. S. nr. 141. (1989-99). Innstilling fra kontroll- og konstitusjonskomiteen om rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen. Dokument nr. 17 1997-98.

Bedringen i netto renteinntekter har først og fremst sammenheng med at rentemarginen – det vil si forskjellen mellom bankenes innskudds- og utlånsrenter – lå på et høyere nivå i 1999 enn i 1998, hovedsakelig muliggjort av renteøkningen høsten 1998. Rentenettoen ble også påvirket av en positiv utvikling i balansesammensetningen. Kundeinnskuddene vokste i 1999 mer enn utlånene, og innskuddsdekningen bedret seg derfor noe. I tillegg ble den mest kortsiktige delen av utenlandsfinansieringen redusert. Begge deler bidro til å redusere bankenes likviditetsrisiko.

### Økt kredittrisiko

Bankenes beholdning av misligholdte lån og omfanget av bokførte tap har holdt seg svært lave også i 1999. Utviklingen i foretakssektoren tyder imidlertid på at kredittrisikoen knyttet til dette segmentet er økt. Kraftig gjeldsvekst de siste årene har økt den finansielle utsattheten. I tillegg har lønnsomheten kommet under press i flere næringer som følge av økte kostnader og skjerpet konkurranse.

Regnskapstall for 1998 viste en markert økning i antall foretak med svak inntjening og svak eller negativ egenkapital, det vil si de mest risikable foretakene. En større del av finansinstitusjonenes utlån til foretak var således ved utgangen av 1998 plassert i foretak med høy risiko. Det kan se ut til at finansinstitusjonene ble noe mer forsiktige i sin kredittgivning i 1999, ettersom en mindre andel av nye lån ble gitt til foretak som klassifiseres i høyrisikogruppen. Samlet sett økte likevel kredittrisikoen til finansinstitusjonene.

Husholdningene har generelt sett en solid finansiell stilling. Indikatorer for så vel rentebelastning som gjeldsbelastning tydet på at flertallet av husholdningene hadde en bedre gjeldsbetjeningsevne i 1999 enn tidligere på 1990-tallet, til tross for økningen i rentebelastningen i 1998 og 1999.

Bruktboligprisene har økt med rundt 8 prosent i året siden 1994, og fortsatte å stige gjennom 1999. Bruktboligprisene deflatert med veksten i konsumprisindeksen var ved utgangen av 1999 høyere enn toppnivået i 1988. I løpet av 1990-tallet har imidlertid inntektsveksten i husholdningene vært sterk, og brukes disponibel inntekt som deflator blir utviklingen mindre dramatisk.

Uro i de internasjonale verdipapirmarkedene vil kunne ha negative konsekvenser for de norske verdipapirmarkedene og derigjennom inntjeningen i en del finansinstitusjoner – først og fremst forsikringsselskaper. Finansinstitusjonene vil også påvirkes i den grad uroen får realøkonomiske konsekvenser. Usikkerheten i de internasjonale finansmarkedene ble noe redusert i

1999. Situasjonen i de kriserammede landene i Asia ble forbedret og driftsunderskudd ble snudd til overskudd. Den største usikkerheten med hensyn til finansiell stabilitet internasjonalt ble vurdert å være faren for et betydelig fall i det amerikanske aksjemarkedet. Også fare for uro i de internasjonale valutamarkedene, utløst av stigende ubalanser i verdenshandelen, representerte et usikkerhetsmoment.

Den positive utviklingen i banksystemet innebar at soliditeten var tilfredsstillende ved utgangen av 1999. Den samlede risiko bankene står overfor på kort sikt, er begrenset. Noe av resultatforbedringen i forretnings- og sparebankene skyldes imidlertid engangseffekter eller faktorer som ikke vil bidra i like stor grad i årene fremover.

### Høringer om lover og forskrifter på finansmarkedsområdet

Norges Bank gir tilrådninger til Finansdepartementet og Kredittilsynet i forbindelse med høringer om lover, forskrifter og annet regelverk for finansinstitusjonene og finansmarkedene.

Norges Bank blir dessuten bedt av Kredittilsynet om å uttale seg om søknader fra de enkelte finansinstitusjonene om nyetablering, oppkjøp, fusjon m.m. I de senere år har Norges Bank i økende grad søkt å konsentrere sin ressursinnsats mot saker som har betydning for den finansielle stabilitet. Det innebærer at sentralbanken i første rekke uttaler seg om saker i tilknytning til de sentrale deler av regelverket, og enkeltsaker som berører de største finansinstitusjonene. Ved vurdering av søknadene legger Norges Bank særlig vekt på hensynet til konkurranse, soliditet og organisering. De viktigste av Norges Banks høringsuttalelser i 1999 er gjengitt i sin helhet i vedlegg D til årsberetningen.



## Kap 5. Betalingssystemer og betalingsmidler

Finansiell uro sprer seg gjennom betalings- og oppgjørssystemene. Systemene kan også være opphav til risiko ved at banker godskrives kunder før de har fått oppgjør fra betalende bank. Et viktig ledd i arbeidet med å forebygge finansiell ustabilitet er derfor å gjøre disse systemene mer robuste. Samtidig skal de være mest mulig effektive. Både økt robusthet og effektivitet skal skje til lavest mulig kostnader.

Norges Bank står for oppgjør av fordrings- og gjeldsforhold mellom bankene, oppgjør av pengeposisjonene i verdipapirhandelen og har oppgaver knyttet til statens økonomiforvaltning. Ansvaret for utstedelse av sedler og mynt tilligger Norges Bank. I tillegg følger Norges Bank utviklingen innen systemer for betalingstjenester. Som et ledd i dette utgir Norges Bank årlig en rapport om betalingsformidling. Rapporten inneholder blant annet omfattende statistisk dokumentasjon av utviklingen i bruk og prising av betalingstjenester.

### Norges Banks oppgjørssystem

For å redusere risikoen og øke effektiviteten i betalingsoppgjørene i Norge, innførte Norges Bank et nytt oppgjørssystem, NBO (Norges Banks oppgjørssystem), i november 1997. Hovedprinsippet i NBO er at alle transaksjoner gjøres opp løpende i Norges Bank gjennom dagen etter forutgående dekningskontroll. Oppgjøret skjer umiddelbart dersom banken har dekning, mens transaksjonen blir lagt i kø eller avvist ved manglende dekning.

I 1999 lå gjennomsnittlig daglig transaksjonsvolum i NBO på 146 milliarder NOK, mot 60 milliarder året før. Gjennomsnittlig daglig transaksjonsvolum i perioden 1. januar til 11. mars var på 64 milliarder, mens den steg til 167 milliarder i perioden 12. mars og ut året. Denne økningen skyldes hovedsakelig at det fra 12. mars ble innført krav om at store transaksjoner (over 100 millioner kroner) skal gjøres opp brutto, dvs. enkeltvis uten forutgående avregning. Fra samme dato fikk bankene muligheten til å sende bruttotransaksjoner til automatisk oppgjør i Norges Bank via SWIFT-delen av bankenes felles avregnings- og informasjonssystem (NICS). Bruttotransaksjoner som sendes på denne måten, overføres elektronisk fra NICS til NBO og blir derfor normalt behandlet (gjort opp eller lagt i kø) umiddelbart etter at de er sendt fra banken. Bankene fikk dermed tilgang til bruttooppgjør i sanntid, eller «real time gross settlement» (RTGS) som er den internasjonale betegnelsen. Bruttotransaksjonene utgjorde i overkant av 30 prosent av totalvolumet i 1998. I 1999 steg denne andelen til nær 80 prosent - for det meste bruttotransaksjoner gjort opp i sanntid.

I rundskriv nr 6/30. juli 1999 (jf. også rundskriv nr

8/30. august 1999) ble bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank endret. Muligheten til å stille verdipapir som sikkerhet i Norges Bank ble utvidet ved at flere typer verdipapir aksepteres. Det følger videre av rundskrivet at bankene nå også må stille full sikkerhet for F-lån (på samme måte som for D-lån), noe som gjør at de totalt må deponere en større mengde verdipapir til fordel for Norges Bank. I samme rundskriv ble driftsmønsteret i NBO endret. Endringene trådte i kraft 1. september.

Rammevilkår og driftsmønster for oppgjør i NBO er beskrevet i avtaler og rundskriv. Bankene ble informert om rammevilkårene og driftsmønsteret slik de var da systemet ble etablert, i rundskriv nr 5/17. november 1997. I løpet av 1999 ble vilkårene endret fire ganger, gjennom rundskriv nr 1/23. februar 1999, nr 2/29. mars 1999, nr 6/30. juli 1999 (med presiseringer i nr 8/30. august 1999) og nr 9/9. september 1999.

Erfaringene fra de to første årene med det nye oppgjørssystemet er i all hovedsak positive. Bankene har tilpasset seg systemet uten større problemer, og det har derfor sjelden vært omfattende kødannelser eller store avvik fra det gjeldende driftsmønsteret.

### Internasjonale forhold i betalingsformidlingen

Oppgjør av valutahandler innebærer risiki for de involverte partene. Risikoen, som kalles valutaoppgjørskrisiko, skyldes både tidkrevende rutiner hos aktørene og at oppgjørene skjer på tvers av internasjonale tidssoner. Valutaoppgjør knytter banker over hele verden sammen på en slik måte at finansielle problemer lett kan spre seg mellom land. Bank for International Settlements (BIS) anslo i 1998 den internasjonale omsetningen av valutakontrakter til 1 500 milliarder dollar daglig. Norges Bank deltar i et internasjonalt sentralbanksarbeid for å sette fokus på risikoen og bidra til at den reduseres. En viktig del av dette arbeidet har i 1999 vært å følge utviklingen av et globalt system for valutaoppgjør kalt «Continuous Linked Settlement» (CLS). CLS vil redusere valutaoppgjørskrisikoen vesentlig, ved at deltakerne er sikret mottak av kjøpt valuta samtidig som solgt valuta avgis. I løpet av 1999 har Norges Bank arbeidet for at også handler i norske kroner skal kunne gjøres opp gjennom CLS. Norges Bank tok i 1999 også initiativ til at valutaoppgjørskrisiko kartlegges nærmere i det norske markedet, et arbeid som vil videreføres i 2000.

Innføringen av euro som felles valuta innenfor EUs økonomiske og monetære union (ØMU) har medført betydelige omstillinger også innen betalingsformidling. Deltakerlandenes sentralbanker satte 4. januar 1999 i drift et felles system for grensekryssende interbankbe-





talinger, kalt TARGET. Systemet gjør det mulig for de aktuelle sentralbankene å gjennomføre felles pengepolitiske operasjoner i euro. I tillegg innebærer TARGET at banker i hele EU kan sende betalinger i euro raskt og sikkert mellom landene, noe som er en forutsetning for et velfungerende indre marked. Norges Bank er ikke tilknyttet TARGET. I samarbeid med banknæringen har Norges Bank derfor søkt alternative løsninger som i størst mulig grad sikrer norske banker en effektiv og sikker oppgjørsløsning for transaksjoner i euro. Også oppgjør knyttet til verdipapirhandel i euro kan være aktuelt for en slik alternativ oppgjørsløsning.

### **Legale rammevilkår**

I desember 1999 vedtok Stortinget lov om betalingssystemer mv. Loven følger i hovedsak Banklovkomisjonens forslag i NOU 1996:24 Betalingssystemer mv. Videre implementerer kapittel 4 i loven EØS-direktivet om *endeleg oppgjør i betalingssystem og i oppgjørssystem for verdipapir* (oppgjørssystem-direktivet). Før denne loven ble vedtatt, var det ingen særskilt regulering av betalingssystemene i Norge. Systemene ble i hovedsak regulert av avtaler mellom deltakerne. Loven er ikke ment å erstatte, men skal

være et supplement til denne selvreguleringen. Loven vil trolig tre i kraft tidlig i 2000.

Loven skiller mellom to typer betalingssystemer: interbanksystemer og systemer for betalingstjenester. Som interbanksystem regnes systemer basert på felles avtaler for avregning, oppgjør eller overføring av penger mellom kredittinstitusjoner. Formålet med bestemmelsene om interbanksystemer er å bidra til at systemene organiseres slik at hensynet til finansiell stabilitet blir ivaretatt. Det skal særlig legges vekt på å motvirke risiki som følge av likviditets- og soliditetssvikt hos deltakerne i systemet. Som system for betalingstjenester regnes systemer basert på standardvilkår for overføring av penger fra eller mellom kundekonti i banker og finansieringsforetak når overføringene bygger på bruk av betalingskort, tallkoder eller annen form for selvstendig brukerlegitimasjon utstedt til en ubestemt krets. Formålet med bestemmelsene om systemer for betalingstjenester er å bidra til at slike systemer innrettes og drives slik at hensynet til sikker og effektiv betaling og rasjonell og samordnet utførelse av betalingstjenester ivaretas.

Loven innfører konsesjonsplikt for etablering og drift av interbanksystem, og Norges Bank er gitt conse-



sjons- og tilsynsansvar. Konesjonsvilkårene skal blant annet fremme klare ansvarsforhold i systemene, klare tilgangskriterier og tiltak for å begrense risiki hos deltakerne. Norges Bank kan gjøre unntak fra kravet om konsesjon for systemer som har så begrenset omfang at de ikke antas å ha betydning for den finansielle stabiliteten.

Lovens bestemmelser om rettsvern og sikkerhet for avtaler om avregning og oppgjør gjelder interbanksystemer som har konsesjon, samt verdipapirsystemer etter særskilt godkjenning av Kredittilsynet. Slike avtaler kan gjøres gjeldende etter sitt innhold selv om det innledes insolvensbehandling hos en deltaker i systemet, når oppdraget er mottatt av en avregningsentral, sentral motpart eller oppgjørsbank før det er innledet insolvensbehandling. Bestemmelsene reduserer risikoen ved deltakelse i betalings- og oppgjørssystemene, klargjør deltakernes forpliktelser i forhold til sine overføringsoppdrag og bidrar til et harmonisert regelverk innen EØS.

For systemer for betalingstjenester innføres en meldeplikt overfor Kredittilsynet. Dersom Kredittilsynet finner at et slikt system ikke innrettes eller drives i samsvar med lovens bestemmelser, kan det gi institu-

sjonen som driver systemet de pålegg som er nødvendige for å rette på forholdet.

Nordisk Ministerråd etablerte i 1998 en nordisk arbeidsgruppe for å komme fram til en felles nordisk tolkning og implementering av oppgjørsdirektivet. De norske deltakerne i gruppen var fra Norges Bank og Kredittilsynet. Gruppen ferdigstilte sitt arbeid i juni 1999 og har anbefalt at landene velger et tilsvarende nordisk samarbeid også ved tolkning og implementering av relevante direktiver senere.

#### **Risikoreducerende tiltak i verdipapiroppjøret**

Norges Bank er oppgjørsbank for pengeoppjøret knyttet til verdipapirtransaksjonene som avregnes i Verdipapirsentralen (VPS). Norges Bank ønsker blant annet ut fra hensynet til finansiell stabilitet å bidra til lav risiko og høy effektivitet i verdipapiroppjøret. For å styrke kontakten mellom de to institusjonene ble det i 1999 besluttet å holde regelmessige kontaktmøter for gjensidig orientering og utveksling av informasjon. Vedtakelsen av lov om betalingssystemer vil medføre at avregnings- og oppgjørsavtaler for verdipapirer får utvidet rettsvern. Dette bidrar til å redusere risikoen i verdipapiroppjøret. Regelverket er nærmere omtalt under «legale rammevilkår» foran.

VPS startet i 1997 arbeidet med et prosjekt for nytt verdipapiroppgjørssystem (VPO). Dette arbeidet ble lagt til side høsten 1998 på grunn av at VPS innledet et samarbeid med verdipapirsentralene i Sverige og Danmark om et felles forprosjekt for utredning av en eventuell felles avregnings- og oppgjørssentral for de tre land (S4). Våren 1999 besluttet styrene i de tre verdipapirsentralene å avslutte prosjektet. VPS har derfor fortsatt å utvikle sine egne systemer.

Et ledd i arbeidet med nytt VPO er å vurdere nye løsninger for pengesiden av oppgjøret. Gjennom arbeidet med nytt VPO og S4 er det utviklet flere forslag. I november 1999 besluttet Norges Bank og VPS å igangsette en felles utredning av hvilke løsninger det skal arbeides videre med og samtidig utrede hvilke tekniske tilpasninger som må gjøres

### **Om overgangen til år 2000 i den finansielle infrastrukturen**

Et moderne betalingssystem er svært avhengig av IT-systemer, som igjen er basert på kontinuerlig tilgang til telekommunikasjon og strømforsyning.

Funksjonsdyktigheten til betalingssystemet er avhengig av at den finansielle infrastrukturen fungerer, og at deltakerne utfører sine oppgaver og innfrir sine forpliktelser som forutsatt. En viktig del av forberedelsene til overgangen til år 2000 i betalingssystemet var derfor gjennom testing og øvelser å forsikre seg om at den tekniske infrastrukturen kunne håndtere tusenårsskiftet, og at aktørene var beredt til i fellesskap å løse eventuelle problemer som kunne oppstå.

I regjeringens plan for håndtering av overgangen til år 2000 var finansiell sektor definert som en av syv kritiske samfunnssektorer. Det primære ansvaret for år 2000-forberedelser lå hos hver enkelt aktør i betalingssystemet. Norges Bank hadde, som følge av sitt ansvar for å bidra til et robust og effektivt betalingssystem, et ansvar for å følge opp forberedelsene til år 2000 i den felles infrastrukturen i betalingssystemet. I den forbindelse etablerte Norges Bank i første halvår 1999 en arbeidsgruppe og et beredskapsorgan med deltakelse fra aktørene i finansiell sektor og Kredittilsynet, og med løpende informasjon til Finansdepartementet.

Arbeidsgruppen for år 2000-beredskap i elektronisk betalingsformidling ble etablert for å skaffe oversikt over og vurdere behovet for ytterligere felles tester, beredskapsplaner og informasjonstiltak i elektronisk betalingsformidling. Arbeidsgruppen avholdt i alt ni møter i perioden fra april til november 1999. Resultatet av dette arbeidet utgjorde et viktig grunnlag for sentralt beredskapsorgan for kontinuitet i den finansielle infrastruktur (kontinuitetsorganet), som ble opprettet i juni

1999 som et nytt operativt beredskapsorgan i betalings-systemet. Kontinuitetsorganet har ansvar for å komme fram til og koordinere tiltak for å løse krisesituasjoner og andre situasjoner som kan resultere i store forstyrrelser i den finansielle infrastruktur. Gjennomføringen av tiltakene baseres på at den enkelte deltaker har beslutningskompetanse på vegne av sin institusjon. I en krisesituasjon skal organet varsle og informere berørte aktører og myndigheter om hvilke problemer som har oppstått og hvilke tiltak som settes i verk for å løse problemene.

Arbeidet i kontinuitetsorganet ble i første omgang rettet mot å håndtere overgangen til år 2000. I tillegg til rutiner for å varsle og håndtere eventuelle problemer i betalingssystemet, ble det etablert særlige rutiner for rapportering om status for overgangen til år 2000 i den finansielle infrastrukturen gjennom nyttårshelgen, uansett om det oppstod problemer eller ikke. Dette innebar statusrapportering til Norges Bank 1-2 ganger daglig 1., 2. og 3. januar 2000. I tillegg var det særlig beredskap og oppfølging av utviklingen internasjonalt i dagene før og etter årsskiftet.

De rapportene som Norges Bank mottok gjennom nyttårshelgen, viste at overgangen til år 2000 ikke medførte større problemer i den finansielle infrastruktur. Kundebetjente betalingstjenester fungerte som normalt i selve nyttårshelgen, og avregnings- og oppgjørssystemene var i normal drift fra første ordinære driftsdag 3. januar 2000. Enkelte mindre driftsproblemer som ble avdekket i nyttårshelgen, ble løst i løpet av kort tid. Et fåtall av disse problemene var direkte relatert til overgangen til år 2000.

Norges Banks oppgjørssystem (NBO) er en sentral del av infrastrukturen i det norske betalingssystemet. Norges Banks systemer hadde i lengre tid vært gjennomgått og testet for å unngå problemer ved overgangen til år 2000. Systemene fungerte som normalt etter årsskiftet.

De grundige forberedelsene og samarbeidet mellom aktørene i den finansielle infrastruktur bidrog i avgjørende grad til at overgangen til år 2000 foregikk uten større problemer.

### **Statens konsernkonto**

Alle statlige inn- og utbetalinger under statens konsernkontoordning ble i 1999 utført av Postbanken, Den norske Bank, Kreditkassen og Sparebanken NOR. Et hovedprinsipp i konsernkontosystemet er at all statlig likviditet skal overføres til statens konti i Norges Bank på daglig basis. Norges Banks rolle i statens konsernkontosystem er definert i avtale med Finansdepartementet. Avtalen inneholder krav på områdene konto-



hold, tilsyn, informasjonsutveksling og effektivisering av statlig betalingsformidling.

Det er nå ca. 1300 statlige oppgjørskonti for inn- eller utbetalinger i Norges Bank. De fleste etatene er nå under konsernkontoordningen, men det vil fortsatt være etater som har fått utsettelse med å gå over til ordningen.

### **Norges Banks distriktsavdelinger – fra myndighetsutøvelse til næringsdrift**

Oppgavene ved Norges Banks distriktsavdelinger har endret seg gjennom tidene. De siste 10-20 årene har endringene vært meget omfattende. For 20 år siden var distriktsavdelingene viktige i gjennomføringen av bank- og kredittpolitikken og distriktspolitikken. Samtidig utførte avdelingene banktjenester for lokal statsforvaltning og for bankene. Disse oppgavene er falt bort. I dag er virksomheten konsentrert om forsyning og behandling av sedler og mynt. Denne virksomheten utføres ved Norges Banks 13 avdelingskontorer i Vardø, Hammerfest, Tromsø, Bodø, Trondheim, Ålesund, Bergen, Stavanger, Kristiansand S, Larvik, Lillehammer, Fredrikstad og Oslo samt ved kassekontoret i Haugesund.

Virksomheten ved distriktsavdelingene har fått mer og mer preg av næringsvirksomhet. Avdelingene utfører oppgaver som alternativt kan utføres i banker og verdiskringsselskaper, og i konkurranse med andre. Samtidig dekker Norges Bank i dag to tredeler av kostnadene ved distriktsavdelingene. Avdelingene har ikke skattekostnader. Dette medfører at det er vanskelig å styre de samlede kostnader på en forsvarlig måte. Samtidig er det en risiko for at banken konkurrerer med andre med et fortrinn som

skyldes at banken dekker en vesentlig del av kostnadene.

Det er derfor en forutsetning for å fortsette med en utstrakt næringsvirksomhet ved avdelingene at en vesentlig del av utgiftene dekkes av inntekter fra andre enn Norges Bank. Det krever at banken priser flere tjenester. Prisene økes på enkelte tjenester som allerede er priset. Samtidig må kostnadene reduseres. Det er avgjørende for bankens satsing på næringsvirksomhet ved avdelingene at banken kan styre priser og kostnader.

Norges Bank har som oppgave å fremme et effektivt betalingssystem. Et ledd i dette arbeidet har blant annet vært å synliggjøre kostnadene i betalingsformidlingen. Det grunnleggende prinsippet er at det enkelte betalingsprodukt må prises slik at det bærer sine egne kostnader. Kostnadsriktige priser er med på å sikre en effektiv utnyttelse av ressursene, ved at forholdene legges til rette for en riktig etterspørsel og at oppgavene utføres av den mest effektive tilbyder. Underprising vil i realiteten innebære en subsidiering.

Et alternativ til å utvikle næringsvirksomhet ved distriktsavdelingene er å rendyrke myndighetsrollen og konsentrere virksomhet om de oppgavene som følger av den.

Norges Bank startet i 1999 et utredningsarbeide med utgangspunkt i veivalgene med sikte på å avklare bankens fremtidige rolle i kontanthåndteringen.

### **Sedler og mynt**

Norges Bank ivaretar både produksjon og behandling av kontanter. Behandlingen skjer ved distriktsavdelingene, og omfatter kvalitetssortering, ekthetskontroll og destruksjon.

Etter fradrag av gebyrer og andre inntekter er Norges Banks netto behandlingskostnader anslått til 160 millioner kroner i 1999, og omfatter om lag 450 årsverk. Se for øvrig egne avsnitt om produksjonsbedriftene og kassevirksomheten i Hovedstyrets regnskapsberetning.

Statistikken for betalingsformidlingen tyder på at giro- og kortbetalinger i økende grad overtar for kontanter. Tabellen viser at verdien av kontanter i omløp har likevel økt på 1990-tallet, men synes nå å flate ut. Sett i forhold til utviklingen i privat konsum har det bare vært en marginal nedgang i perioden 1991-99.

Gjennomsnittsverdien av sedler i sirkulasjon var 40,6 milliarder kroner, noe som bare var 0,2 prosent over gjennomsnittet i 1998. Bankene og posten leverte imidlertid inn 6,2 prosent flere sedler til Norges Bank i 1999 enn året før, og den beløpsmessige veksten ut-

1000-kroneseddelen står fortsatt for den høyeste andelen av seddelomløpet regnet i verdi, selv om det har vært en tydelig nedgang de seneste årene. Det er en vanlig oppfatning at den høye andelen for en stor del har sammenheng med verdioppbevaring.

Årsgjennomsnittet for verdien av mynt i sirkulasjon var 3271 millioner kroner, noe som er en økning på 5,9 prosent i forhold til 1998. 20-kronemynten sto for en vekst på 12 prosent i forhold til verdien året før, og verdien utgjorde ved utgangen av 1999 en andel av mynt i sirkulasjon på 27,7 prosent. På tross av veksten for mynt i sirkulasjon falt inngangen til Norges Bank målt i antall med 6,2 prosent, til 832 millioner mynt i 1999. Målt i verdi var inngangen uendret fra året før. Også for mynt er det vanskelig å trekke konklusjoner om publikums bruk av kontanter ut fra inngangstallene.

Teksttabell 5: Sedler og mynt i omløp

	1991	1993	1995	1997	1998	1999	91-99%- endring
Kontanter i omløp (mrd. kroner)	30,7	33,4	38,4	42,2	43,6	43,8	43%
Privat konsum i Norge (mrd. kroner)	356	390	435	495	524	546	53%
Kontanter i omløp % av privat konsum	8,6%	8,6%	8,8%	8,3%	8,3%	8,0%	

gjorde hele 8,9 prosent. I alt ble det levert inn 525 millioner sedler. Tallene for inngang til Norges Bank blir i stor grad påvirket av endringer i sirkulasjonsmønsteret, herunder hvor hyppig sedlene kommer inn til bankene, og i hvilken grad bankene leverer sedlene til Norges Bank.

De ulike valørenes andel av verdien på sedler i omløp har endret seg betydelig, og tydeligst er nedgangen for 100-kroneseddelen og økningen for valørene 500 og 200 kroner. Norges Bank har stimulert til økt bruk av 200-krone- og 500-kronesedler i minibanker for å redusere antall sedler som må til for å dekke etterspørselen.

Teksttabell 6: Seddelomløpets sammensetning 1995-99. Årsgjennomsnitt i prosent av verdi

	1995	1996	1997	1998	1999
1000-kr	71,2	70,6	69,8	68,6	67,3
500-kr	8,3	9,4	10,6	12,0	13,8
200-kr	2,9	4,8	6,9	9,0	9,7
100-kr	16,0	13,5	11,1	8,6	7,5
50-kr	1,6	1,7	1,6	1,8	1,8
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Teksttabell 7: Myntomløpets sammensetning 1995-99. Årsgjennomsnitt i prosent av verdi.

	1995	1996	1997	1998	1999
20-kr	14,7	19,2	22,3	25,2	26,7
10-kr	37,9	36,7	34,4	33,3	32,0
5-kr	15,5	14,4	14,1	14,2	14,5
1-kr	18,8	17,7	17,6	18,2	18,0
50-øre	5,1	4,8	4,8	4,9	4,8
Annet *)	7,9	7,2	6,8	4,2	4,0
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

\*) 25-, 10-, 5-, 2- og 1-øre som er trukket tilbake fra myntrekken.

Norges Bank samarbeider med Kriminalpolitisen, bankforeningene og Postens sentralledelse for å spre informasjon om beslag av falske sedler og om ekthetskriterier i norske sedler. En etablert meldetjeneste sikrer at informasjon om forfalskninger og andre misligheter spres raskt til Norges Banks distriktsavdelinger, banker og postkontorer og lokalt politi.

## Kap 6. Internasjonalt samarbeid

### Samarbeid med andre sentralbanker

Det eldste formelle samarbeidet mellom sentralbanker skjer i Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS) i Basel, som Norges Bank ble medlem av i 1931. BIS skal støtte opp om samarbeidet mellom sentralbankene, skape nye muligheter for internasjonale finanstransaksjoner og være fullmektig eller agent for internasjonale betalingsforretninger. Internasjonaliseringen av kapital- og finansmarkedene de siste tiårene har gitt BIS en viktigere rolle som organ for konsultasjon og samordning av felles sentralbankinteresser og for overvåkning og informasjon når det gjelder utviklingen i markedene. Ledelsen i Norges Bank deltar regelmessig på møter i Basel for å diskutere internasjonale problemstillinger på sentralbankenes område.

Fra 1. januar 1999 har Den europeiske sentralbanken (ESB) hatt ansvaret for å utforme og gjennomføre pengepolitikken innenfor den monetære unionen i EU. Den økonomiske utviklingen og pengepolitikken i EU gir viktige rammebetingelser for norsk pengepolitikk. Norges Bank søker derfor å holde regelmessig kontakt med ESB og med sentralbanker i EU. Norges Bank deltar i tillegg i ulike EFTA- og EØS-utvalg der spørsmål vedrørende kapitalbevegelser og finansielle tjenester drøftes.

Et ledd i det nordiske samarbeidet er det årlige nordiske sentralbanksjefmøtet, som i 1999 ble holdt i Sverige. Hovedtemaet var finansiell stabilitet.

Norges Bank samarbeider nært med de nordisk-baltiske sentralbankene i saker som gjelder Norges forhold til Det internasjonale valutafondet (IMF). Disse landene hører inn under samme valgkrets i IMF.

Norges Bank deltar daglig i telefonkonferanser med de andre sentralbankene i Europa, Nord-Amerika og Japan. Der utveksles det opplysninger om utviklingen i penge- og valutaforholdene og om eventuelle valutaintervensjoner og rentejusteringer fra sentralbankenes side.

### Kredittavtaler med andre sentralbanker

Norges Bank har swapavtaler med de nordiske sentralbankene og sentralbankene i EU. Avtalene gir Norges Bank tilgang til kreditter til bruk ved intervensjoner for å understøtte valutakursstyringen. Innenfor det nåværende kursregimet har det ikke vært aktuelt å bruke avtalene, men en har likevel vurdert det som ønskelig at avtalene opprettholdes.

Sentralbankene i Danmark, Island, Norge og Sverige inngikk den 1. januar 1999 en ny avtale etter de samme prinsipper og med de samme beløpsgrenser som den tidligere nordiske avtalen. Sentralbankene i Danmark, Norge og Sverige har rett til å trekke et be-

løp tilsvarende 2 milliarder euro, mens beløpet for den islandske sentralbanken er 200 millioner euro. Hver av de deltakende sentralbankene har plikt til å yte valuta-støtte opp til et beløp tilsvarende 1 milliard euro, respektive 100 millioner euro for Sedlabanki Islands. Aktivisering av avtalen forutsetter at egne valutareserver og pengepolitiske tiltak er benyttet i rimelig utstrekning. Løpetiden på eventuelle lån er tre måneder, med mulighet for forlengelse i ytterligere tre måneder. Avtalen løper inntil den blir sagt opp av en av partene.

Bilaterale avtaler mellom Norges Bank og EUs sentralbanker ble inngått med virkning fra 1991. Avtalene har vært fornyet hvert år. Norges Bank tok høsten 1998 opp med ESB muligheten for å inngå en ny swapavtale med ESB til erstatning for de avtalene Norges Bank hadde med de sentralbankene som fra 1. januar 1999 gikk inn i euro-området. ESBs hovedstyre stilte seg positiv til dette, og en avtale ble inngått i desember 1998. Det samlede avtalebeløp var 1535 millioner euro, det vil si det samme som Norges Bank hadde med sentralbankene som gikk inn i euro-området. Avtalen ble fornyet for tolv måneder med virkning fra 1. januar 2000, men beløpet ble av praktiske årsaker avrundet til 1500 millioner euro.

Avtalen bygger på de samme prinsipper som de tidligere bilaterale avtalene. Norges Bank har forpliktet seg til å gjennomføre intervensjoner på en måte som ikke kommer i konflikt med ESBs målsettinger for pengepolitikken og vil samarbeide med ESB i intervensjonspolitikken overfor tredjelands valuta. På samme måte som i den nordiske avtalen legges det til grunn at Norges Bank i rimelig utstrekning har benyttet sine valutareserver og pengepolitiske tiltak før det trekkes på avtalen. Det er en forutsetning at Norges Bank ikke vil trekke på avtalen så lenge kronen flyter mot euro.

Norges Bank inngikk med virkning fra 1. januar 1999 nye bilaterale avtaler med Bank of England og Bank of Greece. Beløpene fra de tidligere avtalene er videreført. Norges Bank har anledning til å trekke valuta tilsvarende 290 millioner euro i Bank of England og 25 millioner euro i Bank of Greece. For øvrig gjelder tilsvarende betingelser som i avtalen med ESB. Avtalene er blitt fornyet for tolv måneder med virkning fra 1. januar 2000.

### IMF-samarbeidet

Det øverste beslutningsorganet i IMF er rådet, der sentralbanksjef Svein Gjedrem er norsk medlem og finansråd Tore Eriksen varamedlem.

Det daglige arbeidet i IMF blir ledet av et styre på 24 medlemmer. De fem nordiske og de tre baltiske landene utgjør en valgkrets med felles representant i styret. I 1999 har Kai Aaen Hansen, Danmark, vært styre-



representant for valgkretsen. Olli-Pekka Lehmuusaari, Finland, har vært stedfortredende styrerepresentant. Fra årsskiftet 2000 har han overtatt som styrerepresentant. Fra samme tidspunkt trådte Åke Törnqvist, Sverige, inn som stedfortredende styrerepresentant.

De nordiske og baltiske landene har også felles representasjon i de to rådgivende organene, Den internasjonale monetære og finansielle komité (IMFC) - tidligere Interimkomiteen - og Utviklingskomiteen, som møtes hvert halvår. Økonomiminister Marianne Jelved, Danmark, har vært valgkretsens representant i IMFC.

De politiske hovedlinjene i IMF-spørsmål er koordinert gjennom Nordisk finansielt utvalg. Dette organet ble gjennom 1999 ledet av assisterende sentralbanksjef Ingimundur Fridriksson, Island. Med virkning fra årsskiftet 2000 er det vedtatt å opprette en koordineringsgruppe på høyt nivå, Den nordisk-baltiske monetære og finansielle komite. Den nye gruppen er en fortsettelse og forsterkning av det nåværende valgkretssamarbeidet. Leder for komiteen er vice-departementsråd Johnny Åkerholm, Finland. De norske representantene er finansråd Tore Eriksen og visesentralbanksjef Jarle Bergo. Stedfortredere er avdelingsdirektør Bjarne

Stakkestad fra Finansdepartementet og internasjonal direktør Anne Berit Christiansen fra Norges Bank.

Danmark hadde i 1999 det daglige koordineringsansvaret i valgkretsen. Denne oppgaven gikk over til Finland fra 1. januar 2000.

### **Interimkomiteens rolle og fremtid**

Interimkomiteens rolle og fremtid har i betydelig grad vært diskutert. Det har blant annet vært lansert et forslag om å etablere et råd med beslutningskompetanse slik statuttene for IMF gir hjemmel for. Komiteen har i dag bare en rådgivende rolle overfor rådet.

Forslagsstillerne var opptatt av at dette ville gi komiteen en sterkere politisk legitimitet. Andre mente at komiteen ikke manglet slik legitimitet, og at en stort sett kunne videreføre dagens ordning. Sistnevnte syn vant fram i denne omgang. På denne bakgrunn nøyde en seg med å endre komiteens navn til Den internasjonale monetære og finansielle komite («International Monetary and Financial Committee - IMFC»). Navnebyttet indikerer at komiteen har fått et noe bredere ansvarsfelt, og det vil kunne styrke komiteens rolle som et rådgivende organ.



## Fattigdomsinitiativet

Under årsmøtet i september var det bred enighet om at fattigdomshensyn skal være et viktigere element i IMF's program- og lånevirkksomhet. Stabene i Valutafondet og Verdensbanken ble oppfordret til å styrke samarbeidet og sammen utarbeide forslag til operasjonelle retningslinjer for dette. Tendensene til overlappende arbeid i institusjonene skal reduseres. IMF skal legge hovedvekten på arbeidet med tradisjonell makroøkonomisk politikk samt strukturtiltak som har stor innvirkning på makroøkonomiske forhold. Verdensbanken skal i betydelig grad bidra med sin mangeårige ervervede kunnskap om fattigdom.

Et sentralt virkemiddel for å styrke fattigdomsorienteringen vil være at hvert enkelt land i stor grad selv skal utforme sin strategi for å motvirke fattigdom. Dette skal sikre at landet føler «eierskap» overfor strategien. IMF og Verdensbanken skal kun assistere medlemslandet med å utforme en i stor grad selvstendig strategi på dette feltet.

Det vil heretter bli lagt større vekt på de sosiale virkningene av den økonomiske politikken i fattige land. Politikken skal etter opplegget gis en sterkere innretning mot økonomisk vekst. Det er imidlertid en forutsetning at dette skal oppnås innenfor de rammer som hensynet til makroøkonomisk stabilitet setter. For å understreke dette har IMF's låneordning for fattige land - Den utvidede strukturtilpasningsordning («Enhanced Structural Adjustment Facility – ESAF») - skiftet navn til Ordningen for fattigdomsbekjempelse og vekst («Poverty Reduction and Growth Facility – PRGF»).

## Modifisert gjeldsstrategi

Etter initiativ fra G7-landene ble det fram mot årsmøtet arbeidet med forslag til endringer i gjeldsinitiativet for hardt gjeldsbelastede fattige land («Highly Indebted Poor Countries - HIPC»). Flere mente at en justering var påkrevet fordi den gjeldende ordningen gav for lite gjeldslette og omfattet en for snever gruppe av land. Det var tidlig bred støtte til behovet for å endre gjeldsinitiativet. Støtten var imidlertid betinget av at det ble funnet en løsning på det økte finansieringsbehovet som fulgte med det utvidede gjeldsinitiativet.

Under årsmøtene i Valutafondet og Verdensbanken ble det enighet om den del av finansieringen som berører IMF. Av et totalt beregnet finansieringsbehov på knappe 4 milliarder SDR vil rundt 40 prosent bli dekket i form av bilaterale bidrag, 45 prosent skaffes til veie gjennom et salg av opp til 14 millioner unser av IMF's gullbeholdning. Det presiseres at dette er en engangsoperasjon knyttet til en spesiell situasjon. To gull-



salg tilsvarende om lag halvparten av det planlagte salg er gjennomført. For ikke å presse gullprisen skjedde salget utenom markedet. Resten finansieres ved at noe av renteinntektene fra IMF's kortsiktige utlån kanaliseres til fordel for gjeldsinitiativet, samt at låneordningen for fattige land slipper å kompensere det ordinære utlånssystem for kostnadene ved å administrere ordningen ut 2004.

### Finansiell arkitektur

Arbeidet med disse spørsmål fortsetter med uforminskert styrke. Det har i særlig grad skjedd fremgang i å utvikle og å overvåke standarder. En viss styrking av datastandarden når det gjelder reserver og eksternt gjeld er gjennomført. Det er videre utviklet «koder» (god praksis) når det gjelder åpenhet om finanspolitiske forhold samt pengepolitikk og spørsmål knyttet til finansmarkedspolitikk. For å stimulere medlemslandene til å gjennomføre standardene vil IMF utarbeide rapporter som vurderer landenes overholdelse av disse.

Valutafondet har videre igangsatt et arbeid med sikte på tidlig å avdekke eventuelle svakheter i medlemslandenes finansielle sektor.

IMF har de senere år gjort en god del for å øke innsynet i organisasjonens virksomhet. Det er nå igangsatt et pilotprosjekt med sikte på å øke innsynet i de vurderinger som IMF gjør av et lands økonomiske politikk (artikkel IV- konsultasjonsrapporter). For å øke gjennomsliktigheten i IMF's overvåkningspolitikk er det videre foretatt en evaluering av en eksternt arbeidsgruppe. Denne gruppens vurdering vil bli gjenstand for nærmere diskusjon i tiden fremover.

Arbeidet med IMF's rolle i liberalisering av kapitalbevegelser fortsetter uten at en har kommet fram til enighet. Det er ulike oppfatninger i styret om hvor mye og hvordan IMF skal fremme kapitalliberalisering i sitt arbeid. Noen legger vekt på at avregulering vil lette medlemslandenes tilgang på finansiering. Andre betoner at dette vil kunne skape risiko for kapitalutgang og forårsake ustabilitet.

Det er fortsatt bred enighet om at den private sektor må innta en sterkere rolle i å forhindre og løse finansielle kriser. Heller ikke på dette punktet er det funnet en konkret og omforent løsning. Det er bred enighet om at også den private sektor må ta sin del av byrden. Meningene er derimot delte om en kun skal oppfordre eller stimulere den private sektor til å gjøre en større innsats, eller om en skal velge en løsningsmodell som inneholder enkelte juridiske forpliktelser. Saken kompliseres av at kreditorsiden er blitt langt mer sammensatt enn tidligere, med mange parter som kan ha svært ulike interesser.



Med virkning fra april 1999 ble det opprettet en beredskapslåneordning (CCL – «Contingency Credit Line») som gir lån med kort løpetid til høyere utlånsrente enn vanlig. Ordningen skal tjene som et forsvar mot hva som anses å være mulige betalingsbalanseproblemer for et land som følge av smitteeffekter fra andre land. Ordningen gjelder for land som i utgangspunktet har en sunn økonomi og en sunn økonomisk politikk. Lån fra ordningen er videre betinget av at landet opprettholder gode samarbeidsrelasjoner med privat sektor og signaliserer villighet til om nødvendig å iverksette forsterkede stabiliseringstiltak. Så langt har ingen land benyttet låneordningen.

Medlemslands valg av valutakursregime har vært gjenstand for diskusjon i IMF's styre, men er foreløpig på et innledende stadium.

IMF etablerte høsten 1999 en midlertidig kortsiktig låneordning for å hjelpe medlemsland som kunne tenkes å få betalingsbalanseproblemer forårsaket av uroligheter i de finansielle markeder ved overgangen til nytt årtusen. Ingen land fikk imidlertid behov for å trekke på ordningen.

## Kap 7. Forskning, statistikk og andre oppgåver

### Forskning og arbeid med økonomiske modeller

Mykje av forskingsarbeidet samlar seg om korleis finansmarknadene verkar og om sambandet mellom desse marknadene og realøkonomien. Gransking av korleis inflasjonsimpulsar kjem i stand, står sentralt. Den makroøkonomiske modellen RIMINI blir utvikla vidare og halden operativ for analysar, mellom anna i samband med den kvartalsvise inflasjonsrapporten. Ein gong i året blir han brukt til å lage framskrivingar fem år framover for norsk økonomi. Modellen blir no også brukt i samband med analysar av finansiell stabilitet i Noreg.

Studia av finansielle samanhengar fell tradisjonelt innanfor fire hovudområde: korleis norske penge- og kapitalmarknader er avhengige av slike marknader i utlandet, verkemåten til valutamarknadene på kort sikt, tilpassinga i finansinstitusjonane og følgjer av asymmetrisk informasjon i kredittmarknadene. Eit viktig forskingsfelt er no studium av porteføljeforvaltning og risikostyring i samarbeid med Marknadsoperasjonsavdelinga og den nyoppretta eininga for Kapitalforvaltning i Noregs Bank.

Forskingsarbeidet er blitt dokumentert etter kvart som det er utført, mellom anna i publikasjonsseriane frå Noregs Bank. I 1999 er 17 arbeid trykte i serien arbeidsnotat, medan tre artiklar frå internasjonale tidskrift er gitt ut i serien reprints.

### Programsystemet TROLL

Bruken av programsystemet TROLL til økonomisk analyse er eit samarbeid mellom Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Noregs Bank. I 1999 blei alt TROLL-arbeidet gjort på personlege datamaskiner og arbeidsstasjonar i nettverk, og arbeidet med å gjere verktøyet brukarvenleg held fram.

### Noregs Banks fond til økonomisk forskning

I 1999 gav fondet 17 bidrag på til saman 179 000 kroner. Det vart gitt 11 bidrag til deltaking på konferansar og 6 bidrag til forskingsopphald i utlandet. Bidraga varierte frå 7000 til 16 000 kroner. I tillegg til dette har ei eiga avdeling i fondet gitt 250 000 kroner i stønad til Senter for pengepolitisk og finansiell forskning.

### Statistikkarbeid og kontrolloppgåver

Statistikkarbeidet i Noregs Bank er i hovudsak avleidd av behovet for relevant og aktuell informasjon som kan liggje til grunn for utøvinga av pengepolitikken, overvakinga av finansmarknader og betalingssystem.

Noregs Bank sette i 1999 i gang eit prosjekt for å gå igjennom statistikkproduksjonen. Målet er å etablere

statistikksystem som oppfyller framtidskrava til kvalitet, aktualitet og ressursbruk. Arbeidet omfattar dels nytt rapportsystem for valutastatistikken, dels gjennomgang av produktspekteret, og nye IT-løysingar. Prosjektet legg til grunn at statistikkarbeidet skal vere retta inn mot bankens eige behov knytt til pengepolitikken og arbeidet med finansiell stabilitet. Statistikkbehov skal vere styrande for utforminga av nye rapporteringssystem. Utviklingsarbeidet vil pågå gjennom år 2000 og 2001.

### Finansstatistikk

Noregs Bank samarbeider nært med Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå og Verdipapirsentralen om datainnhenting og utarbeiding av statistikk for kreditt- og verdipapirmarknaden.

Frå og med 1996 har Noregs Bank stått for arbeidet med å hente inn, kontrollere, tilretteleggje og publisere den mest detaljerte statistikken for bankar, statlege låneinstitutt, finansieringsselskap, kredittføretak og verdipapirfond. Noregs Bank har såleis ansvaret for oppdatering og vedlikehald av den sentrale databasen for bankstatistikk mv., som òg blir brukt av Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå. Det blei i 1999 gjort enkelte endringar i rapporteringskodane for å tilpasse statistikken til den nye rekneskapslova. Statistikken blir gitt ut i publikasjonen «Finansstatistikk». I 1999 blei det publisert 12 hefte med månadsbalansedata; 4 hefte med kvartalsvise resultatrekneskap, oversikt over utlån frå og innskott i finansielle føretak og dei gjennomsnittlege innskotts- og utlånsrentene i desse selskapa; og to hefte med detaljert statistikk basert på endelege årsrekneskap.

Denne primærstatistikken er hovudgrunlaget for dei månadlege indikatorane over kredittutviklinga (kredittindikatorane) og utviklinga i pengemengda, og for utarbeiding av kvartalsvise finansielle sektorbalansar.

Basert på frivillige rapportar frå aktørane utarbeider Noregs Bank statistikk over prisar og utviklingstrekk i betalingsformidlinga. Statistikken blir publisert i den årlege rapporten «Betalingsformidling». Rapporten for 1998 blei gitt ut i mai 1999. I tillegg blei data for prisutviklinga i betalingsformidlinga publisert i eit eige hefte i mars 1999.

Noregs Bank hentar kvart kvartal inn renterapportar frå alle bankar, livsforsikringsselskap, kredittføretak og statlege låneinstitutt. Rapportane gir rente- og provisjonssatsar pr. utgangen av kvartalet for spesifiserte utlåns- og innskottsartar. På grunnlag av desse rapportane utarbeider ein oversikter som viser renteutviklinga for bankane totalt og for kvar av bankgruppene, for livsforsikringsselskapa, for kredittføretaka og for dei statlege låneinstitutta.

## Valutastatistikk

Valutastatistikken gir hovudgrunnlaget for utanriksrekneskapen som Statistisk sentralbyrå publiserer kvar månad. Informasjonsgrunnlaget er faste rapportar om betalningar mellom Noreg og utlandet, dels frå norske bankar, dels frå føretak som har konto i utanlandske bankar eller oppgjersordning med utanlandske selskap.

I overkant av 120 bankar rapporterer dagleg i det elektroniske rapportsystemet for bankrapportar av valutaoppgjer, «BRAVO-systemet». Rundt 20 av dei minste bankane rapporterer månadleg i eit papirbasert opplegg. Ved utgangen av 1999 var det dessutan vel 750 føretak som hadde rapportplikt for rundt 3 100 konti i utanlandske bankar eller oppgjersordningar med utanlandske forretningskontaktar. Rapporteringa skjer i hovudsak månadleg på papir, med unntak av eitt selskap som rapporterer elektronisk. I 1999 har det vore kontakt med eit titals selskap som vurderer å gå over til maskinell rapportering. «Frysperioden» i samband med årtusenskiftet skauv dette arbeidet over i 2000. Noregs Bank hentar òg inn nokre spesialrapportar, mellom anna oversikter over store låneforhold med utlandet (månadleg) og direkte investeringar (årleg).

I 1999 har ein vidareført arbeidet med å sikre kvaliteten på BRAVO-rapportane frå bankane og på føretaka sine rapportar over kontohald i utlandet. Ein har særleg sett på oppfølginga av og kontakten med rapportørane

og på den statistiske bearbeidinga av data i Noregs Bank.

På grunnlag av spørsmål frå Kredittilsynet og behov knytt til arbeid på området finansiell stabilitet i Noregs Bank, er det i 1999 starta opp halvårleg produksjon av statistikk som gjeld konkurranseflater mellom norsk og internasjonal finansnæring. Datagrunnlaget kjem frå valutastatistikk og finansstatistikk, og den nye statistikken krev ikkje ny datainnhenting.

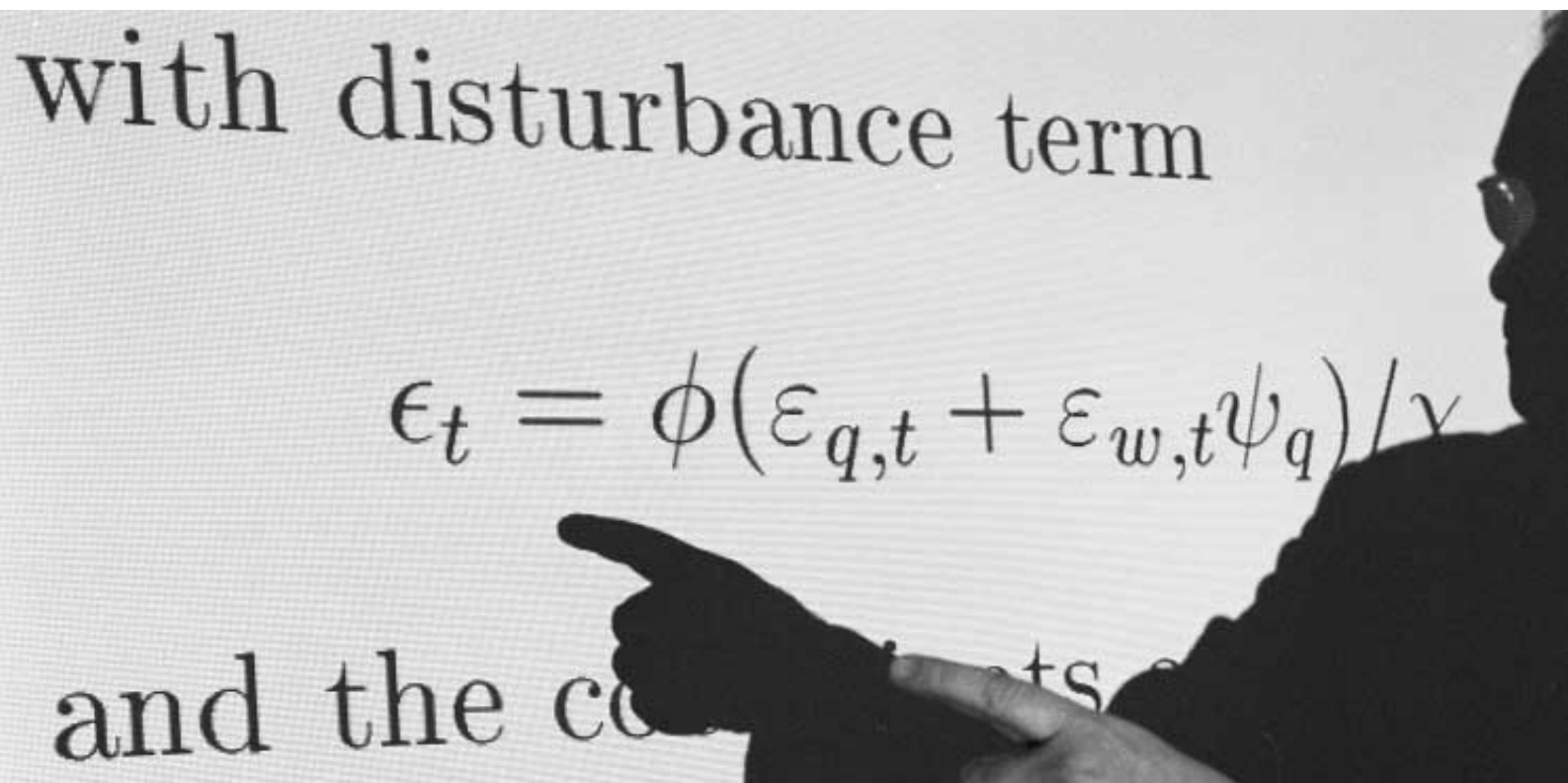
Publisering av månadleg statistikk over fordringar og gjeld overfor utlandet starta opp att i juni 1999 med eit til dels nytt utrekningsopplegg. Som følgje av revisjonar av datagrunnlaget hadde vi eit lengre opphald i publisering av denne statistikken. Dei viktigaste endringane er utvida bruk av tilgjengeleg sektorstatistikk for finanssektoren.

Både statistikken over fordringar og gjeld og kvartalsstatistikken for direkte investeringar er i 1999 lagde inn på Statistikkavdelinga sin publiseringskalender, som ein finn på Noregs Banks internettsider.

## Valutaregulering og -kontroll

Det daglege arbeidet med valutaregulering og valutakontroll blir utført av Noregs Banks avdeling på Lillehammer etter avtale med Statistikkavdelinga ved





hovudkontoret. Dette gjeld mellom anna samarbeidet med andre kontrollstyresmakter og arbeid i samband med FN-vedtak om boikott av andre land. Det er ikkje gjort endringar i Noregs Banks forskrift om valutaregulering i 1999.

Av spesielle saker kan ein nemne følgjande:

- Finansdepartementet bad i brev av 10. juni 1999 om Noregs Banks merknader til utkast til lovregulering av frittstående vekslingskontor. Noregs Bank gav sine merknader i brev av 31. august 1999, og uttrykte der synspunkt i tråd med det banken tidlegare har sagt.

- Ein har følgd opp nokre saker der selskap driv ei form for mellommannsverksemd ved betalingsformidling med utlandet i strid med reglane i kapittel 4 i valutaforskrifta.

Talet på førespurnader frå kontroll- og tilsynsstyresmakter har auka frå 722 i 1998 til 928 i 1999. Det er særleg talet på spørsmål frå ØKOKRIM som har auka, og data frå Noregs Bank er nytta under etterforskinga av fleire straffesaker i løpet av året.

Norske styresmakter har vedteke forskrifter som implementerer FN-sanksjonane om økonomisk boikott av land og/eller landområde i norsk rett. I samband med dette har Finansdepartementet delegert oppgåva som kontroll- og lisensstyresmakt for finansielle trans-

aksjonar til Noregs Bank. I 1999 har Irak, Libya og Den føderale republikken Jugoslavia (FRJ) vore omfatta av FN-sanksjonar.

Nytt i 1999 er at styresmaktene har vedteke lov og forskrifter som òg implementerer EU-vedtak om boikott av Den føderale republikken Jugoslavia i norsk rett. Stortinget vedtok såleis 25. juni lov om særlege tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia. I samband med dette har Finansdepartementet delegert oppgåva som kontroll- og lisensstyresmakt for finansielle transaksjonar til Noregs Bank.

### **Finansielle sektorbalansar**

Noregs Banks databank for kvartalsvise finansielle sektorbalansar (Findatr) blir nytta i bankens modellarbeid, i pengepolitiske utgreiingar og i arbeidet med finansiell stabilitet. Statistikkproduktet Husholdningenes finansregnskap, som byggjer på Findatr, viser mellom anna utviklinga i krav og gjeld hos hushalda.

### **Internasjonal rapportering og samarbeid**

Statistikkrapportar frå Noregs Bank til internasjonale organisasjonar har auka monaleg dei siste åra. Banken rapporterer til BIS, ESB, Eurostat, IMF og OECD.

Hausten 1999 rapporterte banken første gong data

for finansielle sektorbalansar for åra 1995-1998 til Eurostat.

Noregs Bank tek del i fora der utviklinga av internasjonale statistikkstandardar og internasjonal rapportering blir drøfta. Dette skjer mellom anna i Eurostats Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics og i arbeidsgrupper under denne, der Noreg tek del i samsvar med EØS-avtalen.

Noreg slutta seg til IMF's dataspreiingsstandard, SDDS, i 1996. Standarden stiller omfattande krav til statistikkproduksjonen i deltakarlanda når det gjeld dekning, kvalitet, frekvens, aktualitet og tilgang. I 1999 kom det nye krav til statistikk over internasjonale reserver, som frå mars 2000 skal omfatte fleire detaljar og i tillegg ha med framtidige plikter. Det er planlagt at statistikken òg skal gjerast tilgjengeleg på Internett frå IMF.

### Valutaaktiviteten og posisjonsreguleringa i finansinstitusjonane

Noregs Bank har ansvar for dokumentbasert tilsyn med valutaaktiviteten i bankar, finansieringsselskap og kredittføretak. Institusjonane må ha autorisasjon frå Noregs Bank og status som «valutabank» eller «posisjonsregulert finansinstitusjon». Nesten alle forretnings- og sparebankane i Noreg har status som valutabank. Dei fleste driv svært avgrensa valuta- og utlandsaktivitet. Om lag 20-25 valutabankar driv meir utvida valutaaktivitet med eit breiare spekter av valutatenester, og halvparten av desse kan karakteriserast som aktive valutabankar.

Bankar, finansieringsselskap og kredittføretak som har valutaautorisasjon, kan fritt utføre ulike typar finansielle transaksjonar i utlandsk valuta så lenge dei held seg innanfor dei fastsette rammene for valutarisiko. Ingen institusjonar hadde unntak frå denne hovudregelen i 1999.

Noregs Bank fører tilsyn med at rammene blir haldne gjennom rapportane frå institusjonane. Valutaposisjonsrapporten skal som hovudregel sendast inn kvar måned. Noregs Bank har i 1999 registrert tre tilfelle av overskriding av valutaposisjonsrammene.

Finansdepartementet sende 12. april 1999 på høyring ei vurdering av kapitalkrav for valutarisiko og vurdering av posisjonsreguleringa. Noregs Bank uttalte at kapitaldekningsforskrifta for valutarisiko har vore i verksemd i meir enn to år, og at forskrifta etter banken sitt syn har fungert tilfredsstillande. Noregs Bank la òg vekt på at ein med ei utvikling der det er auka internasjonalt fokus på heilskapleg og konsistent styring av risiko i finansinstitusjonane, ikkje kan sjå bort frå at valutaposisjonsreguleringa kan bli overflødig. Noregs

Bank la til grunn at ei slik vurdering burde gjerast av Kredittilsynet, som ein rekna med ville få ansvaret for reguleringa. Finansdepartementet fastsette 15. november 1999 forskrift om endring i kapitaldekningsforskrifta som inkluderer valutaposisjonsreguleringa. Forskrifta trer i kraft 1. april 2000. Kredittilsynet vil då overta ansvaret for valutaposisjonsreguleringa.

### Marknaden for statspapir

Som i dei føregåande åra offentliggjorde Noregs Bank ein auksjonskalender for utlegging av statssertifikat og statsobligasjonar for høvesvis første og andre halvår. Kalenderen gjev datoane for dei emisjonane staten planlegg å halde, men kan fråvikast både ved avlysingar og ved tilleggsemisjonar.

Det blei gjennomført auksjonar av statssertifikat i kvar måned i 1999. Nye tolvmånadssertifikat blei emitterte i januar, april, juli og oktober. Auksjonskalenderen blei fråviken to gonger gjennom året av omsyn til likviditetssituasjonen i banksystemet. Det blei emittert eit sertifikat i juni for å trekkje inn overskottslikviditet i perioden frå juni til november og eit sertifikat i november for å trekkje inn overskottslikviditet fram til mai 2000. Ei oversikt over auksjonerte statssertifikat, auksjonsbeløp og auksjonsrente er gitt i teksttabell 8.

Noregs Bank kjøpte statssertifikat for 3 milliardar kroner ved auksjonane for å ha papir til bruk i marknadspleia, det vil seie kjøp og sal av papir i andrehandsmarknaden. Sentralbanken sine behaldningar i somme statssertifikatlån blei etter kvart så små at banken etterteikna for til saman 2,5 milliardar kroner.

Før det nye handelssystemet ved Oslo Børs blei teke i bruk 6. september 1999, var det berre Noregs Bank som stilte bindande kjøps- og salsprisar i statssertifikat. Etter at det nye handelssystemet blei teke i bruk, er det også nokre andre aktørar som regelbunde stiller bindande prisar i låna.

Ei oversikt over auksjonar i statsobligasjonar er gjengitt i teksttabell 9. Det blei ikkje emittert nye statsobligasjonslån i 1999. Alle emisjonar gjennom året var derfor utvidingar av eksisterande lån.

For å sikre lett omsetjing i andrehandsmarknaden for statsobligasjonar, etablerte Noregs Bank i august 1995 ei ordning med primærhandlarar for dei store statsobligasjonslåna. Etter at Oslo Børs tok i bruk sitt nye handelssystem 6. september 1999, har primærhandlarane stilt bindande kjøps- og salskursar. Frå same tidspunkt blei primærhandlarane sin rett til å inngå gjenkjøpsavtalar i obligasjonar med Noregs Bank i dei låna som er omfatta av primærhandlaravtalen, utvida frå 100 til 200 millionar kroner. Ved utgangen av

1999 var det 7 primærhandlarar (bankar og verdipapirføretak).

Noregs Bank inngjekk 5. juli 1999 ein avtale med Finansdepartementet om statens gjelds- og likviditetsforvaltning. Etter avtalen skal Noregs Bank blant anna gje råd til Finansdepartementet om statsgjeldspolitikken, gjennomføre auksjonar i førstehandsmarknaden for statspapir og gjennomføre tiltak i andrehandsmarknaden med sikte på å sikre statspapira god likviditet.

ment, skal leggjast fram for sentralbanksjefen, som skal uttale seg om saka. Fondet har ikkje fatta slike vedtak sidan 1993, og aktiviteten i fondet har derfor gått monaleg ned dei siste åra. Årsmeldinga til Statens Banksikringsfond gir meir omfattande omtale av verksemda til fondet.

### Samarbeidet med Kredittilsynet

Samarbeidet med Kredittilsynet har følgt det mønstret som er etablert gjennom dei føregåande åra. Noregs Bank er representert i styret i Kredittilsynet med ein observatør. Det er nær og regelbunden kontakt mellom leiinga i dei to institusjonane, der mellom anna gjennomgang av den økonomiske situasjonen og utvik-

Teksttabell 8: Auksjonsresultat for statssertifikat i 1999

Sertifikat	Gjenstående løpetid	Beløp til marknaden pålydande (mill.kr)	Beløp til Noregs Bank pålydande (mill. kr)	Vegd gjennomsnittrente
SS 57*)	07.01.99-15.12.99	3000	500	6,61
SS 57	01.02.99-15.12.99	3000	0	5,83
SS 55	03.03.99-16.06.99	2000	0	6,66
SS 58*)	14.04.99-15.03.00	4000	500	5,14
SS 58	05.05.99-15.03.00	2000	0	5,36
SS 58	09.06.99-15.03.00	2000	0	5,85
SS 59**)**	15.06.99-17.11.99	5000	500	5,94
SS 60*	07.07.99-21.06.00	4000	500	5,85
SS 60	11.08.99-21.06.00	3000	0	6,07
SS 59	08.09.99-17.11.99	4000	0	6,03
SS 61*)	07.10.99-20.09.00	4000	500	5,84
SS 61	04.11.99-20.09.00	5000	0	5,91
SS 62**)**	17.11.99-18.05.00	4000	500	5,88
SS 58	08.12.99-15.03.00	4000	0	5,83

\*) Emisjon av nytt statssertifikat

\*\*\*) Emisjon som ikkje var annonsert i auksjonskalenderen

Teksttabell 9: Auksjonar av statsobligasjonar i 1999

Auksjonsdato	Type emisjon	Statslån	Dato for forfall	Emittert volum til marknaden (mill.kr.)	Til Noregs Bank (mill.kr.)	Totalt utestående (mill.kr.)
Januar	Utvidelse	S468	15.05.2009	3000	0	17000
Mars	Utvidelse	S465	30.11.2004	3000	0	27000
Juni	Utvidelse	S468	15.05.2009	3000	0	20000
September	Utvidelse	S468	15.05.2009	2600	0	23000
November	Utvidelse	S465	30.11.2004	2000	0	29000

### Statens Banksikringsfond

Statens Banksikringsfond blei oppretta ved særskild lov av 15. mars 1991. Noregs Bank oppnemner etter lova ein rådgivar til styret, som møter på styremøta utan røysterett. Sekretariat og forretningsføraroppgåver for fondet er lagde til Noregs Bank. Fondsvedtak om å gi støttelån, stille garantiar, overta aksjar og grunnfundsbevis eller plassere i andre eigenkapitalinstru-

linga i finansinstitusjonane er faste tema. I det løpande arbeidet søkjer ein å nytte spesialkompetanse i dei to institusjonane og å unngå unødige dobbeltarbeid, samstundes som ein legg vekt på å ta vare på dei sjølvstendige rollene og oppgåvene som institusjonane har. Det er gjort nærare greie for samarbeidet i Kredittmeldinga for 1996 (St.meld. nr. 12 1997-98).

### Utlån til fiskeindustrien

Noregs Bank yter driftskreditt til fiskeindustrien etter retningslinjer som Stortinget har fastsett.

Garantiramma var på 50 millionar kroner for 1999. Ved inngangen til 1999 var fire engasjement knytte til ordninga. Disponert kreditt var ved utgangen av 1999 13,2 millionar kroner. Stortinget vil i løpet av 2000 ta stilling til om ordninga skal halde fram. Noregs Bank har i 1999 òg administrert ei ekstraordinær kredittordning retta mot fiskerinæringa. Ordninga er avvikla, men det står att nokre føretak som ikkje har innfridd låna sine.

### Oppgåver for andre offentlege organ

Etter paragraf 17 i sentralbanklova skal Noregs Bank utføre bankforretningar for staten, statsbankar og offentlege fond. Banken utfører forvaltingsoppgåver for 64 offentlege fond og legat på vegner av Finansdepartementet. Sentralbanken tek imot til oppbevaring og forvaltning verdipapir som tilhøyrrer staten og offentlege fond eller er deponerte i samband med statens uteståande krav. I tillegg tek banken imot verdipapir som blir kravd deponerte med heimel i særskild lovgiving, og verdipapir som tilhøyrrer eigne tilsette. Fysisk deponerte verdipapir i Noregs Bank hadde ein verdi på 13,9 milliardar kroner ved utgangen av 1999, medan papir registrerte i Verdipapirsentralen utgjorde 192,3 milliardar kroner i marknadsverdi. Noregs Banks oppgåver for Folketrygdfondet er avgrensa til kontoførfunksjonen i Verdipapirsentralen, inkludert forvaltaroppgjer for verdipapirtransaksjonane til fondet.

### Informasjonsverksemd

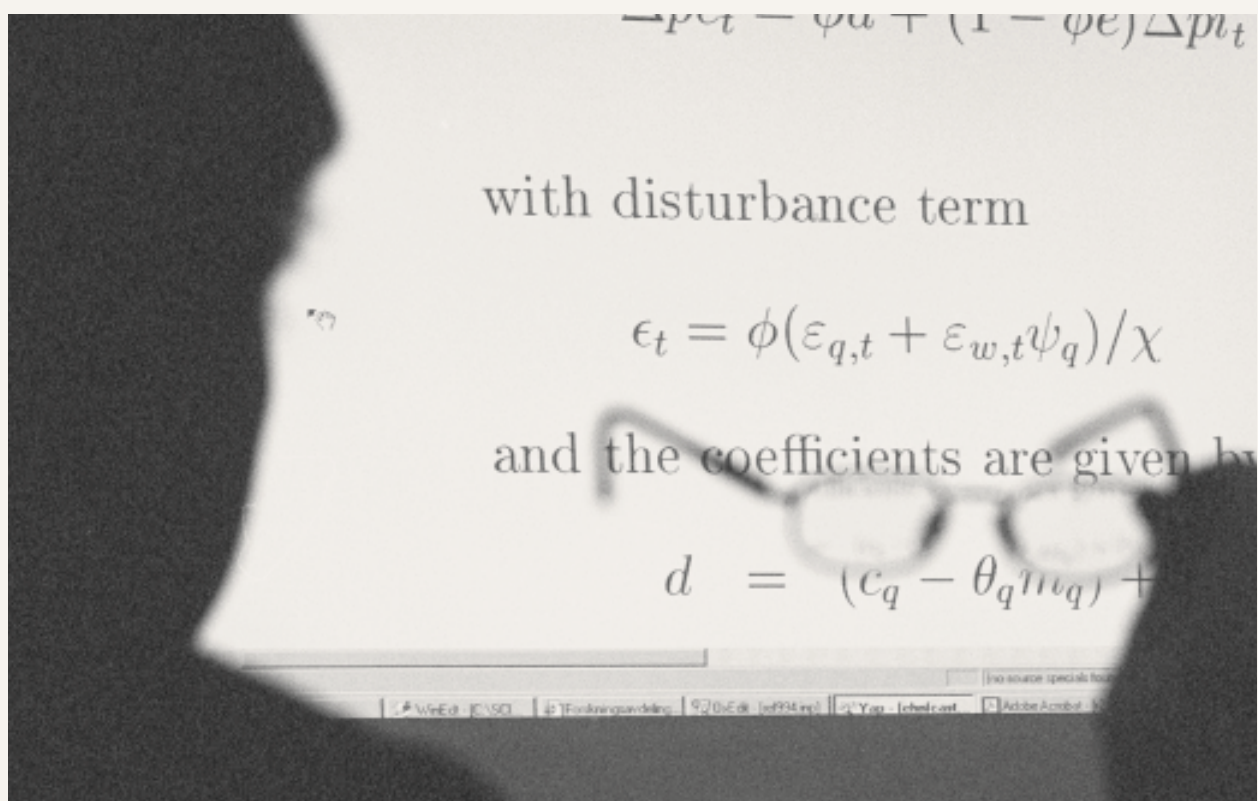
Bruken av internettsidene til Noregs Bank auka jamt gjennom året og kom opp i vel 136 000 treff pr. månad.

Det blei gjennomført 18 pressekonferansar og 4 presseseminar. Fire av pressekonferansane galdt framlegging av inflasjonsrapportane til Noregs Bank, fire galdt framlegging av Noregs Bank Kapitalforvaltning sine kvartalsrapportar, ein galdt ny 500-kronesetel og ein 2000-årsmyntane, medan fem galdt senkingar av dagslåns- og folioenta. Tre pressekonferansar blei haldne etter hovudstyret sine rentemøte. Det blei sendt ut 41 pressemeldingar (36 i 1998).

Noregs Bank gav ut fire nummer av kvartalsskriftet Penger og Kreditt og av den engelske versjonen Economic Bulletin. Av andre publikasjonar blei det gitt ut 12 pressebulletinar, 17 arbeidsnotat om forskings- og utgreiingsprosjekt, 13 rundskriv, 3 reprints og 1 skriftseriehefte i tillegg til Noregs Banks årsmelding/Annual Report.

Banken informerer også gjennom skjermbaserte informasjonssystem, som blir brukte av ei rekkje finansinstitusjonar.

Noregs Bank gav gåver og løyvingar på vel 100 000 kroner til ulike faglege føremål og til tiltak i nærmiljøet rundt banken.







## Hovedstyrets beretning

Etter lov om Norges Bank og pengevesenet av 24. mai 1985 § 5 har hovedstyret den utøvende og rådgivende myndighet. Det leder bankens virksomhet og forvalter dens midler. Etter lovens § 28 skal hovedstyret hvert år utarbeide årsberetning og årsregnskap. Sammensetningen av hovedstyret og representantskapet fremgår av vedlegg B.

Hovedstyret holdt 26 møter i 1999 og behandlet i alt 192 saker. Av disse gjaldt 77 saker sentralbankens eksternt rettede virksomhet. De øvrige 115 var saker av internadministrativ karakter og om bankens egenforvaltning.

Sakene hovedstyret har behandlet spenner over et bredt faglig spekter, med særlig vekt på sentralbankens oppgaver innenfor pengepolitikken, finansiell stabilitet og kapitalforvaltningen. Hovedstyret har som vanlig avgitt uttalelser og tilrådinge om det økonomiske opplegg og pengepolitikken. Videre har hovedstyret behandlet søknader om konsesjoner og godkjenninger, herunder om fusjoner mellom finansinstitusjoner, konsernendringer, kapitalforhøyelser og -nedsettelse og tillatelse til filialetableringer. Det er også avgitt et antall høringsuttalelser. For en nærmere omtale av noen av de sentrale sakene i 1999 vises det til Del I og vedlegg D.

### Pengepolitikken

For å sikre best mulig beslutningsgrunnlag for virkemiddelbruken i pengepolitikken følger hovedstyret utviklingen i norsk og internasjonal økonomi nøye. Hovedstyret setter styringsrentene med sikte på at de grunnleggende økonomiske forutsetningene for stabilitet i kronekursen overfor de europeiske valutaer blir oppfylt. Dette betyr blant annet at en over tid ikke må ha en pris- og kostnadsutvikling som er høyere enn den euro-landene sikter mot. For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

Ved fem anledninger i 1999 traff hovedstyret vedtak om å redusere styringsrentene med 0,5 prosentpoeng, til sammen 2,5 prosentpoeng. For en nærmere omtale vises det til kapittel 2.

Hovedstyret legger for øvrig betydelig vekt på åpenhet og forutsigbarhet i virkemiddelbruken, og fra sommeren 1999 offentliggjøres møteplanen for de månedlige møter hvor hovedstyret drøfter pengepolitikken og virkemiddelbruken. Etter møtene blir det sendt ut pressemelding, uavhengig av om det treffes vedtak om renteendringer eller ikke.

### Finansiell stabilitet

Norges Banks oppgjørssystemer ble i 1999 videreutviklet slik at bankene kan sende enkelttransaksjoner automatisk til oppgjør i Norges Bank. Dette var et viktig ledd i utviklingen av et mer robust oppgjørssystem. Stortinget vedtok i desember 1999 lov om betalingssystemer mv. Loven innebærer at Norges Bank blir konsesjons- og tilsynsmyndighet for interbanksystemer.

Som ledd i arbeidet med å fremme finansiell stabilitet ble det utarbeidet to rapporter med en sammenfattende fremstilling av situasjonen i finansiell sektor og utsiktene framover. Som oppfølging av Smith-kommisjonens rapport om bankkrisen redegjorde Norges Bank i brev til Finansdepartementet for bankens arbeid med finansiell stabilitet. Hovedstyret merker seg at bankene hadde meget gode driftsresultater i 1999, men utviklingen i foretakssektoren tyder på at kredittrisikoen vil kunne øke framover. Det ble utført et omfattende arbeid i finanssektoren og Norges Bank for å forberede overgangen til 2000. Dette bidro til at overgangen foregikk uten større problemer.

### Kapitalforvaltningen

Norges Bank har siden 1998 ansvaret for den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. I tillegg til Statens petroleumsfond forvalter Norges Bank også Statens petroleumsforsikringsfond og valutareservene.

Ved utløpet av 1999 var det plassert 222 milliarder kroner i Petroleumsfondet, og 10 milliarder i Petroleumsforsikringsfondet, se for øvrig kapittel 3.

I 1999 ble det også etablert aksjeforvaltning i egen regi. Mens det meste av plasseringene i rentebærende verdipapirer forestås av egne ansatte, benytter Norges Bank i hovedsak eksterne forvaltere med særskilt ekspertise på de internasjonale aksjemarkedene til å forestå plasseringene i aksjemarkedene. Dette krever at banken har egenkompetanse på aktiv forvaltning for å være i stand til å følge opp de eksterne forvalterne.

I 1999 ble de viktigste funksjonene i kapitalforvaltningen samlet i ett område i Norges Bank. Dette gir en bedre styring og samordning av virksomheten. Ved utgangen av 1999 har området for kapitalforvaltning 79 ansatte.

Opgavens art og omfang gjør kapitalforvaltningen til en meget viktig del av bankens virksomhet. Hovedstyret

følger virksomheten og utviklingen nøye. Det er viktig at forvaltningen preges av høy faglig kompetanse og integritet og med betryggende systemer for kontroll og risikostyring.

Norges Bank har for øvrig redegjort nærmere for forvaltningsvirksomheten i 1999 i en egen årsrapport om forvaltning av Statens petroleumsfond.

### Ressursbruk

Hovedstyret er opptatt av den samlede ressursutnyttelsen i banken. Som i tidligere år har Norges Bank redegjort overfor Finansdepartementet for utviklingen i ressursbruken i banken (jf. brev 2.7.1999 referert i Stortingsmelding nr. 11 for 1999-2000, Kredittmeldinga 1998). Det er også redegjort for den samlede utviklingen i bemanningen i Norges Bank i tabell 9 i del III.

De to produksjonsbedriftene, Norges Banks seddeltrykkeri og Den Kongelige Mynt, hadde størst nedgang i antall ansatte. «Plan for ressursbruk og dimensjonering i Norges Bank 1997-99» er på det nærmeste fullført i samsvar med målsettingen. Kapitalforvaltningen er fortsatt et ekspansjonsområde og har ved inngangen til 2000 en godkjent stillingsramme på 92 faste årsverk. Ved utgangen av 1999 var det 79 ansatte i kapitalforvaltningen, mot 41 i 1998. Dette er også forklaringen til at det samlede antall stillinger i banken viser en mindre økning fra 1998 til 1999.

Skiftende rammebetingelser og endret etterspørsel etter bankens tjenester stiller for øvrig banken overfor nye utfordringer og omstillingsbehov. Hovedstyret er opptatt av at alle deler av banken er omstillingsdyktig i forhold til de utfordringer banken stilles overfor. I håndteringen av kontante betalingsmidler har Norges Bank i 1999 stått foran et veivalg. Valget står mellom å rendyrke bankens myndighetsrolle, slik at Norges Bank bare utfører de oppgaver banken er pålagt å utføre gjennom loven, eller å drive kontanthåndteringen som næringsvirksomhet på forretningsmessige vilkår i konkurranse med andre aktører. Basert på utredninger og vurderinger som er gjort, er valget falt på det siste alternativet. Norges Bank har påbegynt arbeidet med å etablere distriktsavdelingene som resultatenheter, hvor priser på tjenester og produkter baseres på forretningsmessige prinsipper. En nærmere omtale er gitt i kapittel 5 og i hovedstyrets regnskapsberetning.

I desember 1999 ble det vedtatt endringer i sentralbankloven som åpner for at produksjon av sedler og mynt og annen forretningsmessig virksomhet kan skilles ut i egne selskaper. Dette vil i første rekke være aktuelt for produksjonsbedriftene Norges Banks seddeltrykkeri og Den Kongelige Mynt. Det er også adgang til å sette ut produksjon av sedler og mynt til andre. Videre er det klargjort i loven at banken kan delta i arbeidsgiversammenslutninger. Hovedstyret besluttet i møte 12.1.2000 å tilmelde seg NAVO.

Svein Gjedrem

Jarle Bergo

Sigbjørn Johnsen

Sylvi Røssland Sørfonn

Torgeir Høyen

Esther Kostøl

Trond R Reinertsen

Espen Halvorsen  
(ansattes representant)

Sonja Blichfeldt Myhre  
(ansattes representant)



## Hovedstyrets regnskapsberetning for 1999

En hovedoppgave for Norges Bank er utstedelse av sedler og mynt. Dette innebærer at banken alltid vil ha en gjeld som ikke er rentebærende. Motposten vil være at banken har rentebærende fordringer på andre aktører. Seddelmonopolet vil således medføre at et regnskap for en sentralbank, før man tar hensyn til justeringer som følge av endringer i valutakurser og verdipapirpriser, normalt vil vise overskudd (seigniorage). Norges Banks regnskap har videre det spesielle ved seg at resultatet i stor grad er bestemt av den pengepolitikken som har vært gjennomført i regnskapsåret, og ikke ut fra mål om å oppnå et overskudd av en viss størrelse.

For 1999 viser Norges Banks årsresultat et underskudd på 3 115 millioner kroner, mot et overskudd på 23 510 millioner kroner<sup>1)</sup> i 1998.

Dette har sammenheng med endringer i priser på norske og utenlandske verdipapirer som har medført et kurstap i 1999 på 8 155 millioner kroner, mot en gevinst i 1998 på 2 367 millioner kroner. 3 290 millioner kroner av kurstapet på verdipapirer i 1999 skyldes overgang til verdsettelse av verdipapirene til markedsverdi. I tillegg har det vært et kurstap på valuta med i alt 887 millioner kroner i 1999, mot tilsvarende kursgevinst i 1998 på 15 352 millioner kroner.

Fra og med 1.1.1999 er virkelig verdi på gull og verdipapirer lagt til grunn ved regnskapsavslutningen. Til og med 1998 var gull verdsatt til historisk kostpris fra 1973 og verdipapirer verdsatt til den laveste av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelseskost for den samlede porteføljen. Virkningen av prinsippendringen, oppskrivning av gull med 1 790 millioner kroner og av verdipapirer 3 290 millioner kroner, er tilført annen egenkapital. Likeledes er den resultatmessige effekten av prinsippendringen gjennom 1999 disponert mot annen egenkapital, jf. note 21.

Renteinntekter av plasseringer i utlandet utgjør 8 829 millioner kroner, som er 2 005 millioner kroner mindre enn i 1998.

Renter betalt til statskassen var 1 776 millioner kroner, hvorav 311 millioner kroner refererer seg til avkastning på immuniseringsporteføljen<sup>2)</sup>. I 1998 utgjorde totale rentekostnader til statskassen 4 277 millioner kroner.

Til staten vil det etter gjeldende retningslinjer bli overført 10 685 millioner kroner fra overføringsfondet.

### Norges Banks plasseringer i og fordringer på utlandet

Norges Banks fordringer på utlandet består av internasjonale reserver og plassering av Statens petroleumsfond.

#### Internasjonale reserver

Norges Banks internasjonale reserver er sammensatt av valutareserver, gull og fordringer på Det internasjonale valutafondet (IMF). Valutareservene består av plasseringer i rentebærende verdipapirer, gjenkjøps- og gjenkøpsavtaler av verdipapirer i utenlandsk valuta, samt innskudd i internasjonale banker med høy kredittverdighet. Plasseringer foretas i henhold til retningslinjer vedtatt av hovedstyret og forelagt Finansdepartementet. Disse retningslinjene legger begrensninger på blant annet kreditteksponering, renterisiko og valutarisiko.

Norges Banks internasjonale reserver er delt opp i ulike hovedporteføljer avhengig av formålet de skal ivareta. Likviditetsporteføljen benyttes i den løpende valutakursstyringen og til å påvirke likviditeten og renteforholdene i det norske pengemarkedet. Den langsiktige porteføljen skal også kunne være tilgjengelig for intervensjonsformål, men skal i tillegg plasseres med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor gitte retningslinjer. Immuniseringsporteføljen koordineres med statens valutagjeld, slik at rente- og valutakursrisikoen samlet blir minst mulig.

Petroleumsbufferporteføljen bygges opp kvartalsvis med sikte på overføring til Statens petroleumsfond. Midlene overføres med minst mulig transaksjonskostnader. Denne delporteføljen inneholder derfor futureskontrakter på utenlandske aksjeindekser i tillegg til rentebærende verdipapirer. Alle delporteføljene skal være disponible for pengepolitiske formål ved behov.

#### Størrelsen på og sammensetningen av de internasjonale reservene

Pr. 31.12.1999 utgjorde de internasjonale reservene 167 187<sup>3)</sup> millioner kroner. Av dette utgjorde valutareservene 153 464 millioner kroner. Fordelingen av internasjonale reserver på de enkelte hovedporteføljer fremgår av tabell 1. I tabellen oppgis verdien av futures- og terminkontrakter som løper over årsskiftet. Fordeling av valutareservene på instrumenter fremgår av note 2 til regnskapet.

1) Overskuddet for 1998 ville, dersom markedsverdier var lagt til grunn ved regnskapsavslutningen, vært 25 755 millioner kroner

2) Immuniseringsporteføljen er koordinert med statens utenlandsgjeld for å eliminere kurs- og renterisiko. Utenlandsgjelden uttrykt i norske kroner inngår i statskassens foliokonto.

3) Internasjonale reserver i balanseoppstillingen, hensyntatt gjenkjøpsavtaler og innlån utlandet inklusive påløpt rentekostnad.

**Tabell 1. Sammensetningen av internasjonale reserver pr. 31.12.1999 og 31.12.1998 etter markedsverdier og løpende finansielle instrumenter, i millioner kroner**

	Valutareserver				Valuta- reserver totalt	Gull IMF	Internasjo- nale reserver totalt 1999	Inter- nasjonale reserver totalt 1998
	Likviditets- porteføljen	Langsiktig portefølje	Immunise rings- portefølje	Petrobuffer- porteføljen				
Sum internasjonale reserver	37 570	94 564	7 417	13 913	153 464	13 723	167 187	146 778
Rentefutures kjøpt	208	3 701			3 909			
Aksjefutures kjøpt				4 658	4 658			
Valuta solgt på termin	7 737				7 737			

Den prosentvise valutaforordelingen av Norges Banks valutareserver ved utgangen av 1999 og 1998 er vist i tabell 2.

**Tabell 2. Prosentvis valutaforordeling av valutareservene**

Valuta	1999	1998
US dollar	27,2	20,3
Kanadiske dollar	1,3	1,9
Japanske yen	12,9	13,7
Tyske mark	-	27,8
Britiske pund	13,0	11,6
Franske franc	-	5,0
ECU	-	7,3
Italienske lire	-	8,1
Øvrige valutaer	3,3	4,3
EURO	42,3	-
Totalt	100,0	100,0

**Endring i valutareservenes verdi**

Ved utgangen av 1998 utgjorde valutareservene<sup>4)</sup> 130,7 milliarder kroner. I løpet av 1999 har valutareservene økt med 22,7 milliarder kroner til 153,4 milliarder kroner. Tabell 3 viser at økningen i hovedsak kan tilskrives at valutakjøpene til Statens petroleumsfond, herunder kjøpene fra Statens direkte engasjement i oljesektoren (SDØE), har oversteget overføringene til Petroleumsfondet. Dette har sammenheng med at an-

slagene for overføringene til Petroleumsfondet ble nedjustert mot slutten av 1999, samtidig som valutakjøpene ble økt for å forberede større overføringer i 2000. Tabell 3 viser endringen i valutareservene splittet på hovedposter.

<sup>4)</sup>Internasjonale reserver fratrukket gull, fordringer på IMF.

**Tabell 3. Endring i valutareservene i løpet av 1999 i milliarder kroner**

Tall i milliarder kroner	Endring 1999	Beholdninger
Valutareserver til markedsverdi 31.12.1998		130,7
Valutakjøp petroleumsfondet	11,2	
Valutakjøp Statens direkte økonomiske engasjement i oljesektoren (SDØE)	28,2	
Intervensjoner	-	
Overføring til Statens petroleumsfond	-24,5	
Valutakjøp for likviditetstilførsel til publikum ved tusenårsskiftet	7,7	
Reduksjon av Statens utenlandsgjeld	- 0,4	
Endring IMF	1,7	
Avkastning	-1,2	22,7
Valutareserver til markedsverdi pr 31.12.1999		153,4

**Avkastning på de internasjonale reservene**

Målt i norske kroner består den samlede avkastningen på reservene av løpende renteinntekter, prisendringer på verdipapirbeholdningen og endring i valutakurser overfor norske kroner.

I hovedsak som følge av at norske kroner har styrket seg mot euro, som utgjør mer enn 40% av porteføljen, viser regnskapet totalt et valutakurstap på internasjonale reserver på 950 millioner kroner i 1999. Dette valutakurstapet har ingen betydning for reservenes internasjonale kjøpekraft.

En økning i obligasjonsrentene i de fleste internasjonale markeder har gitt kurstap på verdipapirer<sup>5)</sup> med 7 478 millioner kroner i 1999 mot en gevinst i 1998 på 4 780 millioner kroner.

Renteinntektene på internasjonale reserver beløper seg i 1999 til 8 100 millioner kroner, mot

10 476 millioner kroner i 1998. Endringen er hovedsakelig forårsaket av at obligasjonene har hatt generelt lavere kupongrente i 1999 enn i 1998.

**Tabell 4. Avkastning på de internasjonale reservene i millioner kroner i 1999 og 1998, markedsverdier**

	Valutareserver					Gull IMF	Internasjo- nale reserver totalt 1999	Inter- nasjonale reserver totalt 1998
	Likviditets- porteføljen	Langsiktig portefølje	Immunise rings- portefølje	Petrobuffer- porteføljen	Valuta- reserver totalt			
Valutakurs- og gullregu- leringer	-736	-604	-180	171	-1 349	535	-814	15 361
Kursregu- lering på verdipapirer	-878	-6 652	-231	283	-7 478	0	-7 478	4 780
Løpende renteinntekt	1 591	5 450	377	177	7 595	505	8 100	10 476
Sum	- 23	-1 806	-34	631	-1 232	1 040	- 192	30 617

5)En slik sammenheng finnes fordi økt rente gjør verdien av fremtidige kontantstrømmer lavere.

## Statens petroleumsfond

Norges Bank ivaretar den operative forvaltning av Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. Statens petroleumsfond er plassert på egen konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank plasserer disse midlene særskilt i bankens navn i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Forvaltningen i 1999 har vært i henhold til forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond fastsatt med hjemmel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond § 7.

Petroleumsfondet hadde ved utgangen av 1998 en markedsverdi på 171 786 millioner kroner. I løpet av 1999 ble det overført ytterligere 24 500 millioner kroner, fordelt med 8 000 millioner kroner 30. juni, 13 500 millioner kroner 30. september, og 3 000 millioner kroner 30. november 1999. Sammen med avkastning på midlene gir dette en markedsverdi på 222 278 millioner kroner ved utgangen av 1999.

Utviklingen i sammensetningen av Statens petroleumsfond gjennom 1999 med sammenligningstall for 31.12.1998 fremgår av tabell 5.

Ved utgangen av 1999 er om lag 3/4 av aksjeporteføljen plassert hos eksterne forvaltere som er pålagt å følge en indekseringsstrategi. Denne delen av porteføljen har hatt nesten samme sammensetning som referan-

seporteføljen og har også gitt nærmest tilsvarende avkastning. Fra slutten av 1998 og i første halvdel av 1999 er også en del av aksjeporteføljen plassert hos fem eksterne forvaltere med mandat å følge såkalte aktive strategier. Disse oppnådde samlet meget god avkastning i forhold til sine referanseporteføljer, noe som bidrog til at avkastningen for Petroleumsfondet ble høyere enn avkastningen på referanseporteføljen definert av Finansdepartementet.

Nærmest hele obligasjonsporteføljen har blitt forvaltet internt i Norges Bank. Faktisk portefølje har ligget nær referanseporteføljen.

Målt etter markedsverdier var avkastningen på Statens petroleumsfond i 1999 på 30 134 millioner kroner. Herav skriver 2 630 millioner kroner seg fra valutakursgevinster som følge av at den norske krone har svekket seg mot de fleste andre investeringsvalutaer enn euro gjennom 1999. Styrkingen mot euro betyr mindre i Petroleumsfondet enn i valutareservene fordi en mindre andel av Petroleumsfondets portefølje er plassert i euro. Valutakursgevinsten medfører ingen endring i fondets internasjonale kjøpekraft. Petroleumsfondet hadde i 1999 en verdipapirgevinst på 19 813 millioner kroner som inkluderer urealiserte gevinster med 17 337 millioner kroner ved utgangen av 1999.

**Tabell 5. Sammensetningen av Statens petroleumsfond pr. kvartal i millioner kroner, markedsverdier, hensyntatt påløpt forvaltningsgodtgjørelse.**

	31.12.98	31.03.99	30.06.99	30.09.99	31.12.99
Aksjeporteføljen	69 531	68 705	73 463	80 260	93 120
Obligasjonsporteføljen	102 255	103 371	109 268	119 255	129 158
Totalt	171 786	172 076	182 731	199 515	222 278

**Tabell 6. Valutafordeling av Statens petroleumsfond**

Valuta	1999 i %	1998 i %
US dollar	28,0	28,1
Kanadiske dollar	1,7	1,6
Japanske yen	17,7	17,4
Andre val. Asia/Oceania	2,5	2,5
Tyske mark	-	12,0
Britisk pund	11,7	10,1
Franske franc	-	6,3
Italienske lire	-	5,3
Andre valutaer i Europa	4,9	16,7
Euro	33,5	-
Sum	100,0	100,0

## Garantier i forbindelse med lån til Brasil

Høsten 1998 ble det i regi av Det internasjonale valutafondet (IMF) etablert et finansielt støtteprogram på 41,45 milliarder USD for Brasil. Den internasjonale oppgjørskontoret (BIS) var blant långiverne.

Finansieringen fra BIS forutsatte at blant andre Norges Bank stilte garanti for beløpet. Norges Banks andel av garantien er 50 millioner USD. Banken kan ikke stille en slik garanti uten at det foreligger en korresponderende statsgaranti. I juni 1999 fikk

Finansdepartementet fullmakt til å øke garantibeløpet til 52 millioner USD for å dekke Norges Banks forholdsmessige andel av eventuelle ubetalte renter.

## Bruk av NAB (New Arrangements to Borrow)

Under låneordningen NAB kan Valutafondet på visse vilkår låne fra sentralbankene i 25 land, herunder Norge, for å styrke sine finansielle ressurser som fondet kan anvende for å bistå land ved systemkriser. Ordningen, som trådte i kraft 17. november 1998, ble benyttet i forbindelse med støtteprogrammet til Brasil. NAB-deltakerne stilte en samlet ramme på 9 117 millioner SDR til disposisjon for Valutafondet. Det var en forståelse mellom NAB-landene og Pengefondets ledelse om at lånene skulle være midlertidige i påvente av at medlemslandene skulle innbetale den vedtatte kvoteøkningen i Valutafondet. Kun om lag en tredel av totalrammen ble utnyttet før IMF tilbakebetalte NAB-kreditorne i mars 1999.

## Norske statssertifikater og statsobligasjoner

Alle beholdnings- og omsetningstall i dette avsnitt er oppgitt i nominelle verdier. Regnskapsmessige verdier fremkommer i note 8.

Norges Banks beholdning av norske verdipapirer består av omsettelige sertifikater og obligasjoner utstedt av den norske stat. Beholdningene av statssertifikater benyttes til å drive markedspleie ved kjøp og salg av statssertifikater i annenhåndsmarkedet.

I annenhåndsmarkedet for statssertifikater kjøpte Norges Bank netto statssertifikater for pålydende 1,3 milliarder kroner. I førstehåndsmarkedet kjøpte Norges Bank for 3 milliarder kroner. Da Norges Banks beholdninger av enkelte statssertifikater ble vesentlig redusert gjennom salg i annenhåndsmarkedet, ettertegnet Norges Bank statssertifikater for 2,5 milliarder kroner.

Markedspleien i statsobligasjonene utføres av primærhandlere som etter avtale med Norges Bank stiller indikative kjøps- og salgskurser i de fem mest omsatte statsobligasjonslånene. Primærhandlerne har rett til å låne obligasjoner av Norges Bank. Låneordningen innebærer at primærhandlerne kan kjøpe statsobligasjoner med en avtale om å selge disse tilbake (gjensalg-avtale). Norges Banks beholdning av statsobligasjoner danner grunnlag for låneordningen. I forbindelse med

at låneordningen ble utvidet da det nye handlesystemet ble tatt i bruk ved Oslo Børs 6. september 1999, ettertegnet Norges Bank statsobligasjoner for pålydende 1,3 milliarder kroner.

## Engasjement overfor norske banker

### Innskudd med fast rente (F-innskudd)

Norges Bank har i 1999 lagt ut til sammen 24 F-innskudd. Ved en anledning ble deler av et F-innskudd kjøpt tilbake. Løpetiden for F-innskuddene varierte fra 2 til 7 dager. Renten på alle F-innskuddene ble fastsatt ved ordinær auksjon. Daglig gjennomsnittlig F-innskudd utgjorde 1,7 milliarder kroner i 1999, mot 7 milliarder kroner året før. Norges Bank har ikke lagt ut F-innskudd etter 16. november 1999.

### Døgnlån (D-lån)

Bankenes D-lån er delt opp i D-lån gjennom dagen (intradaglån) og D-lån over natten. D-lån over natten er identisk med tidligere dagslån. Norges Bank krever sikkerhet for bankenes D-lån. Sikkerheten skal minst tilsvare 100 prosent av lånebeløpet. D-lån over natten er i tillegg begrenset av lånerammen som fastsettes for hver halvmånedens låneperiode. Lånerammen er fastsatt som en viss prosentsats av beregningsgrunnlaget, som er bankens forvaltningskapital fratrukket D-lånsgjeld til Norges Bank. Det beregnes ikke rente eller gebyrer for D-lån gjennom dagen.

1. september 1999 ble antallet verdipapirer som kan godkjennes som sikkerhet for lån i Norges Bank utvidet med norske og utenlandske private rentebærende papirer. Etter innføringen av F-lån med sikkerhet stilles nå de samme verdipapirene som sikkerhet for D-lån og F-lån i Norges Bank. I likhet med året før ble D-lån over natten lite benyttet.

### E-lån

I forbindelse med innføringen av kontinuerlig oppgjør for bankene i 1997 ble det samtidig innført en ekstraordinær låneadgang gjennom dagen for banker og filialer, E-lån, for å sikre gjennomføringen av særskilte betalingsoppgjør fastsatt av Norges Bank. E-lån kan ytes til uttak av kontanter, til verdipapiroppgjørene inklusive NOS-oppgjørene, til NICS/masseavregningen og til valutahandler med Norges Bank. Før innføring av sikkerhet for F-lån med virkning fra 1. september 1999 kunne E-lån også ytes til forfall av F-lån. Lånene gis uten sikkerhet og belastes med et gebyr som motiverer bankene til å unngå å trekke på låneordningen. Det er en forutsetning at lånene skal dekkes inn samme dag. Beregningsgrunnlaget er det samme som for F-lån. Norges Bank fastsetter en samlet låneramme som en prosentandel av beregningsgrunnlaget.

Etter en opptrappingsperiode ved oppstart av det nye oppgjørssystemet, ble gebyret endret til full sats, 0,05 prosent av låneopptak, med virkning fra 8. desem-



ber 1998. Full sats tilsvarer den rente en bank blir belastet ved overskridelse av bankens D-lånsramme over natten.

Det ble innvilget totalt 47 E-lån i 1999. Totalt beløp var i underkant av 1,4 milliarder kroner.

### Lån til bankene (gjenkjøpsavtaler, F-lån og valuta-swapper)

Frem til innføringen av F-lån med sikkerhet 1. september 1999, tilførte Norges Bank hovedsakelig likviditet gjennom gjenkjøpsavtaler. Norges Bank inngikk 41 gjenkjøpsavtaler med en løpetid på mellom 2 dager og 2 uker. Renten på gjenkjøpsavtalene ble fastsatt ved hollandsk auksjon. Gjennomsnittlig utestående gjenkjøpsavtaler var 2,3 milliarder kroner i 1999, mot 1,7 milliarder kroner året før.

Gjenkjøpsavtaler gav i perioder ikke tilstrekkelig likviditetstilførsel. I perioden 1. januar til 31. august auksjonerte Norges Bank derfor 36 F-lån uten sikkerhet. Disse lånene hadde gjennomgående relativt kort løpetid, fra 1 til 5 dager. Renten ble fastsatt som et påslag over renter på siste gjenkjøpsavtale. Påslaget var 50 basispunkter fram til slutten av april, og deretter var påslaget 60 basispunkter. Påslaget, og økningen i påslaget, ble begrunnet i at Norges Bank ønsket at bankene skulle ha incentiv til å by på gjenkjøpsavtalene fremfor de usikrede F-lånene.

Etter innføringen av F-lån med sikkerhet fra 1. september 1999 har Norges Bank i hovedsak tilført likviditet gjennom F-lån. Fra 1. september og ut året har Norges Bank gitt 25 F-lån med en løpetid fra 1 dag til 3 uker. Det lengste lånet ble gitt som et ledd i Norges Banks tilførsel av likviditet over årtusenskiftet. Hoveddelen av lånene hadde en løpetid på mellom 2 og 5 dager. Renten på F-lån med sikkerhet blir fastsatt gjennom amerikansk auksjon. Daglig gjennomsnittlig F-lån (både lån med og uten sikkerhet) i 1999 var 4,4 milliarder kroner, mot 1,2 milliarder kroner året før. I tillegg til F-lån og gjenkjøpsavtaler, benyttet Norges Bank også valutabytteavtaler for å tilføre markedet likviditet. Det ble inngått tre valutabytteavtaler i andre kvartal og en valutabytteavtale i forbindelse med årtusenskiftet.

For å forebygge eventuelle likviditetsproblemer i for-

bindelse med tusenårsskiftet, auksjonerte Norges Bank ut to F-lån med sikkerhet. I tillegg tilførte Norges Bank likviditet gjennom valutabytteavtaler. Dette resulterte i at banksektorens samlede folioinnskudd i Norges Bank var på 33,3 milliarder kroner. Dette tilsvarte bankenes samlede lån i form av F-lån og utestående valutabytteavtaler med Norges Bank. Den betydelige likviditetstilførselen bidro til å dempe oppgangen i de korte pengemarkedsrentene som fulgte av usikkerheten rundt årsskiftet.

### Produksjonsbedriftene Norges Banks Seddeltrykkeri (NBS) og Den Kongelige Mynt (DKM)

Norges Banks to produksjonsbedrifter NBS og DKM har som primær oppgave å utvikle og produsere norske sedler og norsk mynt. I tillegg produseres det produkter på forretningsmessig grunnlag. Produksjonsbedriftenes samlede driftskostnader (eksklusive felleskostnader og avskrivninger) er 151,7 millioner kroner i 1999, hvorav 64,8 millioner kroner er knyttet til forretningsvirksomheten. Samlet er omsetningen på forretningsområdet 76,9 millioner kroner, som har gitt et positivt resultat etter felleskostnader og avskrivninger på 3,2 millioner kroner i 1999. Det henvises til note 13 som viser driftsinntekter, driftskostnader og resultat.

Den nye 500-kroneseddelen ble introdusert i juni 1999. Seddelen er utviklet med en optisk variabel stripe på seddelens forside som gir den større sikkerhet mot forfalskning.

Produksjonsprognosen for mynt er synkende, mens den er relativt stabil for sedler.

### Den Kongelige Mynt (DKM)

Det er i 1999 levert 129,7 millioner mynter.

Utsiftingen av 1-krone og 5-kronemyntene er nå i hovedsak gjennomført. Produksjon av 20-kronemynt har vært høy. Dette skyldes blant annet preging av 20-kronemynt med motiv Akershus Festnings 700-årsjubileum.

Forretningsaktiviteten har vært betydelig og det er blant annet levert 111.000 sølvmedaljer. I tillegg er det produsert 7.500 gull- og 50.000 sølvmynter i tilknytning til 2000-årsfeiringen.

**Tabell 7. Produksjonstall ved DKM for sirkulasjonsmynt**

	1999	1998
Rondeller	580 tonn	1 156 tonn
20-kronemynt	6,2 mill. stk	5,0 mill. stk
10-kronemynt	1,1 mill. stk	1,1 mill. stk
5-kronemynt-gammel utgave	-	2,0 mill. stk
5-kronemynt-ny utgave	24,3 mill. stk	45,7 mill. stk
1-kronemynt-ny utgave	78,8 mill. stk	135,3 mill. stk
50-øremynt-ny utgave	25,3 mill. stk	29,6 mill. stk

## Norges Banks Seddeltrykkeri (NBS)

Det har vært stor etterspørsel etter sedler i 1999.

Volumet ble påvirket av trykking av første opplag av ny 500-kroneseddel på 22 millioner sedler. Bruken av 100-kroneseddel har gått ned og produksjonen er redusert tilsvarende. Utvikling og design av ny 1000-kroneseddel er startet. Seddelen, som er den siste i seddelutgave VII, planlegges utgitt i 2001.

NBS har i samarbeid med Justisdepartementet utviklet et nytt passsystem med sentralisert innlegging av personopplysninger. NBS fikk kontrakt på prøveprosjekt på 130.000 pass. Kontrakten vil løpe utover i 2000. Det er i tillegg levert 387.900 vanlige passformulærer. Frimerkeproduksjonen er ytterligere redusert og vil være avvirket mot midten av 2000.

## Minnemynter

FN-mynten utgis etter avtale av 10. februar 1995 mellom Norges Bank, FN og British Royal Mint (BRM). Myntene inngår i et verdensomspennende program som markedsføres av BRM. Produksjon av myntene skjer ved Den Kongelige Mynt på bestilling fra BRM. Prosjektet vil avsluttes i 2000. Overskudd fra Norges Banks aktiviteter i dette programmet overføres til Finansdepartementet.

Som en markering av tusenårsskiftet ble det den 1. september 1999 utgitt en minnemynt i sølv. Mynten utgis i proof-kvalitet i et opplag på 50 000, er pålydende 100 kroner og er tvunget betalingsmiddel. Produksjonen av myntene skjer ved Den Kongelige

**Tabell 8. Produksjonstall for norske sedler, frimerker og norske reisepass i 1999 og 1998 (1 pakke=500 sedler)**

	1999	1998
1000-kronesedler	13 000 pakker	6 000 pakker
500-kronesedler	43 700 pakker	17 000 pakker
200-kronesedler	44 300 pakker	52 000 pakker
100-kronesedler	33 800 pakker	44 000 pakker
50-kronesedler	38 400 pakker	45 200 pakke
Norske reisepass	387 900 stk.	537 000 stk.
Personaliserte pass	68 590 stk.	-
Norske frimerker	151 646 000 stk.	234 341 000 stk.
herav –stålstikk	38 682 500 stk.	54 376 000 stk.
–offset	98 035 500 stk.	152 169 000 stk.
–frimerker i hefter	14 928 000 stk.	27 796 000 stk.

## Kassevirksomheten

Bruttokostnader for behandling og distribusjon av sedler og mynt ved Norges Banks 14 distriktsavdelinger utgjorde ca. 284 millioner kroner inklusive avskrivninger (eksklusive andel av sentrale kostnader ved hovedkontoret) i 1999. Med inntekter på ca. 102 millioner kroner, var nettokostnadene ved denne virksomheten i 1999 ca. 182 millioner kroner.

## Tilbaketrekking av sedler og mynt

Etter forskrift kunngjort i Norsk Lovtidende 13. juli 1998 er følgende sedler og mynter ikke lenger gyldig betalingsmiddel i Norge etter 13. juli 1999:

Sedler av 3. utgave, produsert i årene 1945-1954, og 4. utgave produsert i årene 1949 til 1976, alle valører og 10- 50- og 100 kronesedler av 5. utgave produsert i årene 1962 til 1985, samt skillemyntsedler fra 2. verdenskrig i valørene 1- og 2-kroner.

Den gamle 5-kronemynten ble trukket tilbake som tvunget betalingsmiddel ved kunngjøring 9. juli 1999. Gamle 5-kronemynter kan innløses i Norges Bank frem til 9. juli 2010.

Mynt. Overskuddet av Norges Banks aktiviteter i dette programmet overføres Finansdepartementet.

## Forretningsområdet

Forretningsområdet innenfor kassevirksomheten består av tjenester utført for banker og postverket basert på prinsippet om full kostnadsdekning. Tjenestene består blant annet av bedriftsoppgjør, myntsortering og fylling av minibankkassetter med oppgjør samt pakking av sedler og mynt til postkontorer og bankfilialer.

Inntektene på forretningsområdet i 1999 var 49 millioner kroner, mot 41 millioner kroner i 1998, en økning på 19,5%.

## Andre inntekter på kasseområdet

Inntekter ved salg av mynt i rull og sedler i minibankkvalitet utgjorde i 1999 henholdsvis 19 millioner kroner og 24 millioner kroner. Tilsvarende tall for 1998 var for mynt i rull 20 millioner kroner og for sedler av minibankkvalitet 20 millioner kroner.

## Bankens administrasjon

### Personalet

Ved utgangen av 1999 var det totalt 1154 fast ansatte og engasjementer i Norges Bank. Dette er en reduksjon med 11 stillinger i forhold til utgangen av 1998. Tabell 9 viser fordelingen mellom heltidsstillinger, deltidsstillinger og engasjementer fordelt på bankens hovedområder.

I 1999 var sykefraværet 6,2% av det totale antall arbeidsdager. I 1998 var sykefraværet totalt 5,8%.

Norges Bank har ubetydelige påvirkninger av ytre miljø i form av forurensninger utover godkjente grenser. Utslipp av metaller ved myntproduksjonen ved DKM skjer til kommunalt renseanlegg. Utslipet skjer innenfor utslippstillatelse, med unntak for nikkel hvor

**Tabell 9. Antall ansatte ved Norges Bank 31.12.**

	Fast ansatte				Engasjementer		Totalt	
	Heltid		Deltid		1999	1998	1999	1998
	1999	1998	1999	1998				
Hovedkontoret	565	550	81	79	11	10	657	639
Avdelingene utenfor Oslo	296	298	69	77	1	1	366	376
NBS og DKM	122	138	9	11	0	1	131	150
<b>Totalt</b>	<b>983</b>	<b>986</b>	<b>159</b>	<b>167</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>1154</b>	<b>1165</b>

I 1999 var det 154 ansatte ved årets utgang tilsvarende 1093 årsverk. Økningen i årsverk ved hovedkontoret skyldes oppbygging av Kapitalforvaltningsavdelingen. Kostnader knyttet til innleid hjelp utgjør 23,5 millioner kroner i 1999, mot 20,8 millioner kroner i 1998. Økningen skyldes først og fremst volummessig vekst på forretningsområdet ved distriktsavdelingene.

Omstillingsarbeidet knyttet til konsentrasjon om kjerneoppgavene med relevante støttefunksjoner er videreført i 1999. Nedtrappingen knyttet til «Plan for ressursbruk og dimensjonering i Norges Bank 1997-99» er nærmest fullført. De vedtatte personalmessige tiltak til bruk når omplasseringsmuligheter ikke foreligger er i 1999 benyttet av 20 medarbeidere, hvorav de fleste er knyttet til NBS og DKM.

Arbeidet med å etablere distriktsavdelingene som egne forretningsmessige resultatenheter fortsetter med sikte på iverksettelse 1. juli 2000.

Det legges til rette for videre- og etterutdanning ved stipend, ambulering og lokale utviklingstiltak for å styrke endringskompetansen og intern mobilitet. Det er i 1999 gjennomført omfattende lederutviklingstiltak.

### Helse, miljø og sikkerhet

De ansatte deltar i beslutningsorganene og i det sentrale og lokale arbeids- og samarbeidsutvalg. Det er arrangert arbeidsmiljøkurs for ledere, verneombud og medlemmer av arbeidsutvalg. Arbeidet med oppfølging av fjorårets store miljøundersøkelse, kulturalysen, er videreført i alle avdelinger.

Likestillingsarbeidet, med sikte på jevnere fordeling mellom kvinner og menn på de forskjellige arbeidsområder og i ulike stillingskategorier, er videreført.

utslippsgrensen er betydelig redusert i 1999. Det arbeides med å komme innenfor godkjent grense.

### Arbeidsvilkår

Norges Bank har over tid lagt vekt på å tilby gode arbeidsvilkår. I tillegg til løpende lønn gir banken de ansatte blant annet følgende vilkår:

Banken har låneordning for ansatte hvor renten i 1999 har vært knyttet til normrenten<sup>6)</sup>. Rentesatsen vil fra 1.4.2000 være normrenten tillagt 0,5%. I tillegg tilbyr banken de ansatte enkelte banktjenester.

Forsikringsordningene for de ansatte omfatter personalgaranti (herunder pliktig yrkesskade- og yrkessykdomsforsikring), ulykkesforsikring for spesielt utsatte yrker, gruppelevsforikring, gjeldsforsikring og reiseforsikring for tjenestereiser. Kostnadene utgjør 2,2% av totale personalkostnader.

Norges Bank har egen pensjonskasse for sine medarbeidere. Pensjonsytelsene utgjør 2/3 av lønn på pensjoneringstidspunktet. Ytelser fra pensjonskassen er samordningspliktige.

De fleste av Norges Banks ansatte har 5 uker og 1 dag ferie.

Banken har to kurs- og feriesteder. Venastul, som ligger på Ringebufjellet har helårsdrift og hadde i 1999 til sammen ca. 8 300 gjestedøgn. Vindåsen, som ligger på Tjøme, er kun åpent på sommeren og hadde i 1999 ca. 3000 gjestedøgn. Sammen med tilskudd til øvrige foreninger og lag, utgjør kostnadene 0,4% av totale personalkostnader i 1999. I tillegg har banken ytt rente- og avdragsfrie lån med 3,6 millioner kroner til kjøp av ni hytter som drives av de ansatte ved distriktsavdelingene.

6) Normalrentesats for rimelige lån i arbeidsforhold, som iflg. Stortingets skattevedtak for inntektsåret 1999 er satt til 5%.

### **År 2000-oppgradering av IT-systemer i Norges Bank**

Arbeidet med å tilpasse bankens IT-systemer slik at de kan takle årtusenskiftet har krevd betydelige ressurser også i 1999. Prosjektet er direkte belastet med 25 millioner kroner i 1999. I tillegg kommer personal- og konsulentkostnader som er belastet bankens øvrige drift. Prosjektet ble etablert i 1997 og vil bli avsluttet i 2000. Prosjektets totale kostnader inkludert interne ressurser er anslått til i overkant av 100 millioner kroner. År-2000 oppgraderingen har i tillegg bidratt til en modernisering av systemene som banken uansett måtte foreta i løpet av få år.

### **Bankplassen Parkeringsanlegg A/S**

Norges Bank har i 1999 overtatt 9 aksjer i Bankplassen Parkeringsanlegg A/S fra Oslo Kommune, og er nå eier av alle aksjene i selskapet.

Bankplassen Parkeringsanlegg A/S regnskap for 1999 viser et overskudd før finansposter på 4,5 millioner kroner. Etter betaling av renter på ansvarlige lån til Norges Bank viser regnskapet et overskudd på 0,5 millioner kroner. Pr. 31.12.1999 har selskapet en total kapital på 115 millioner kroner. Det er en negativ egenkapital på 48 millioner kroner. Fremtidig driftsform er til vurdering. Det gjelder også spørsmålet om Norges Bank skal stå som eier av selskapet.

### **Disponering av årets resultat**

Med hjemmel i lov av 24. mai 1985 om Norges Bank ble retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks overskudd opprinnelig vedtatt i statsråd 7. februar 1986. Retningslinjene er senere endret flere ganger, senest ved kgl. res. 17. januar 1997 og har nå følgende ordlyd:

1. Av Norges Banks overskudd avsettes til kursreguleringsfondet inntil dette har nådd 10% av bankens fordringer i norske verdipapirer og 20% av bankens netto valutareserver unntatt immuniseringsporteføljen og de midler som forvaltes for Statens petroleumsfond, andre fordringer på/forpliktelser overfor utlandet og eventuelt andre engasjementer som av hovedstyret vurderes å ha ikke ubetydelig kursrisiko.

Immuniseringsporteføljen svarer til den del av Norges Banks valutareserver som er skilt ut som egen portefølje der avkastning godskrives/belastes staten i samme års regnskap. Det samme gjelder for porteføljen til Statens petroleumsfond.

Dersom kursreguleringsfondet er større enn det som følger av forholdstallene nevnt under pkt. 1, første avsnitt, skal det overskytende tilbakeføres til resultatregnskapet.

2. Eventuelt overskudd etter avsetning til, eller tilførsel fra kursreguleringsfondet, avsettes til overføringsfondet.

3. Fra overføringsfondet overføres hvert årsoppgjør til statskassen et beløp svarende til gjennomsnittet av brutto avsetninger til overføringsfondet for de tre foregående årsoppgjør.

4. Eventuelle underskudd i Norges Banks regnskap dekkes ved overføringer fra kursreguleringsfondet.

I tråd med retningslinjene foreslår hovedstyret følgende overføringer og disponeringer:

Kursreguleringsfondet tilføres for 1999 124 millioner kroner. Kursreguleringsfondet har likevel ikke nådd størrelsen etter forskriftens punkt 1. Dersom kursreguleringsfondet skulle reflektert forholdstallene i forskriftens pkt. 1, ville avsetningen for 1999 måtte utgjøre 3 318 millioner kroner.

Det er således ikke gjort avsetninger til overføringsfondet etter pkt. 2.

I samsvar med retningslinjenes punkt 3 blir 10 685 millioner kroner overført til statskassen fra overføringsfondet.

I henhold til brev fra Finansdepartementet kan Norges Bank som en midlertidig ordning tilføre effekten av endring i regnskapsprinsipp for verdipapirer og gull, til sammen 5 080 millioner kroner, til annen egenkapital. Dette er gjort ved omarbeidelse av inngående balanse.

I tråd med den midlertidige ordningen foreslår hovedstyret at effekten i resultat for 1999 som skyldes endring av regnskapsprinsipp, netto 3 239 millioner kroner, dekkes fra annen egenkapital.

## Resultatregnskap

Tall i hele 1000 kroner	Note	1999	1998
<b>Renteinntekter utland:</b>			
Renter av bankinnskudd/utlån	2	1 022 963	719 518
Renter av statskasseveksler	2	364	11 983
Renter av ihendehaverobligasjoner	2,5	7 315 838	9 688 252
Andre renteinntekter		477 193	402 561
Aksjeutbytte BIS	7	13 015	12 112
<b>Sum renteinntekter utland</b>		<b>8 829 373</b>	<b>10 834 426</b>
<b>Avkastning plasseringer for Statens petroleumsfond</b>	19	<b>30 295 484</b>	<b>21 571 499</b>
<b>Rentekostnader utland:</b>			
Renter innskudd/innlån	2	716 475	346 914
Renter utenlandske kunder		42 741	44 612
<b>Sum rentekostnader utland</b>		<b>759 216</b>	<b>391 526</b>
<b>Netto renteinntekter utland</b>		<b>38 365 641</b>	<b>32 014 399</b>
<b>Renteinntekter innland:</b>			
Renter av ihendehaverobligasjoner		508 366	706 652
Renter av omsettelige sertifikater		181 772	139 669
Renter av utlån til banker		432 181	206 644
Renter av andre utlån		30 000	20 065
<b>Sum renteinntekter innland</b>		<b>1 152 319</b>	<b>1 073 030</b>
<b>Rentekostnader innland:</b>			
Renter til Statskassen	15	1 775 782	4 277 443
Renter (avkastning) Statens petroleumsfond	19	30 295 484	21 571 499
Renter til offentlige kontohavere	15	116 712	123 853
Renter til banker		661 238	659 551
Renter av skattefrie fondsavsetninger		585	730
Andre rentekostnader		6 873	2 840
<b>Sum rentekostnader innland</b>		<b>32 856 674</b>	<b>26 635 916</b>
<b>Netto rentekostnader innland</b>		<b>31 704 355</b>	<b>25 562 886</b>
<b>Netto renteinntekter utland og innland</b>		<b>6 661 286</b>	<b>6 451 513</b>
<b>Kursreguleringer:</b>			
Netto kurstap (-)/gevinst på valuta	1,2	(887 332)	15 351 661
Netto kurstap (-)/gevinst på utenl. verdipap. og finansielle instr.	1,2	(7 344 941)	2 534 578
Netto kurstap (-)/gevinst på norske verdipapirer	1	(809 838)	(167 230)
<b>Netto kursreguleringer</b>		<b>(9 042 111)</b>	<b>17 719 009</b>
<b>Netto renteinntekter og kursreguleringer</b>		<b>(2 380 825)</b>	<b>24 170 522</b>
<b>Driftinntekter:</b>			
Gebyrer og provisjonsinntekter		99 023	89 108
Salgsinntekter produksjonsbedrifter	13	76 820	76 272
Andre driftsinntekter		232 486	180 371
<b>Sum driftsinntekter</b>		<b>408 329</b>	<b>345 751</b>
<b>Driftskostnader:</b>			
Lønn, honorarer og andre personalkostnader	17	513 931	484 049
Ordinære avskrivninger	11	116 168	114 585
Vareforbruk ved produksjonsbedriftene		85 127	97 772
Andre driftskostnader	13,14	426 943	309 585
<b>Sum driftskostnader</b>		<b>1 142 169</b>	<b>1 005 991</b>
<b>Netto driftskostnader</b>		<b>733 840</b>	<b>660 240</b>
<b>Driftsresultat før avsetninger og tap på utlån/forordringer</b>		<b>(3 114 665)</b>	<b>23 510 282</b>
Avsetninger og tap på utlån/forordringer	1	357	7
<b>Årets (under-) overskudd</b>		<b>(3 115 022)</b>	<b>23 510 275</b>
<b>Overføringer:</b>			
Årets (under-) overskudd		(3 115 022)	23 510 275
Overført fra kursreguleringsfondet		0	2 977 949
Overført fra annen egenkapital	21,22	3 371 763	83 679
<b>Til disposisjon</b>		<b>256 741</b>	<b>26 571 903</b>
Avsatt til annen egenkapital	21,22	132 593	0
Avsatt til kursreguleringsfondet	22	124 148	0
Avsatt til overføringsfondet	20	0	26 571 903
<b>Disponert i alt</b>		<b>256 741</b>	<b>26 571 903</b>

## Balanse pr. 31.12.99

Tall i hele 1000 kroner			
EIENDELER	Note	1999	1998
<b>Internasjonale reserver</b>	1,2	<b>167 218 834</b>	<b>146 789 993</b>
Gull	3	2 206 904	2 074 696
Spesielle trekkrettigheter i Det internasjonale valutafond		3 279 251	3 147 003
Reservetransjepsisjon i Det internasjonale valutafond	4	6 836 795	9 243 720
Lån til Det internasjonale valutafond		1 337 865	1 522 662
Bankinnskudd - utlån utenlandske banker	6	48 255 324	14 249 930
Utenlandske statskasseveksler	5	155 460	946 197
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	5	102 091 089	112 868 509
Opptjente, ikke forfalte renter		3 056 146	2 737 276
<b>Plasseringer for Statens petroleumsfond</b>	19	<b>222 277 682</b>	<b>171 786 322</b>
Regnskapsført verdi av Statens petroleumsfonds portefølje	19	222 277 682	167 643 768
Merverdi ved markedsverdivurdering	19		4 142 554
<b>Andre fordringer på utlandet</b>		<b>37 955 625</b>	<b>12 192 961</b>
Det internasjonale valutafond	4	11 560 766	2 576 605
Aksjer i BIS	7	24 700	24 700
Gjenkjøpsavtaler	6	26 370 159	9 591 656
<b>Norske verdipapirer</b>	1,8	<b>10 771 925</b>	<b>9 761 537</b>
Statssertifikater		1 591 695	1 717 156
Statsobligasjoner	8	9 180 230	8 044 381
<b>Innenlandske utlån</b>		<b>26 141 012</b>	<b>19 774 246</b>
Forretningsbanker		19 573 000	7 435 229
Sparebanker		6 001 500	4 712 726
Andre norske sektorer	9	566 512	7 681 791
Avsetning beregnede tap på utlån	1	0	(55 500)
<b>Innskudd i norske banker</b>		<b>55 072</b>	<b>44 841</b>
<b>Andre innenlandske fordringer</b>		<b>792 782</b>	<b>692 090</b>
Diskonterte banksjekker		4 503	1 123
Opptjente, ikke forfalte renter		361 169	345 444
Andre fordringer	10	384 239	303 017
Varebeholdning produksjonsbedriftene	1	42 871	42 506
<b>Varige driftsmidler</b>	1,11,12	<b>2 010 107,0</b>	<b>2 064 269</b>
<b>EIENDELER</b>		<b>467 223 039,0</b>	<b>363 106 259</b>

Oslo, 31. desember 1999/9. februar 2000

Svein Gjedrem

Jarle Bergo

Sigbjørn Johnsen

Espen Halvorsen  
(ansattes representant)

<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>	Note	1999	1998
<b>Gjeld til utlandet</b>		<b>38 925 030</b>	<b>13 325 506</b>
Utenlandske banker		62 042	96 767
Innlån utenlandske banker	6	26 370 159	9 593 058
Utenlandske kunders folioinnskudd		757 628	794 122
Det internasjonale valutafond	4	11 561 063	2 576 907
Annen utenlandsk gjeld	7	174 138	264 652
<b>Motverdi av tildelte spesielle trekkrettigheter</b>		<b>1 846 359</b>	<b>1 795 307</b>
<b>Statens petroleumfonds fordringer</b>	19	<b>222 277 682</b>	<b>171 786 321</b>
Statens petroleumfonds kronekonto	19	222 277 682	167 643 767
Merverdi ved markedsverdivurdering	19		4 142 554
<b>Sedler og mynt i omløp</b>	14	<b>48 020 171</b>	<b>46 070 239</b>
Sedler i omløp		44 607 985	42 837 935
Skillemynt i omløp		3 412 186	3 232 304
<b>Innenlandske innskudd på foliokonto</b>		<b>103 831 532</b>	<b>64 908 942</b>
Statskassen		67 685 848	51 193 212
Statens regnskapsførere		123 373	156 492
Statsforvaltningens fond		92 440	3 736 270
Forretningsbanker		24 777 593	5 357 241
Sparebanker		8 566 702	2 293 687
Statsbanker		2 480 906	2 064 472
Andre foretak		2 590	4 757
Andre statsforetak		91	87
Andre norske sektorer	9	101 989	102 724
<b>Innskudd vedrørende skattefrie fondsavsetninger</b>		<b>6 206</b>	<b>9 945</b>
<b>Annen innenlansk gjeld</b>		<b>21 219 885</b>	<b>30 998 803</b>
Innlån innenlandske banker	6	663 491	466 203
Innenlandske sjekker		46	70
Påløpte, ikke forfalte renter		48 815	17 097
Annen gjeld	16,17	965 105	287 878
Overføringsfond	20	19 542 428	30 227 555
<b>Egenkapital</b>	22	<b>31 096 174</b>	<b>34 211 196</b>
Kursreguleringsfond		27 339 238	27 215 090
Annen Egenkapital	11,21	3 756 936	6 996 106
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>467 223 039</b>	<b>363 106 259</b>
Valuta solgt på levering	1,18	7 736 565	3 273 621
Valuta kjøpt på levering	1,18	0	3 273 621
Derivater solgt	1,18	4	5 394 190
Derivater kjøpt	1,18	8 567 321	1 462 722
Statens petroleumsfond, solgt (derivater og valuta)	19	40 210	6 666 831
Statens petroleumsfond, kjøpt (derivater og valuta)	19	4 757 660	5 628 551
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	7	303 718	283 736

## Hovedstyret for Norges Bank

Sylvi Røssland Sørffonn

Torgeir Høyen

Trond R Reinertsen

Esther Kostøl

Sonja Blichfeldt Myhre  
(ansattes representant)Harald Haare  
(økonomidirektør)

## Noter

### Note 1. Regnskapsprinsipper

#### Generelt

Regnskapet er presentert i samsvar med lov og forskrifter, samt god regnskapsskikk, hensyn tatt til de særlige forhold som gjelder for en sentralbank. Norges Bank presenterer et valuteringsriktig regnskap. Verdipapirhandler registreres på handledato. Inntekter og kostnader er periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Norges Bank har endret verdsettelsesprinsipp for gull og verdipapirer med virkning fra 1.1.1999. Disse eiendelene verdsettes fra og med 1999 til virkelig verdi, mens gull tidligere ble verdsatt til historisk kostpris fra 1973 og verdipapirene til den laveste av gjennomsnittlig anskaffelseskost og markedsverdi. Endringen skjer som følge av utviklingen i norsk regnskapslovgivning og regnskapspraksis i andre sentralbanker. Effekten av endringen er etter avtale med Finansdepartementet tilført annen egenkapital, jf. note 21. Omarbeidelse av resultatregnskap for 1998 er ikke gjennomført. Det henvises til note 2 og 19 hvor avkastning for 1998 på valutareservene og Statens petroleumsfond etter markedsverdiprinsippet fremgår i egne kolonner.

#### Valuta

Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner pr. 31.12.1999 etter markedsкурser fra WM Reuter London 4 p.m. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet.

#### Verdipapirer

Porteføljen av utenlandske og norske verdipapirer er verdsatt til markedsverdi pr. 31.12.1999. Verdipapirene er klassifisert som kortsiktige da de skal kunne være tilgjengelige for intervensjonsformål.

#### Finansielle instrumenter utenfor balansen

Finansielle instrumenter utenfor balansen er avtaler om fremtidig levering av valuta eller verdipapirer til en pris som fastsettes på avtaletidspunktet. For Norges Bank omfatter dette valutaterminkontrakter og finansielle futures.

Terminkontraktene er bokført til terminkurs. Termintillegg/-fradrag og futures kontrakter er verdsatt til markedsverdier pr. 31.12.1999. Endringene i markedsverdi er ført i resultatregnskapet under kursreguleringer.

#### Varelagervurdering produksjonsbedrifter

Beholdning av råvarer ved produksjonsbedriftene er vurdert til den laveste av gjennomsnittlig anskaffelseskost og virkelig verdi. Ukurans er hensyntatt.

Varer i arbeid og ferdigvarer er vurdert til full tilvirkningskost som omfatter direkte og indirekte variable og faste tilvirkningskostnader.

#### Tap på utlån/fordringer

Konstaterte tap på utlån/fordringer er kostnadsført. Beregnede tap kostnadsføres etter en konkret vurdering av det enkelte engasjement. I balansen blir beregnede tap ført til reduksjon av utlånsmassen.

#### Varige driftsmidler

Varige driftsmidler er i balansen oppført til anskaffelseskost tillagt oppskrivninger og fratrukket nedskrivninger og lineære, bedriftsøkonomiske avskrivninger.

Banken har en betydelig samling kunst, gaver og museale gjenstander som blant annet medaljer, sedler og mynt. Denne er ikke verdsatt og balanseført.

### Note 2. Valutareserver

Totale internasjonale reserver utgjør 167 187 millioner kroner. Det inkluderer blant annet gullbeholdningen og fordringer på Det internasjonale valutafondet (IMF). Gullbeholdningen og fordringer på IMF inngår ikke i valutareservene. Valutareserven utgjør 153 464 millioner kroner.

Fra og med regnskapsåret 1999 er verdipapirene markedsverdivurdert, mens disse tidligere ble verdsatt til den laveste av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelseskost. Eiendelene er oppskrevet i inngående balanse 1.1.1999. Effekten av verdsettelsesendringen, 3 290 millioner kroner, er tilført annen egenkapital. I tillegg til regnskapstall fra 1998, vises for sammenligningsformål oversikt over netto valutareserver etter markedsverdi pr. 31.12.1998 og avkastning for 1998 dersom markedsverdi var lagt til grunn ved regnskapsavslutningen.



**Netto valutareserver pr. 31.12. fremkommer slik:**

Tall i hele tusen kroner	Regnskap 1999	Markedsverdi 1998	Regnskap 1998
	markedsverdi		
Bankinnskudd/utlån utenlandske banker	48 255 325	14 249 930	14 249 930
Utenlandske statskasserveksler	155 460	946 197	946 148
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	102 091 089	112 868 509	109 913 672
Gjenkjøpsavtaler	26 370 159	9 591 656	9 591 656
Opptjente, ikke forfalte renter	3 056 154	2 737 276	2 737 276
- Opptjente renter utlån gull	-19 740	-9 746	-9 746
- Opptjente renter IMF	-42 305	-56 651	-56 651
- Innlån utenlandske banker	-26 370 159	-9 591 656	-9 591 656
- Påløpte renter innlån banker	-32 066	-11 905	-11 905
<b>Brutto valutareserver</b>	<b>153 463 917</b>	<b>130 723 610</b>	<b>127 768 724</b>
- Valuta kjøpt på levering	0	3 273 621	3 273 621
- Valuta solgt på levering	-7 736 565	-3 273 621	-3 273 621
<b>Netto valutareserver</b>	<b>145 727 352</b>	<b>130 723 610</b>	<b>127 768 724</b>

**Avkastning netto valutareserver:**

Tall i hele tusen kroner	Regnskap 1999	Markedsverdi 1998	Regnskap 1998
	markedsverdi		
Renteinntekter av bankinnskudd/utlån	1 022 963	719 518	719 518
- Renter utlån gull	-36 330	-36 631	-36 631
Renteinntekter av statskasserveksler	364	11 984	11 984
Renteinntekter av ihendehaverobligasjoner	7 315 838	9 688 252	9 688 252
Rentekostnader innlån banker	-716 475	-346 914	-346 914
<b>Netto renteinntekter</b>	<b>7 586 360</b>	<b>10 036 209</b>	<b>10 036 209</b>
Netto kursregulering på utenlandske verdipapirer og finansielle instrumenter	-7 477 534	4 779 748	2 534 578
Inntekter terminhandel valuta	8 454	4 766	4 766
Netto kursregulering på valuta	-887 332	15 351 662	15 351 662
- Korreksjon for kursregulering SDR	-399 138	-647 462	-647 462
- Korreksjon for regulering gullbehold	-3 210	-1 144	-1 144
- Korreksjon for regulering innenlandsk plassering i valuta	-58 947	9 364	9 364
<b>Netto kursreguleringer</b>	<b>-8 817 707</b>	<b>19 469 934</b>	<b>17 251 764</b>
<b>Avkastning netto valutareserver</b>	<b>-1 231 347</b>	<b>29 533 143</b>	<b>27 287 973</b>

**Note 3. Gull**

Gullbeholdningen er fra og med 1999 bokført til virkelig verdi. Gullbeholdningen ble tidligere verdsatt til historisk kostpris. Oppskrivning av gullbeholdningen til virkelig verdi ble gjort med virkning på inngående balanse 1.1.1999. Effekten av verdsettelsesendringen, 1 790 millioner kroner, er tilført annen egenkapital.

ner pr. kilo gull, og gull er derfor verdsatt til virkelig verdi 60.000 pr. kilo gull.

Pr. 31.12.1999 er i underkant av 33 520,9 kg av gullbarrene plassert i kortsiktige utlån til internasjonale banker. Markedsverdien på det utlånte gullet var 2 514,1 millioner kroner.

Gullbeholdningen av barrer er redusert med 49,8 kg siden utgangen av 1998. Bakgrunnen for denne en-

Beholdningen består av:	Vekt i kg 31.12.99	Virkelig verdi pr. 31.12.99 i mill. kr	Vekt i kg 31.12.98	Virkelig verdi pr. 31.12.98 i mill. kr	Bokført verdi pr. 31.12.98 i mill. kr
Barrer	33 609,8	2 016,7	33 659,6	1 896,1	260,3
Mynter*	3 171,4	190,2	3 171,4	178,6	24,5
	36 781,2	2 206,9	36 831,0	2 074,7	284,8

\*Vekten på myntene er oppgitt i myntenenes andel av rent gull. Det er benyttet samme markedspris for myntenenes rene gullvekt som for barrer.

Virkelig verdi er vurdert å ligge 20% under markedsverdi som følge av at gull omsettes i et illikvid marked. Markedsprisen pr. 31.12.1999 var USD 290,25 pr. unse rent gull, som tilsvarer en markedspris på 75 000 kro-

dringen er at det ved utlån av barrer ikke returneres nøyaktig samme vekt som det lånes ut. Vektdifferansen avregnes til markedsverdi på gull på tidspunktet for tilbakeleveringen.

## Note 4. Reservetransjepsisjon i Det internasjonale valutafond

Tall i millioner kroner	1999	1998
Norges kvote i Det internasjonale valutafond	18 397,6	11 820,3
Fondets beholdning av norske kroner	-11 560,8	-2 576,6
Reservetransjepsisjon	6 836,8	9 243,7

Reservetransjepsisjonen i Det internasjonale valutafond er klassifisert som «internasjonale reserver». Fondets beholdning av norske kroner er presentert under «andre fordringer på utlandet» i posten «Det internasjonale valutafond». Tilsvarende gjeldsbeløp, inklusive fondets arbeidskonto, totalt

11 561,1 millioner kroner er bokført under «gjeld til utlandet» i posten «Det internasjonale valutafond».

## Note 5. Utenlandske verdipapirer

Tall i millioner kroner	1999	1998
Gjennomsnittlig anskaffelseskost:		
Statskasseveksler	155,5	946,1
Ihendehaverobligasjoner	132 370,4	119 505,8
	132 525,9	120 451,9
Markedsverdi:		
Statskasseveksler	155,5	946,2
Ihendehaverobligasjoner	128 461,2	122 460,5
	128 616,7	123 406,7

Verdipapirbeholdningen inkluderer verdipapirer som inngår i gjenkjøpsavtaler, jf. note 6. Verdipapirene er fra og med 1999 verdsatt til markedsverdi.

Norges Bank deltar i utlånsprogram for utenlandske verdipapirer i flere av de deponeringsinstitusjoner vi benytter. Inntekter av rentebærende papirer, 13,2 millioner kroner, er ført under «renter av ihendehaverobligasjoner», utlandet.

## Note 6. Gjenkjøps-/gjensalgavtaler

Gjenkjøpsavtaler av verdipapirer i utenlandsk valuta er presentert under «innlån utenlandske banker». På eienelssiden er avtalene vist som «andre fordringer på utlandet» under posten «gjenkjøpsavtaler». Bokført verdi, dvs. overdragelsesbeløpet, av gjenkjøpsavtalene er 26 370,2 millioner kroner, markedsverdien av verdipapirene beløper seg til 25 259,5 millioner kroner.

I linjen «bankinnskudd - utlån utenlandske banker» under posten «internasjonale reserver» inngår gjensalgavtaler av verdipapirer. Bokført verdi av gjen-

salgsavtaler er 4 634,1 millioner kroner.

Gjenkjøpsavtaler av verdipapirer i norske kroner er presentert under «annen innenlandsk gjeld». Bokført verdi, dvs. overdragelsesbeløpet, av gjenkjøpsavtalene er 663,5 millioner kroner, markedsverdien av verdipapirene beløper seg til 641,2 millioner kroner.

## Note 7. Aksjer i Bank for International Settlement (BIS)

Norges Bank er i alt tildelt 8000 aksjer a 2500 Gold Francs i BIS. 4000 aksjer ble tildelt i 1931. Av disse ble 25% betalt samme år. I 1970 ble Norges Bank tildelt ytterligere 4000 aksjer, hvorav 1000 fondsaksjer. Aksjene er bokført i balansen til 24,7 millioner kroner. Beløpet tilsvarer verdien av 4000 aksjer i 1931 til 7,2 millioner kroner, og verdien av 3000 aksjer i 1970 til 17,5 millioner kroner.

Norges Bank har en betinget forpliktelse til å betale de resterende 75% av aksjene enten i Gold Francs eller i gull. Beregnet ut fra prisen på gull ved Londonbørsen pr. 31.12.1999 utgjør den betingede forpliktelsen 326,6 millioner kroner. Den delen av den betingede forpliktelsen som tilsvarer verdien av aksjene på tildelings-tidspunktene er bokført under posten «annen utenlandsk gjeld» med 22,9 millioner kroner. Resten av den betingede forpliktelsen, 303,7 millioner kroner, vises utenfor balansen. Mottatt utbytte av aksjer i BIS for 1999 utgjør 13,0 millioner kroner.

## Note 8. Norske verdipapirer

Tall i millioner kroner	1999	1998
Anskaffelseskost:		
Statssertifikater	1 531,9	1 716,7
Norske statsobligasjoner	8 435,0	7 077,7
Norske statsobligasjoner i valuta	691,5	631,8
	10 658,4	9 426,2
Markedsverdi:		
Statssertifikater	1 591,7	1 717,1
Norske statsobligasjoner	8 510,0	7 405,5
Norske statsobligasjoner i valuta	670,2	638,9
	10 771,9	9 761,5

Verdipapirene er fra 1999 verdsatt til markedsverdi. Markedsverdi var høyere enn gjennomsnittlig anskaffelseskost ved utgangen av 1999 og 1998. Endringen av regnskapsprinsipp har medført at de norske verdipapirene ble oppskrevet fra gjennomsnittlig anskaffelseskost til markedsverdi pr. 01.01.99 med 335,3 millioner kroner. Effekten av prinsippendringen er ført mot annen egenkapital.

## Note 9. Utlån andre norske sektorer

Boliglån til ansatte og pensjonister utgjør 510,4 millioner kroner. Andre utlån til ansatte og pensjonister utgjør 42,7 millioner kroner. Innskudd fra funksjonærer og pensjonister beløper seg til 77,2 millioner kroner som er presentert under «innenlandske innskudd på foliokonto» under posten «andre norske sektorer».

## Note 10. Andre innenlandske fordringer

### Aksjer i Bankplassen Parkeringsanlegg A/S

Norges Bank eier 100% av aksjene i Bankplassen Parkeringsanlegg A/S etter i 1999 å ha overtatt 9 aksjer fra Oslo kommune. I denne forbindelse er det mottatt 25 millioner kroner fra kommunen som et sluttoppgjør for Norges Banks forskuttering av parsellen i parke-

ringsanlegget i 1985. Aksjene er bokført med kostpris kr 50 000, som tilsvarer aksjenes pålydende verdi. Norges Bank har skutt inn 34 millioner kroner for egne parkeringsplasser, og har i tillegg ytet 143,7 millioner kroner i ansvarlig lån, hvorav 16 millioner ble tilbakebetalt Norges Bank i løpet av 1997, 1998 og 1999. Bankplassen Parkeringsanlegg A/S har negativ egenkapital med 48,1 millioner kroner pr 31.12.1999. I 1999 er det mottatt 4 millioner kroner i renteinntekter på utlånet.

## Note 11. Anleggsmidler

Fra og med regnskapsåret 1994 aktiverer og avskriver Norges Bank varige driftsmidler. Aktivering av tidligere kostnadsførte varige driftsmidler ble i 1994 ansett som oppskrivning og oppskrivningsbeløpet ble henført til annen egenkapital. Avskrivning på oppskrevne driftsmidler føres fra annen egenkapital.

Tall i hele tusen									
	Transport- maskiner EDB	Sikkerhets- anlegg	Maskiner inventar	Bygg byggnings- messige Installa- sjoner	Bankbygg	Anlegg under utførelse	Boliger	Tomter	Sum
Ansk.kost pr. 1.1.	210 213	46 582	60 209	515 213	1 731 704	3 606	3 468	92 467	2 663 462
+ Overført fra anlegg under utførelse	1 851	978	164	513		(3 506)			0
+Tilgang	16 457	4 113	3 187	3 543	0	33 449	0	2 302	63 051
- Avgang	12 866	203	1 216	0	0	100	518	77	14 980
Anskaffelseskost pr. 31.12.	215 655	51 470	62 344	519 269	1 731 704	33 449	2 950	94 692	2 711 533
- Samlede av- og nedskrivninger	161 697	32 162	27 922	238 506	241 139	0	0	0	701 426
Bokført verdi pr. 31.12.	53 958	19 308	34 422	280 763	1 490 565	33 449	2 950	94 692	2 010 107
Uavskrevet rest på tidligere oppskrivning	0	0	2 547	258 711	1 477 091	0	2 950	92 180	1 833 479
Årets ordinære avskrivning	23 819	5 822	6 273	40 122	40 132	0	0	0	116 168
Derav avskrivning på oppskrevne verdier	0	1 231	1 498	39 013	39 844	0	0	0	81 586
Prosentstans	20	15	10	5	2	0	0	0	

**Note 12. Fast eiendom**

Norges Banks eiendommer pr. 31.12.1999 er spesifisert nedenfor.

Avdeling	Adresse	Byggeår (evt. kjøpeår)	Senere bygge- prosjekter	Ferdig år	Bruttoareal inkl. utleid og tjenesteleilighet
Bergen	Bradbenken 1				
50% eierandel		1989			6 305
Bodø	Dronningens gt. 36	1951	Rehabilitert	1993	1 405
Fredrikstad	Nygårdsgt. 17	1996	Rehabilitert	1996	248
Fredrikstad	Nygårdsgt.17B	1909	Rehabilitert	1991	1 236
Fredrikstad	Nygårdsgt.17C	1990	Rehabilitert	1991	450
Hammerfest	Sørøygt.10	1962	Rehabilitert	1995,1999	1 522
Haugesund	Strandgt.162	1938	Rehabilitert	1975	2 500
Kr.sand S	Dronningensgt.30	1877	Rehabilitert og tilbygg	1975	2 009
Larvik	Bredochsgt.4	1902	Rehabilitert og tilbygg	1985,1996	1 987
Lillehammer	Stortorget 1	1913	Rehabilitert	1977,1990	1 700
Stavanger	Domkirkepl.3 tomt, ca. 5 000 kvm	1964 1999	Rehabilitert	1991	3 254
Tromsø	Bankgt.9 og 11	1973			4 000
Trondheim	Peter Egges plass 2	1993			7 300
Vardø	Brodtkorbsgt.1	1961	Rehabilitert	1986	1 450
Ålesund	Nedre Strandgt.2	1907	Rehabilitert	1992	1 265
DKM, Kongsberg.	Hyttegt.1	1960	Rehabilitert	1988	2 950
"	"	1688	Rehabilitert	1997	93
"	"	1750	Rehabilitert	1997	450
"	"	1841	Rehabilitert	1997	800
"	"	1993		1994	175
Oslo,	Bankpl. 2	1978-86	Nybygg og rehabilitert		(korr.) 65 000
	Bankpl. 4,	1899	**Tidligere hovedsete		
gnr 207, bnr 392	Bankplassen parkanlegg, gnr 207, bnr 28	1948			
Kurs- og feriesteder:					
Venastul	Venabygd	1963	Rehabilitert	1993	*)2 000
Vindåsen	Sundane,	1956	Anneks rehabilitert	1960,1993	1 067
Tjøme					
Utlandet:					
New York					
Tjenesteleilighet	275, West 96th Street	1984			140

Ved distriktsavdelingene i Stavanger, Hammerfest, Tromsø og Vardø finnes tjenesteleiligheter i tilknytning til bank-lokalene.

\*) Inklusive bestyrerbolig og garasjeanlegg.

\*\*) Bortfestet til Staten i 80 år, forfaller 21.11.2066 (Samtidsmusèet). Festekontrakt datert 21.11.1986.

Oppsigelsesfrist senest innen 21.11.2065.

**Leide eiendommer**

Banken har i 1999 hatt leieavtaler ved følgende eiendommer:

Adresse	Løpetid	Areal	Leiesum 1999
Bodø	Ett år	100 kvm	20 221
Kristiansund N	15.05.2003	486 kvm	401 000
Lillehammer	25 år f.o.m. 1990	3 908 kvm	5 055 942
Ålesund	01.02.99 – 31.01.2002	40 kvm	14 674
DKM	31.12.2002	600 kvm	220 000
New York:			
17 State Str.	30.06.2002	330 kvm	NOK 726 090
25 Central Park West	30.11.2000	80 kvm	NOK 341 493
115 Farley Rd	30.06.2000	280 kvm	NOK 469 903

## Note 13. Virksomhetsområdene NBS og DKM

Norges Bank har to produksjonsbedrifter - Norges Banks Seddeltrykkeri (NBS) og Den Kongelige Mynt (DKM).

Etter fordeling av administrative felleskostnader for produksjonsbedriftene fordeler den forretningsmessige delen av virksomheten i 1999 seg slik:

Tall i hele tusen kroner	NBS		DKM	
	Totalt	Herav forretningsområdet	Totalt	Herav forretningsområdet
Driftsinntekter	31 204	31 204	45 742	45 742
Salg anleggsmidler	100	50	67	25
Driftskostnader	64 147	24 960	87 516	39 857
Bidrag		6 294		5 910
Som bl.a. skal dekke:				
Avskrivninger		1 752		775
Beregnete felleskostnader		5 373		1 076
<b>Resultat</b>		<b>(831)</b>		<b>4 059</b>

Ovennevnte tall er inkludert i Norges Banks regnskap.

## Note 14. Sedler og mynt

Bankens kassebeholdning er fratrukket gjeldsposten «sedler og mynt i omløp».

Norges Bank er pliktig til å innløse sedler og mynt i 10 år etter at det er truffet beslutning om at de utgår som tvungne betalingsmidler. Norges Bank har i tråd med tolkninger i forarbeidene til Lov om Norges Bank og pengevesenet fortsatt innløst utgåtte sedler. I 1999 er regnskapet belastet for innløste/utgåtte sedler tilsvarende 35,7 millioner kroner.

Norges Bank har i perioden 1964-1999 utgitt følgende jubileums- og minnemynter: 10-kronemynt 1964, 25-kronemynt 1970, 50-kronemynt 1978, 200-kronemynt 1980, 100-kronemynt 1982 og 175-kronemynt 1989, alle i sølv, samt gull og sølvmynter i forbindelse med OL på Lillehammer 1994, sykkel-VM 1993, Grieg-jubileet 1993, Frigjøringsjubileet 1995, FN-jubileet 1995 og markering av overgangen til år 2000. Pr. 31.12.1999 var det til sammen ca. 5 millioner slike mynter i omløp til en pålydende verdi av ca. 410 millioner kroner. Dette beløp er ikke inkludert i «sedler og mynt i omløp». Norges Bank har en plikt til å innløse myntene til pålydende verdi.

## Note 15. Renter til staten

For den del av «innskudd statskassen» som tilsvarende statens utenlandsgjeld, mottar staten den regnskapsmessige avkastning på en motsvarende, øremerket del av valutareservene (immuniseringsporteføljen).

Avkastningen for 1999 utgjorde 311 millioner kroner.

Den resterende del av innskudd fra statskassen er i 1999 forrentet til 4,25 % p.a. i perioden 01.01.1999 tom. 05.04.1999, 4,50 % p.a. i perioden 06.04.1999 tom. 30.06.1999, 3,75% p.a i perioden 01.07.1999 tom. 30.09.1999 og 3,50% i perioden 01.10.1999 tom. 31.12.1999. Dette gir en total rente på 1 775,8 millioner kroner. Samme rentesatser gjelder for innskudd fra offentlige kontohavere som får rentegodtgjørelse for sine innskudd.

## Note 16. Annen gjeld

I forbindelse med at Norges Bank presenterer et valuteringsriktig regnskap vil det oppstå beløpsmessige differanser ved avvikende valuteringsdato mellom belastning og godskrift på konti. Dette er presentert under posten «annen gjeld» og pr. 31.12.1999 utgjør dette 1,8 millioner kroner mot 8,8 millioner kroner i 1998.

## Note 17. Lønns- og pensjonsforhold

Sentralbanksjefens og visesentralbanksjefens lønn er for 1999 fastsatt av Finansdepartementet til henholdsvis 980.000 og 745.000 kroner. I tillegg disponeres fri bil (fordel beregnet til henholdsvis 62.000 og 64.000 kroner) og fri telefon.

Hovedstyrets faste medlemmer har en fast årlig godtgjørelse på 85.000 kroner.

### Pensjonskostnader over driften

I 1999 er bankens driftsregnskap netto belastet med 7,5 millioner kroner vedrørende spesielle pensjoner, avtalte førtidspensjoner og bevilgede pensjoner inkludert arbeidsgiveravgift.

Pensjonsforpliktelse som vedrører spesielle pensjoner, avtalte førtidspensjoner og bevilgede pensjoner som ikke dekkes av pensjonskassen, er beregnet til 50,8 millioner kroner. Forpliktelsen inngår i Norges Banks balanse under posten «annen gjeld».

Pensjonsforpliktelsen er aktuarberegnet med en diskonteringsrente på 4%.

### Pensjonskassen

Norges Banks ordinære pensjonsforpliktelse dekkes gjennom Norges Banks pensjonskasse som er organisert som egen stiftelse. Banken garanterer for pensjonskassens utbetalinger. Pensjonskassen har et premiefond på 873,0 millioner kroner pr. 31.12.99. Norges Banks tilskudd er for 1999 dekket av midler i pensjonskassens premiefond.

Forsikringsteknisk beregnet pensjonsforpliktelse utgjør 1 106,2 millioner kroner pr. 31.12.99 med bakgrunn i foretatt aktuarberegning pr. 31.12.99. I aktuarberegningen er det benyttet kollektivt pensjonsgrunnlag (K-63) for å beregne pensjonsforpliktelsen.

Benyttet diskonteringsrente er 4 prosent.

Pensjonskassen har totalt 2483 medlemmer fordelt på 963 løpende pensjoner, 1181 aktive medlemmer og 339 som er fratrudd med oppsatte rettigheter.

Pensjonsforpliktelsen beregnet etter foreløpig regnskapsstandard for pensjoner utgjør 1 254,9 millioner kroner. I beregningen er forutsetninger om 6,5% diskonteringsrente, 2,5% pensjonsregulering, 2,5% G-regulering, 3% fremtidig lønnsvekst og standard avtrapning (turn-over) lagt til grunn.

Pensjonsmidler verdsatt til virkelig verdi overstiger den beregnede forpliktelsen med 724,6 millioner kroner. Fordelen er ikke balanseført.

## Note 18. Valutaterminforretninger og derivater

Norges Bank benytter seg av valutaterminforretninger og børsnoterte renteterminkontrakter som ledd i styringen av rente- og valutarisiko for valutareservene. I tillegg benyttes aksjeindeks futures i forbindelse med fondsoppbygging for overføring til Statens petroleumsfond.

### Valutaterminforretninger

Valutaterminforretninger er avtaler om kjøp eller salg av valuta på et fremtidig tidspunkt til fastsatt kurs. Pr. 31.12.1999 var det solgt valuta på termin for 7 736,6 millioner kroner.

### Derivater

Børsnoterte renteterminkontrakter (Financial futures)

Børsnoterte renteterminkontrakter er avtaler om å kjøpe eller selge en standard mengde av et finansielt instrument eller utenlandsk valuta på en fremtidig dato til en pris fastsatt ved kontraktsinngåelsen. Ved utgangen av 1999 var det kjøpt børsnoterte renteterminkontrakter med markedsverdi 3 909,1 millioner kroner. Det var ikke solgt børsnoterte renteterminkontrakter pr. 31.12.1999. Ved utgangen av 1999 var det kjøpt aksjeindeksfutures med markedsverdi 4 658,2 millioner kroner.

Det er stilt sikkerhet i verdipapirer for initialmarginen, og markedsverdien av verdipapirene utgjorde 545,8 millioner kroner pr. 31.12.1999. Alle kontrakter har løpetid under ett år.

## Note 19. Statens petroleumsfond

Statens petroleumsfond har pr. 31.12.1999 et kroneinnskudd i Norges Bank på 222 278 millioner kroner.

Motverdien av kronebeløpet er investert i utenlandsk valuta i en egen øremerket portefølje.

Petroleumsfondets portefølje fordeler seg på følgende instrumenter:

Tall i hele tusen kroner	Regnskap	Markedsverdi	Regnskap
	(markedsverdi)	31.12.1998	(laveste verdis prinsipp)
	31.12.1999		1998
Bankinnskudd/utlån i utlandet	16 829 482	5 891 261	5 891 261
Utenlandske statskassaveksler	610 848	492 432	492 384
Utenlandske ihendehaverobl.	125 705 270	99 457 485	97 836 191
Aksjer i utlandet	93 115 188	66 767 019	64 245 807
Utlån i utlandet	22 288 955	8 000 533	8 000 533
Opptjente, ikke forfalte renter	3 127 588	2 361 879	2 361 879
Opptj. dividende inkl. kildeskatt	87 557	115 851	115 851
Terminkontraksreguleringer	-1 656	- 7 610	- 7 610
Innlån utenlandske banker	-39 330 224	- 11 215 049	- 11 215 049
Påløpte ikke forfalte renter	0	-118	-118
Diverse gjeld	-155 326	-77 362	-77 362
<b>Total plassering for Statens Petroleumsfond</b>	<b>222 277 682</b>	<b>171 786 321</b>	<b>167 643 767</b>

Pr. 31.12.1998 var porteføljen verdsatt til laveste verdi av anskaffelseskost og markedsverdi, og kronekonto hadde et innestående beløp inkludert opptjent avkastning på 167 644 millioner kroner. Fra og med regnskapsåret 1999 er verdipapirene markedsverdivurdert.

Endringen av verdsettelsesprinsipp til markedsverdivurdering av verdipapirene medfører at porteføljen har en markedsverdi pr. 01.01.1999 på 171 786,3 millioner kroner, dvs en økning på 4 142,5 millioner kroner.

Avkastningen for 1999, 30 134 millioner kroner, ble i henhold til gjeldende forskrift, overført Statens petroleumsfonds kronekonto ved utgangen av året. Avkastningen inkluderer effekten av endring av verdsettelsesprinsipp 01.01.1999 med 4 142,5 millioner kroner. Denne økningen fremkommer som urealisert verdipapirgevinst i den totale avkastningen for 1999.

For sammenligningsformål vises avkastningen for 1998 dersom markedsverdier var lagt til grunn ved regnskapsavslutningen. Avkastningen fordeler seg som følger:

Tall i hele tusen kroner	Markedsverdi	Markedsverdi	Regnskap
	1999	1998	1998
Renteinntekter	6 319 779	5 566 546	5 566 546
Dividende	1 150 698	705 588	705 588
Kursregulering på valuta	2 630 182	13 149 314	13 149 314
Urealisert kursregulering på verdipapirer	17 336 928	3 886 036	-60 969
Realisert kursregulering på verdipapirer	2 476 599	857 559	857 559
Kurtasje	-12 789	-12 245	-12 245
Resultat terminhandel valuta	-4 913	-4 158	-4 158
Gevinst futures	399 000	1 369 864	1 369 864
<b>Total avkastning av plasseringer</b>	<b>30 295 484</b>	<b>25 518 504</b>	<b>21 571 499</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-161 570	-77 362	-77 362
<b>Netto opptjent avkastning</b>	<b>30 133 914</b>	<b>25 441 142</b>	<b>21 494 137</b>

Statens petroleumsfonds kroneinnskudd i Norges Bank er sammensatt av innskudd og opptjent avkastning fra fondets opprettelse i 1996 til utgangen av 1999:

Tall i millioner kroner	1996	1997	1998	1999	TOTALT
<b>Kronekonto pr. 01.01</b>	<b>0,0</b>	<b>47 538,8</b>	<b>113 313,0</b>	<b>167 643,7</b>	<b>0,0</b>
Sum kroneinnskudd	47 476,3	60 900,3	32 836,6	24 500,0	165 713,2
Verdistigning, avkastning	62,5	4 873,9	21 494,1	30 133,9	56 564,4
Kronekonto pr. 31.12	47 538,8	113 313,0	167 643,7	222 277,6	222 277,6
<b>Petroleumsfondets portefølje pr. 31.12 til markedsverdi</b>	<b>47 583,0</b>	<b>113 508,5</b>	<b>171 786,3</b>	<b>222 277,6</b>	<b>222 277,6</b>

## Derivater i Statens petroleumsfond

Ved utgangen av 1999 var det kjøpt børsnoterte aksjeindeksfutures med markedsverdi 105,5 millioner kroner og kjøpt børsnoterte renteterminkontrakter med markedsverdi 4 611,9 millioner kroner. Det er stilt sikkerhet i verdipapirer for initialmarginen, markedsverdien av sikkerhetsstillelsen utgjør 368,7 millioner kroner. Alle kontrakter har løpetid under ett år.

Annen egenkapital har hatt følgende bevegelse i 1999: (alle tall i 1000)

Tidligere oppskrivningsfond fra 1998	1 916 010
Oppskrivning av gull fra historisk kostpris til virkelig verdi	1 789 919
Oppskrivning av norske og utenlandske verdipapirer	3 290 177

## Note 20. Overføringsfondet

Overføringsfondet er fra og med 1999 omklassifisert til gjeld i Norges Banks balanse. Dette skyldes at overføringsfondet består av årlige avsetninger i henhold til retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks overskudd, som er bestemt for overføring til Staten i løpet av en tre-års periode.

Overføringer fra overføringsfondet skjer i henhold til retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks overskudd. Fra overføringsfondet vil det bli overført for 1999 en tredel av tilføringene til overføringsfondet i 1996, 1997 og 1998. Dette utgjør 10 685,1 millioner kroner. I 2001 vil det bli overført 10 685,1 millioner kroner og 8 857,4 millioner kroner i 2002. I 2002 vil det i tillegg bli foretatt overføring til staten av andel av eventuelle avsetninger til overføringsfondet i 2000.

Det blir ingen tilføring til overføringsfondet for 1999.

Annen egenkapital pr. 1.1.1999 6 996 106

Bevegelser i 1999:

Nedskrevet på tidligere oppskrevne verdier i 1999 -81 586

Nøytralisering av oppskrivning 1.1.1999 på norske og utenlandske verdipapirer som følge av kursfall dekkes av annen egenkapital -3 290 177

Økning av virkelig verdi gull i 1999 tilføres annen egenkapital i påvente av avgjørelse av resultatdisponeringsforskriften +132 594 -3 239 170

Annen egenkapital utgjør pr 31.12. 1999 3 756 936

## Note 21. Annen egenkapital

I henhold til avtale med Finansdepartementet er det fra 1999 etablert et nytt egenkapitalelement, annen egenkapital, hvor blant annet tidligere oppskrivningsfond inngår. I tillegg til å inneholde den ikke nedskrevne del av aktiverte, tidligere kostnadsførte driftsmidler i 1994, er effekten av endringer av verdsettelsesprinsipp i 1999 for gull og verdipapirer tilført annen egenkapital. I påvente av nye retningslinjer for disponering av Norges Banks resultat er virkningen av prinsippendringene i 1999 henført til annen egenkapital.



## Note 22. Endring i egenkapital i 1999

Det har i 1999 vært betydelige endringer i sammensetningen av Norges Banks egenkapital. Endringene fremkommer av følgende tabell (alle tall i tusen)

	Kursregul- eringsfond	Overfør- ingsfond	Oppskriv- ingsfond	Annen egenkapital	Sum
<b>Regnskap 31.12.1998</b>	<b>27 215 090</b>	<b>30 227 555</b>	<b>1 916 009</b>	<b>0</b>	<b>59 358 655</b>
Endringer 1.1.1999:					
Oppskrivningsfondet inngår i annen egenkapital			- 1 916 009	+ 1 916 009	0
Endring i verdsettelse av gull og verdipapirer				+ 5 080 096	+ 5 080 096
Overføringsfondet omklassifiseres til gjeld		- 30 227 555			- 30 227 555
<b>Omarbeidet inngående balanse 1.1.1999</b>	<b>27 215 090</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6 996 105</b>	<b>34 211 196</b>
Resultatdisponering 1999					
Avsatt til kursreguleringsfondet	124 148				+ 124 148
Overført fra annen egenkapital				- 3 371 763	- 3 371 763
Tilført til annen egenkapital				+ 132 593	+ 132 593
<b>Utgående balanse pr 31.12.1999</b>	<b>27 339 238</b>			<b>3 756 936</b>	<b>31 096 174</b>

*Til Norges Banks representantskap*

## **Revisjonsberetning for 1999**

Vi har revidert årsregnskapet for Norges Bank for 1999, som viser et årsunderskudd på kr 3 115 022 tusen. Vi har også revidert opplysningene i hovedstyrets regnskapsberetning om årsregnskapet og forslaget til dekning av underskuddet. Årsregnskapet består av resultatregnskap, balanse og noteopplysninger. Årsregnskapet og regnskapsberetningen er avgitt av sentralbankens hovedstyre. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapet og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med revisorloven, instruks fastsatt av representantskapet og god revisjonsskikk. God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapet, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapet. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår revisjonsinstruks, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av sentralbankens formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Sentralbankens regnskapsprinsipper bygger på regnskapsloven og god regnskapsskikk, hensyn tatt til særlige forhold som gjelder for en sentralbank. Vi viser til nærmere omtale av dette i notene til årsregnskapet.

Vi mener at

- årsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et uttrykk for bankens økonomiske stilling 31. desember 1999 og for resultatet i regnskapsåret i overensstemmelse med regnskapsprinsippene som er omtalt i avsnittet over.
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god regnskapsskikk
- opplysningene i regnskapsberetningen om årsregnskapet og hovedstyrets forslag til dekning av årets underskudd er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov om Norges Bank, retningslinjer vedtatt i statsråd og uttalelse fra Finansdepartementet.

Oslo, den 9. februar 2000

**Norges Banks revisjon**

Svenn Erik Forsstrøm  
Statsautorisert revisor

Mats Leonhard Pedersen  
Statsautorisert revisor

## Representantskapets vedtak om regnskapet for 1999

Med hjemmel i lov om Norges Bank og pengevesenet, §5 tredje ledd, gjorde representantskapet i sitt møte 17. februar 2000 følgende vedtak, som med henvisning til §28 annet ledd, sendes Finansdepartementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget:

1. Revisjonsberetning datert 09.02.00 gir ikke grunnlag for merknader fra representantskapet.
2. Representantskapet fastsetter det fremlagte årsregnskap for 1999 for Norges Bank og vedtar følgende disponeringer og overføringer:
  - 2.1 Det overføres 124 millioner kroner til kursreguleringsfondet for 1999. Kursreguleringsfondet har likevel ikke nådd størrelsen etter forskriftens punkt 1.
  - 2.2 Med henvisning til pkt. 2.1 ovenfor gjøres det ikke avsetninger til overføringsfondet etter forskriftens punkt 2.
  - 2.3 I samsvar med retningslinjenes pkt. 3 blir 10 685 millioner kroner overført statskassen fra overføringsfondet.
  - 2.4 3.239 millioner kroner som skyldes endring av regnskapsprinsipp, dekkes fra annen egenkapital.
3. Representantskapet oversender regnskapet med hovedstyrets beretning, revisjonsberetningen og representantskapets uttalelse til Finansdepartementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget.

Oslo, 17. februar 2000

Mary Kvidal  
Representantskapets leder

Jens Marcussen  
Representantskapets nestleder

## **Representantskapets vedtak om hovedstyrets protokoller**

Med hjemmel i lov om Norges Bank og pengevesenet, §5 tredje ledd, gjorde representantskapet i sitt møte 17. februar 2000 følgende vedtak, som med henvisning til §28 annet ledd, sendes Finansdepartementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget:

Representantskapet har fortløpende behandlet hovedstyrets protokoller for 1999 og har mottatt alle de opplysninger det har bedt om.

Representantskapet har ikke hatt merknader til protokollene som gir grunn for uttalelse til departementet etter sentralbanklovens §28 annet ledd.

Oslo, 17. februar 2000

Mary Kvidal  
Representantskapets leder

Jens Marcussen  
Representantskapets nestleder



## Vedlegg

- A. Tabeller
- B. Norges Banks ledelse og organisasjon
- C. Norges Banks rundskriv i 1999 til landets kredittinstitusjoner
- D. Diverse brev og uttalelser avgitt av Norges Bank i 1999

## Vedlegg A

### Tabeller

1. Norges Banks balanse pr. 31. desember 1998 og de enkelte måneder i 1999
2. Norges Bank. Resultatregnskap pr. 31. desember, 1995-1999
3. Norges Banks utlån til og innskudd fra banker i 1999
4. Renter på D-lån og bankenes foliokonto i Norges Bank 1998-1999
5. Myntomløpets sammensetning 1995-1999
6. Seddelomløpet sammensetning 1995-1999
7. Tilintetgjorte sedler i tidsrommet 1995-1999
8. Gjennomsnittlig levetid for sedler 1995-1999
9. Seddelinngang 1995-1999
10. Sedlenes omløpshastighet 1995-1999
11. Myntinngang til Norges Bank 1995-1999
12. Myntenes omløpshastighet 1995-1999
13. Produksjon av sirkulasjonsmynt ved Den Kongelige Mynt 1989-1999
14. Produksjon av sedler ved Norges Banks Seddeltrykkeri 1990-1999
15. Norges Banks seddelutgaver 1877-1999

Tabell 1. Norges Banks balanse pr. 31.12.98 og de enkelte måneder 1999. Sektorfordelt.

Millioner kroner

	31/12 1998	31/1 1999	28/2 1999	31/3 1999	30/4 1999
<b>EIENDELER</b>					
<b>Fordringer på utlandet</b>	<b>321 882</b>	<b>313 110</b>	<b>336 919</b>	<b>335 646</b>	<b>343 264</b>
Internasjonale reserver	142 045	138 083	142 332	139 157	140 121
Plasseringer for Statens petroleumfond	167 644	163 634	169 359	165 488	165 989
Andre fordringer på utlandet	12 193	11 393	25 228	31 001	37 154
<b>Fordringer på norske finansinst.</b>	<b>19 309</b>	<b>12 749</b>	<b>2 265</b>	<b>20</b>	<b>10 958</b>
Utlån til private banker	19 295	12 780	2 290	57	10 977
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	69	24	30	18	36
Avsetning tap på utlån til banker	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)
<b>Fordringer på statsforvaltningen</b>	<b>9 744</b>	<b>11 080</b>	<b>9 720</b>	<b>9 355</b>	<b>10 322</b>
Ihendehaverobligasjoner	7 710	9 159	6 771	6 754	6 748
Andre verdipapirer	1 717	1 595	2 694	2 322	3 234
Andre fordringer	317	326	255	279	340
<b>Fordringer på andre norske sektorer</b>	<b>842</b>	<b>855</b>	<b>864</b>	<b>910</b>	<b>914</b>
Verdipapirer og utlån	534	549	552	557	553
Andre fordringer	308	306	312	353	361
<b>Varebeh. produksjonsbedrifter</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>49</b>
<b>Varige driftsmidler</b>	<b>2 064</b>	<b>2 055</b>	<b>2 046</b>	<b>2 038</b>	<b>2 033</b>
<b>Kursreguleringer</b>	<b>0</b>	<b>8 877</b>	<b>0</b>	<b>8 124</b>	<b>8 594</b>
Kostnader	0	286	2 263	974	1 360
<b>EIENDELER</b>	<b>353 884</b>	<b>349 058</b>	<b>354 124</b>	<b>357 112</b>	<b>377 494</b>
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>					
<b>Gjeld til utlandet</b>	<b>13 326</b>	<b>12 690</b>	<b>26 308</b>	<b>32 055</b>	<b>38 186</b>
NOK-gjeld til IMF	2 577	2 627	9 679	9 242	9 561
Annen gjeld til utlandet	10 749	10 063	16 629	22 813	28 625
<b>Sedler og mynt i omløp</b>	<b>46 070</b>	<b>43 383</b>	<b>42 720</b>	<b>42 832</b>	<b>41 910</b>
<b>Innenlandske innskudd</b>	<b>232 553</b>	<b>225 757</b>	<b>220 325</b>	<b>213 960</b>	<b>228 081</b>
Statskassen	51 193	52 285	33 974	31 962	47 502
Statens petroleumfond	167 644	163 634	169 359	165 488	165 989
Annen off. forvaltning (ekskl. komm.)	3 893	3 837	3 808	3 821	2 817
Private banker	7 651	3 948	10 917	10 647	9 772
Andre finansinstitusjoner	2 069	1 949	2 165	1 930	1 889
Andre norske sektorer	103	104	102	112	112
<b>Påløpte, ikke forf. renter statskassen</b>	<b>0</b>	<b>151</b>	<b>274</b>	<b>378</b>	<b>533</b>
Annen innenlandsk gjeld	781	334	506	315	344
Motverdi av spes. trekkrett. i IMF	1 795	1 757	1 808	1 774	1 765
<b>Kursreguleringsfond</b>	<b>27 215</b>	<b>27 215</b>	<b>27 215</b>	<b>27 215</b>	<b>27 215</b>
<b>Overføringsfond <sup>1)</sup></b>	<b>30 228</b>	<b>30 228</b>	<b>30 228</b>	<b>30 228</b>	<b>30 228</b>
<b>Annen egenkapital</b>	<b>1 916</b>	<b>1 916</b>	<b>1 916</b>	<b>1 916</b>	<b>1 916</b>
<b>Kursreguleringer</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>472</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Inntekter</b>	<b>0</b>	<b>5 627</b>	<b>2 352</b>	<b>6 439</b>	<b>7 316</b>
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>	<b>353 884</b>	<b>349 058</b>	<b>354 124</b>	<b>357 112</b>	<b>377 494</b>
<b>Poster utenfor balansen inkl. Statens petroleumfond:</b>					
Valuta solgt på levering	6 409	852	1 367	4 810	927
Valuta kjøpt på levering	6 409	852	1 367	4 850	967
Derivater solgt	8 926	3 040	3 328	6 037	5 880
Derivater kjøpt	3 956	3 280	3 296	3 525	1 504
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	284	284	284	284	284

1) Overføringsfondet er omklassifisert fra egenkapital til gjeld pr.01.01.1999





Tabell 2. Norges Bank. Resultatregnskap pr. 31. desember, 1995-1999. (Mill. kroner)

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Renteinntekter utland:</b>					
Renter av bankinnskudd/utlån	937,7	862,3	1 177,9	719,5	1 023,0
Renter av statsveksler	408,3	458,3	162,8	12,0	0,4
Renter av ihendehaverobligasjoner	7 981,3	8 955,4	11 507,0	9 688,2	7 315,8
Andre renteinntekter	280,8	264,1	302,3	402,6	477,2
Aksjeutbytte BIS	10,7	10,8	11,2	12,1	13,0
<b>Sum renteinntekter utland</b>	<b>9 618,8</b>	<b>10 550,9</b>	<b>13 161,2</b>	<b>10 834,4</b>	<b>8 829,4</b>
<b>Avkastning plasseringer for Statens petroleumsfond</b>	<b>0,0</b>	<b>62,4</b>	<b>4 873,9</b>	<b>21 571,5</b>	<b>30 295,5</b>
<b>Rentekostnader utland:</b>					
Renter innskudd/innlån	240,3	219,0	617,6	346,9	716,5
Renter utenlandske kunder	27,9	35,6	41,0	44,6	42,7
<b>Sum rentekostnader utland</b>	<b>268,2</b>	<b>254,6</b>	<b>658,6</b>	<b>391,5</b>	<b>759,2</b>
<b>Netto renteinntekter utland</b>	<b>9 350,6</b>	<b>10 358,7</b>	<b>17 376,5</b>	<b>32 014,4</b>	<b>38 365,7</b>
<b>Renteinntekter innland:</b>					
Renter av ihendehaverobligasjoner	921,0	837,5	650,1	706,6	508,3
Renter av omsettelige sertifikater	132,1	139,2	108,9	139,7	181,8
Renter av innskudd i norske banker	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renter av utlån til banker	308,7	326,1	39,3	206,6	432,2
Renter av andre utlån	40,0	32,3	21,1	20,1	30,0
<b>Sum renteinntekter innland</b>	<b>1 401,8</b>	<b>1 335,1</b>	<b>819,4</b>	<b>1 073,0</b>	<b>1 152,3</b>
<b>Rentekostnader innland:</b>					
Renter til statskassen	3 533,6	3 356,6	4 793,2	4 277,4	1 775,8
Renter statens petroleumsfond	0,0	62,4	4 873,9	21 571,5	30 295,5
Renter til offentlige kontohavere	135,2	162,3	129,5	123,9	116,7
Renter til banker	258,0	347,3	590,2	659,6	661,2
Renter av skattefrie fondsavsetninger	1,6	1,4	1,0	0,7	0,6
Andre rentekostnader	14,3	4,3	3,0	2,8	6,9
<b>Sum rentekostnader innland</b>	<b>3 942,7</b>	<b>3 934,3</b>	<b>10 390,8</b>	<b>26 635,9</b>	<b>32 856,7</b>
<b>Netto rentekostnader innland</b>	<b>2 540,9</b>	<b>2 599,2</b>	<b>9 571,4</b>	<b>25 562,9</b>	<b>31 704,4</b>
<b>Netto renteinntekter utland og innland</b>	<b>6 809,7</b>	<b>7 759,5</b>	<b>7 805,1</b>	<b>6 451,5</b>	<b>6 661,3</b>
<b>Kursreguleringer:</b>					
Netto kursgev/tap (-) på valuta	(3 853,9)	(4 423,8)	6 390,8	15 351,6	(887,3)
Netto kursgev/tap (-) på utenl. verdipap. og fin. instr.	3 014,4	1 827,2	453,2	2 534,6	(7 345,0)
Netto kursgev/tap (-) på norske verdipapirer	298,9	(22,7)	130,0	(167,2)	(809,8)
<b>Netto kursreguleringer</b>	<b>(540,6)</b>	<b>(2 619,3)</b>	<b>6 974,0</b>	<b>17 719,0</b>	<b>(9 042,1)</b>
<b>Netto renteinntekter og kursreguleringer</b>	<b>6 269,1</b>	<b>5 140,2</b>	<b>14 779,1</b>	<b>24 170,5</b>	<b>(2 380,8)</b>
<b>Driftinntekter:</b>					
Gebyrer og provisjonsinntekter	67,9	77,8	79,5	89,1	99,0
Salgsinntekter produksjonsbedrifter	42,6	58,3	82,0	76,3	76,8
Andre driftsinntekter	82,2	32,9	33,0	180,4	232,5
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>192,7</b>	<b>169,0</b>	<b>194,5</b>	<b>345,8</b>	<b>408,3</b>
<b>Driftskostnader:</b>					
Lønn, honorarer og andre personalkostnader	416,6	444,7	455,4	484,0	514,0
Ordinære avskrivninger	123,1	119,8	118,2	114,6	116,2
Større arbeider og investeringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vareforbruk ved produksjonsbedriftene	60,5	62,3	76,2	97,8	85,1
Andre driftskostnader	226,7	224,4	250,0	309,6	426,9
Innløste utgåtte sedler	19,7	12,4	12,9	0,0	0,0
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>846,6</b>	<b>863,6</b>	<b>912,7</b>	<b>1 006,0</b>	<b>1 142,2</b>
<b>Netto driftskostnader</b>	<b>653,9</b>	<b>694,6</b>	<b>718,2</b>	<b>660,2</b>	<b>733,9</b>
<b>Driftsresultat før tap på utlån/fordringer</b>	<b>5 615,2</b>	<b>4 445,6</b>	<b>14 060,9</b>	<b>23 510,3</b>	<b>(3 114,7)</b>
Inngått/tap (-) på utlån/fordringer	0,1	(0,7)	0,0	0,0	(0,3)
<b>Resultat før ekstraordinære poster</b>	<b>5 615,3</b>	<b>4 444,9</b>	<b>14 060,9</b>	<b>23 510,3</b>	<b>(3 115,0)</b>
Ekstraordinære inntekter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ekstraordinære kostnader	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Netto ordinære poster</b>	<b>(16,1)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Årsresultat før overføringer</b>	<b>5 599,2</b>	<b>4 444,9</b>	<b>14 060,9</b>	<b>23 510,3</b>	<b>(3 115,0)</b>
<b>Overføringer:</b>					
Overført fra kursreguleringsfondet	0,0	0,0	0,0	2 977,9	0,0
Overført fra overføringsfondet 1)	7 239,2	4 236,5	3 811,0	3 400,6	0,0
Overført fra annen egenkapital	118,9	102,3	93,9	83,7	3 371,8
<b>Til disposisjon</b>	<b>12 957,3</b>	<b>8 783,7</b>	<b>17 965,8</b>	<b>29 972,5</b>	<b>256,8</b>
Overført til annen egenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	132,6
Overført til statskassen fra overføringsfondet 1)	7 239,2	4 236,5	3 811,0	3 400,6	0,0
Overført ekstraordinært til statskassen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avsatt til overføringsfondet	4 718,4	0,0	5 483,5	26 571,9	0,0
Avsatt til kursreguleringsfondet	999,7	4 547,2	8 671,3	0,0	124,2
<b>Disponert i alt</b>	<b>12 957,3</b>	<b>8 783,7</b>	<b>17 965,8</b>	<b>29 972,5</b>	<b>256,8</b>

1) Overføringsfondet er omklassifisert fra egenkapital til gjeld fra 01.01.1999

Tabell 3. Norges Banks utlån til og innskudd fra banker i 1999. Renter på F-lån og F-innskudd.

Periode		D-lånsramme	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folio- innskudd
		% av beregnings- grunnlaget	Låne- potensiale mill.kr.	Faktiske trekk mill.kr.	Dagl. gj.snitt mill.kr.	Nom. rente	Dagl. gj.snitt mill.kr.	Nom. rente	Dagl. gj.snitt mill.kr.
1999									
Januar	01.-15.	15	10 573	7	3 221	8,68	1 040	8,32	6 319
	16.-31.	15	9 912	306	6 772	8,60	708	8,33	6 344
Februar	01.-15.	15	10 573	4	1 333	7,88	2 089	7,66	6 246
	16.-28.	15	12 199	86	127	8,05	337	7,68	7 112
Mars	01.-15.	15	10 573	5	0	-	12 316	7,30	5 965
	16.-31.	15	9 912	64	954	7,55	1 796	7,24	6 679
April	01.-15.	15	10 561	211	0	-	1 955	7,23	10 101
	16.-30.	15	10 561	42	3 880	7,40	0	-	6 946
Mai	01.-15.	15	10 561	10	1 041	7,15	1 667	6,70	10 247
	16.-31.	15	9 901	31	5 539	7,15	625	6,70	7 126
Juni	01.-15.	15	10 561	9	2 262	7,15	0	-	6 490
	16.-30.	15	10 561	91	372	6,65	475	6,22	7 183
Juli	01.-15.	15	10 561	33	0	-	5 060	6,19	6 393
	16.-31.	15	9 901	10	4 268	6,65	0	-	6 306
August	01.-15.	15	10 561	8	393	6,05	1 550	6,22	7 221
	16.-31.	15	9 901	42	0	-	0	-	6 812
September	01.-15.	15	10 561	5	0	-	6 267	6,21	7 117
	16.-30.	15	10 561	58	7 790	5,75	533	6,19	8 404
Oktober	01.-15.	15	11 295	5	7 921	5,56	0	-	9 847
	16.-31.	15	10 589	5	9 091	5,55	0	-	9 547
Novemver	01.-15.	15	11 295	6	267	5,57	5 393	5,66	8 393
	16.-30.	15	11 295	75	21 139	5,55	0	-	6 628
Desember	01.-15.	15	11 295	11	14 156	5,55	0	-	10 623
	16.-31.	100	70 592	5	13 595	5,62	0	-	18 330

Tabell 4. Renter på D-lån og bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorente) i 1998-99

Periode	D-lånsrente		Foliorente	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
16.07.97-18.03.98	5,50%	5,65%	3,50%	3,56%
19.03.98-24.05.98	5,75%	5,92%	3,75%	3,82%
25.05.98-28.06.98	6,25%	6,45%	4,25%	4,34%
29.06.98-05.07.98	6,50%	6,71%	4,50%	4,60%
06.07.98-11.08.98	7,00%	7,25%	5,00%	5,12%
12.08.98-20.08.98	7,50%	7,78%	5,50%	5,65%
21.08.98-24.08.98	9,00%	9,41%	7,00%	7,25%
25.08.98-27.01.99	10,00%	10,51%	8,00%	8,32%
28.01.99-02.03.99	9,50%	9,96%	7,50%	7,78%
03.03.99-23.04.99	9,00%	9,41%	7,00%	7,25%
26.04.99-16.06.99	8,50%	8,86%	6,50%	6,71%
17.06.99-22.09.99	8,00%	8,31%	6,00%	6,18%
23.09.99-	7,50%	7,76%	5,50%	5,65%

Tabell 5. Myntomløpets sammensetning 1995-1999, årsgjennomsnitt og ved utløpet av enkeltmåned i 1999 (Mill. kroner)

Tallene er beregnet ut fra fysiske beholdninger ved måneds- og årsslutt

	20-kroner <sup>4)</sup>	10-kroner <sup>5)</sup>	5-kroner <sup>8)</sup>	1-kroner <sup>7)</sup>	50-ører <sup>6)</sup>	25-ører <sup>2)</sup>	10-ører <sup>3)</sup>	Kobber <sup>2)</sup>	Totalt <sup>1)</sup>
1995	368,6	951,6	387,8	471,9	128,1	40,4	134,0	25,6	2 508,0
1996	531,8	1 019,5	400,8	492,0	133,8	40,3	132,4	25,6	2 776,2
1997	655,1	1 009,5	415,2	518,4	142,1	40,3	131,2	25,6	2 937,4
1998	778,7	1 029,5	440,3	561,0	150,3		130,5		3 090,2
1999	873,4	1 046,3	473,9	590,2	157,2		130,0		3 271,0
1999									
Januar	826,1	1 029,2	462,6	574,3	153,7		130,2		3 176,1
Februar	833,2	1 030,4	479,4	580,1	154,7		130,1		3 207,8
Mars	842,6	1 043,3	473,6	581,4	155,2		130,1		3 226,2
April	831,0	1 028,5	468,4	578,9	155,4		130,1		3 192,2
Mai	855,4	1 063,3	458,6	596,2	156,5		130,0		3 260,0
Juni	860,0	1 045,4	477,6	588,6	156,8		130,0		3 258,3
Juli	885,2	1 052,0	481,3	592,3	157,3		129,9		3 298,0
August	892,7	1 047,9	458,1	594,5	157,9		129,9		3 281,1
September	896,5	1 044,1	480,6	595,1	158,6		129,9		3 304,7
Oktober	901,8	1 043,8	478,7	596,3	159,1		129,9		3 309,6
November	909,6	1 048,5	480,6	597,7	159,7		129,8		3 325,9
Desember	946,2	1 079,8	487,6	607,5	161,3		129,8		3 412,2

1) Ekskl. sølvmynt kr 6.743.000, samt jubileums- og minnemynter utgitt av Norges Bank 1964-1996 som er omtalt i note om sedler og mynt.

2) 1-, 2-, 5- og 25-ører er ikke lenger gyldig betalingsmiddel, men ble innløst av Norges Bank frem til 13. juli 1998.

3) 10-ører utgikk som tvungent betalingsmiddel 1. mars 1993, og vil innløses av Norges Bank frem til 1. mars 2003.

4) En ny 20-kronemynt ble satt i omløp 1. november 1994.

5) En ny 10-kronemynt ble satt i omløp 15. september 1995. Samtidig ble det kunngjort at den gamle 10-kronemynten utgår som tvungent betalingsmiddel 15. september 1996, og vil innløses av Norges Bank frem til 15. september 2006.

6) En ny 50-øremynt ble satt i omløp 16. september 1996. Samtidig ble det kunngjort at den gamle 50-øremynten utgår som tvungent betalingsmiddel 16. september 1997, og vil innløses av Norges Bank frem til 16. september 2007.

7) En ny 1-kronemynt ble satt i omløp 15. september 1997. Samtidig ble det kunngjort at den gamle 1-kronemynten utgår som tvungent betalingsmiddel 5. september 1998, og vil innløses av Norges Bank frem til 5. september 2008.

8) En ny 5-kronemynt ble satt i omløp 15. september 1998. 9. juli 1999 ble det kunngjort at den gamle 5-kronemynten utgår som tvungent betalingsmiddel 9. juli 2000, og vil innløses av Norges Bank frem til 9. juli 2010.

Tabell 6. Seddelomløpets sammensetning 1995-1999, årsgjennomsnitt og ved utløpet av enkeltmåned i 1999 (Mill. kroner). Tallene er beregnet ut fra fysiske beholdninger ved måneds- og årsslutt

	1000-kroner <sup>1)</sup>	500-kroner <sup>2)</sup>	200-kroner <sup>3)</sup>	100-kroner <sup>5)</sup>	50-kroner <sup>6)</sup>	Totalt
1995	25 522,1	2 991,7	1 025,1	5 727,5	585	35 851,1
1996	25 985,4	3 465,2	1 771,2	4 961,6	629	36 812,2
1997	26 711,4	4 068,0	2 629,7	4 245,8	628,6	38 283,5
1998	27 772,9	4 875,1	3 649,5	3 473,3	716,6	40 487,3
1999	27 290,5	5 588,1	3 949,2	3 026,7	711,9	40 566,2
1999						
Januar	28 274,9	5 043,9	3 623,7	3 096,4	701,8	40 740,6
Februar	27 588,4	5 035,2	3 657,7	3 111,4	706,7	40 099,4
Mars	27 175,2	5 230,8	3 856,0	3 085,0	684,4	40 031,4
April	28 791,7	5 025,6	3 704,1	2 961,8	683,9	41 167,2
Mai	26 661,2	5 247,4	3 907,8	3 079,4	713,5	39 609,4
Juni	26 986,0	7 089,0	4 046,9	3 199,9	744,6	42 066,5
Juli	26 657,0	5 746,7	4 137,8	3 168,9	743,5	40 453,8
August	26 264,8	5 578,1	4 063,0	3 025,9	721,5	39 653,2
September	26 235,3	5 522,6	3 984,7	2 940,3	709,4	39 392,3
Oktober	26 221,4	5 476,8	3 974,0	2 841,9	697,2	39 211,3
November	26 679,6	5 538,6	3 993,9	2 843,5	706,2	39 761,8
Desember	29 950,0	6 522,0	4 440,2	2 966,2	729,5	44 608,0

- 1) 1000-kroneseddelen av 5. utgave ble trukket tilbake som betalingsmiddel fra 1. august 1990. Seddelen innløses av Norges Bank frem til 1. august 2001.
- 2) 500-kroneseddelen av 5. utgave ble trukket tilbake som betalingsmiddel fra 21. juni 1991. Seddelen innløses av Norges Bank frem til 21. juni 2002.
- 3) En ny 200-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 1. november 1994.
- 4) En ny 50-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 20. januar 1997. Samtidig ble det kunngjort at 50-kroneseddelen av 6. utgave utgår som gyldig betalingsmiddel fra 20. januar 1998, og vil innløses av Norges Bank frem til 20. januar 2008
- 5) En ny 100-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 15. september 1997. Samtidig ble det kunngjort at 100-kroneseddelen av 6. utgave utgår som gyldig betalingsmiddel fra 5. september 1998, og vil innløses av Norges Bank frem til 5. september 2008
- 6) En ny 500-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 7. juni 1999.

Tabell 7. Tilintetgjorte sedler i tidsrommet 1995-1999 (Mill. stk.) <sup>1)</sup>

	1000-kroner	500-kroner	200-kroner	100-kroner	50-kroner	Totalt
1995	2,4	3,5	0,9	39,2	12,8	58,8
1996 <sup>2)</sup>	2,4	3,2	2,9	32,4	27,0	67,9
1997 <sup>2)</sup>	2,5	4,4	5,8	67,7	25,1	105,5
1998 <sup>3)</sup>	1,0	3,8	7,2	26,8	12,5	51,3
1999 <sup>3)</sup>	0,7	2,0	4,1	6,7	11,2	24,7

- 1) Eksklusiv eldre utgaver: 3. utgave, 4. utgave og 5. utgave (100-kroner og 50-kroner)  
3. utgave, 4. utgave (1000-kroner og 500-kroner)
- 2) Nivået på 100- og 50-kroner, skyldes ny 7. utgave.
- 3) Reduksjonen skyldes beslutning om ikke å destruere.

Tabell 8. Gjennomsnittlig levetid for sedler 1995-1999 (År)

	1000-kroner	500-kroner	200-kroner	100-kroner	50-kroner
1995	10,6	1,7	5,5	1,5	0,9
1996	10,6	2,1	3,1	1,5	0,5
1997	10,7	1,8	2,3	0,6	0,5
1998 <sup>1)</sup>	28,2	2,6	2,5	1,3	1,1
1999 <sup>1)</sup>	39,4	5,6	4,8	4,5	1,3

Tallene i tabellen viser omfanget av seddelomløpet i forhold til omfanget av destruerte sedler det aktuelle året.

- En ny 200-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 1. november 1994.  
 En ny 50-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 20. januar 1997.  
 En ny 100-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 15. september 1997.  
 En ny 500-kroneseddel 7. utgave, ble satt i omløp 7. juni 1999.
- 1) Den økte levetid skyldes beslutning om ikke å destruere.

Tabell 9. Seddelinngang 1995-1999 (Mill. stk.)

	1000-kroner	500-kroner	200-kroner	100-kroner	50-kroner	Totalt
1995	34,2	51,6	46,5	362,6	24,9	519,8
1996	34,7	60,0	94,8	294,1	25,6	509,2
1997	33,0	71,1	144,8	241,0	27,6	517,5
1998	34,7	82,1	197,3	151,8	28,5	494,3
1999	35,6	97,6	214,3	147,6	29,8	524,9

Tabellen viser antall sedler innlevert til Norges Bank for sortering og ekthetskontroll.

Tabell 10. Sedlenes omløpshastighet 1995-1999

	1000-kroner	500-kroner	200-kroner	100-kroner	50-kroner	Totalt
1995	1,35	8,63	9,09	6,33	2,13	4,93
1996	1,33	8,66	10,71	5,93	2,04	4,90
1997	1,24	8,74	11,02	5,68	2,19	5,17
1998	1,25	8,38	10,78	4,37	1,99	4,71
1999	1,30	8,73	10,85	4,88	2,09	5,28

Tabellen viser antall ganger sedlene gjennomsnittlig passerer gjennom Norges Bank pr. år.

Tabell 11. Myntinngang til Norges Bank 1995-1999 (Mill. stk.)

	20-kroner	10-kroner	5-kroner	1-kroner	50-ører	Totalt
1995	35,3	151,2	77,9	377,9	56,4	698,7
1996	52,1	156,7	84,1	391,2	75,8	759,9
1997	64,7	162,0	89,7	443,1	78,6	838,1
1998	82,7	169,2	85,4	474,7	74,7	886,7
1999	86,9	161,6	96,4	422,0	64,7	831,6

Tabellen viser antall mynter innlevert til Norges Bank for sortering og ekthetskontroll.

Tabell 12. Myntenes omløpshastighet 1995-1999

	20-kroner	10-kroner	5-kroner	1-kroner	50-ører	Totalt
1995	1,92	1,59	1,01	0,80	0,22	0,76
1996	1,96	1,54	1,05	0,80	0,28	0,78
1997	1,98	1,60	1,08	0,85	0,28	0,82
1998	2,12	1,64	0,97	0,85	0,25	0,81
1999	1,99	1,54	1,02	0,71	0,21	0,72

Tabellen viser antall ganger mynten gjennomsnittlig passerer gjennom Norges Bank pr. år.

Tabell 13. Produksjon av sirkulasjonsmynt ved Den Kongelige Mynt 1989-1999 (1000 stk)<sup>1)</sup>

	20-krone	10-krone	5-krone	1-krone	50-øre	10-øre	Totalt
1989	-	4 200	-	6 600	11 400	81 400	103 700 <sup>2)</sup>
1990	-	3 034	-	9 868	1 834	145 221	159 957
1991	-	5 068	500 <sup>3)</sup>	15 060	2 810	69 400	92 838
1992	-	5 520 <sup>4)</sup>	500	13 103	6 896	21 100 <sup>4)</sup>	47 119
1993	-	3 803 <sup>4)</sup>	522	11 246	8 068	2 200 <sup>4)</sup>	25 839
1994	16 123	5 880 <sup>4)</sup>	2 112	27 330	10 799	-	62 244
1995	19 892	56 825	1 009	12 883	6 835	-	97 444
1996	5 862	40 287	1 382	16 518	4 526 <sup>5)</sup>	-	150 500
1996					81 930 <sup>6)</sup>		
1997	1 049	1 229	1 742	145 425 <sup>7)</sup>	24 089		173 558
1997				4 300 <sup>8)</sup>			
1998	5 007	1 058	47 701	139 493 <sup>9)</sup>	30 913		224 173
1999	6 171	1 059	21 970	75 174	25 314		129 688

1) Tabellen gir tall for mynt produsert og levert til Norges Bank, og kan ikke brukes til å angi antall mynter som er preget med de ulike årstall. Myntsett er inkludert.

2) Inkl. 100 000 stk. 175-krone jubileumsmynt.

3) Alt jubileumsmynt.

4) Alt med 1991-preg.

5) Gammel 50-øre.

6) Ny 50-øre.

7) Ny 1-krone.

8) Gammel 1-krone.

9) Hvorav 4,8 mill. produsert i Canada.

Tabell 14. Produksjon av sedler ved Norges Banks Seddeltrykkeri 1990-1999  
(Tallene gjelder antall pakker à 500 sedler).

	1000-kr.	500-kr.	200-kr.	100-kr.	50-kr.
1990	62 302 <sup>1)</sup>	-			-71 768
1991	10 000	18 604		51 600	33 800
1992	15 500	10 500		85 800	23 400
1993	4 400	0		61 400	24 800
1994	2 100	6 800	45 300 <sup>2)</sup>	46 800	31 200
1995	0	10 500	62 800	49 400	41 200
1996	0	14 600	5 150	20 000 <sup>3)</sup>	73 600 <sup>4)</sup>
1997	0	4 200	0	109 210	12 200
1998	5 800	16 600	51 950	43 600	45 400
1999	12 950	43 699 <sup>2)</sup>	44 340	33 800	38 400

1) Alt ny utgave (VI. utgave)

2) Ny utgave (VII. utgave)

3) VII-utgave - ble introdusert i 1997

4) 13 600 VI. utgave og 60 000 VII. utgave (som ble introdusert i 1997)

Tabell 15. Norges Banks seddelutgaver 1877-1999. Produksjonsperiode

	1. utgave	2. utgave	3. utgave	4. utgave	5. utgave	6. utgave	7. utgave
1000-kronesedler	1877-98	1901-45	1945-47	1949-74	1975-89	1990-	
500-kronesedler	1877-96	1901-44	-	1948-76	1978-85	1991-98	1999-
200-kronesedler	-		-		-		1994-
100-kronesedler	1877-98	1901-45	1945-49	1949-62	1962-77	1977-96	1997-
50-kronesedler	1877-99	1901-45	1945-50	1950-65	1966-84	1984-96	1996-
10-kronesedler	1877-99	1901-45	1945-53	1954-74	1972-85	-	-
5-kronesedler	1877-99	1901-44	1945-54	1955-63	-		-
Skillemyntsedler							
1-kronesedler	1917	1940-50					
2-kronesedler	1918	1940-50					

Sedler av 1. utgave ble gjort ugyldige som betalingsmiddel 13. juli 1988. Sedler av 2. utgave ble gjort ugyldige som betalingsmiddel ved pengesaning i 1945 og innløses ikke av banken. Sedler av 3. og 4. utgave samt 10-, 50- og 100-kronesedler av 5. utgave opphørte å være gyldig betalingsmiddel fra 13. juli 1989. 1000-kronesedler av 5. utgave ble gjort ugyldige som betalingsmiddel fra 1. august 1991. 500-kronesedler av 5. utgave ble gjort ugyldige fra 21. juni 1992. 1- og 2-kronesedler fra perioden 1917-1918 er ugyldige som betalingsmiddel og innløses ikke av banken. 1- og 2-kronesedler fra perioden 1940-1950 opphørte å være gyldig betalingsmiddel fra 13. juli 1989.



## Vedlegg B

### Norges Banks ledelse og organisasjon

#### Bankens styrende organer

Bankens øverste organer er hovedstyret og representantskapet.

Etter lov om Norges Bank og pengevesenet av 24. mai 1985 har hovedstyret den utøvende og rådgivende myndighet. Det leder bankens virksomhet og forvalter dens midler. Hovedstyret har syv medlemmer som oppnevnes av Kongen. Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen skal være henholdsvis leder og nestleder i hovedstyret. De ansettes i heldagsstilling for seks år. De øvrige fem medlemmer oppnevnes for fire år. Ved behandlingen av administrative saker suppleres hovedstyret med to medlemmer valgt av og blant de ansatte. Hovedstyret holder normalt møte hver annen uke.

Representantskapet fører blant annet tilsyn med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt, organiserer bankens revisjon, fastsetter bankens årsregnskap og vedtar etter forslag fra hovedstyret dens budsjett. Representantskapet består av femten medlemmer valgt av Stortinget for fire år. Blant medlemmene velger Stortinget leder og nestleder for to år. Representantskapet holder vanligvis fire møter i året.

#### Hovedstyret

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, leder

Visesentralbanksjef Jarle Bergo, nestleder

Konsulent Esther Kostøl (98-01)  
Vararepr.: nestleder Eystein Gjelsvik

Administrerende direktør Torgeir Høien (98-01)  
Vararepr.: advokat Ingfrid Oddveig Tveit

Fylkesmann Sigbjørn Johnsen (98-01)  
Vararepr.: fylkesrådmann Ottar Brage Guttelvik

Daglig leder Sylvi Røssland Sørfonn (00-03)  
Vararepr.: revisor Tore Johansen

Konsernsjef Trond R. Reinertsen (00-03)  
Vararepr.: Kari Olrud Moen  
Fra de ansatte:  
Mekaniker Espen Halvorsen  
Avdelingssjef Sonja Blichfeldt Myhre  
Vararepr.: fullmektig Marit Aas Hoftvedt  
Vararepr.: fullmektig Arne Ege

#### Representantskapet

Skolesjef Mary Kvidal (98-01), leder 00-01  
Vararepr.: rektor Steinar Frithjof Dreyer  
Skipspreder Jens Marcussen (98-01), nestleder 00-01  
Vararepr.: avdelingsleder Nils-Olav Skilbred  
Kontorleder Aslaug Mildrid Sofie Eriksen (98-01)  
Vararepr.: prosjektdirektør Odd Erik Hansgaard  
Sekretær Berit Hultmann (98-01)  
Vararepr.: fagopplæringssjef Frode R. Svendsen  
Distriktssekretær Terje Ohnstad (00-03)  
Vararepr.: lærer Ragnhild Weiseth  
Husmor Reidun Romfo (00-03)  
Vararepr.: ordfører Rigmor Aasrud Jahren  
Fylkesutdanningssjef Johan Solheim (00-03)  
Vararepr.: salgssjef Armand Bjørnholt  
Spesialkonsulent Veslemøy Rabe (00-03)  
Vararepr.:  
Advokat Morten Steenstrup (00-03)  
Vararepr.: direktør Søren Fredrik Voie  
Daglig leder Solveig Nordkvist Haugerud (00-03)  
Vararepr.: Kommunalråd Monica Mæland  
Grosserer Hakon Lunde (98-01)  
Vararepr.: distriktsbanksjef Dag Sandstå  
Cand.oecon. Hans Hammond Rossbach (98-01)  
Vararepr.: Sikkerhetskonsulent Olav Pedersen  
Fylkeskultursjef Hanne Varhaug Søberg (00-03)  
Vararepr.: student Bjørn Arild Gram  
Rektor Per Aas (98-01)  
Vararepr.: ordfører Trude Brosvik  
Konsulent Kåre Harila (00-03)  
Vararepr.:

## Revisjonen

Sentralbankrevisor Svenn Erik Forsstrøm  
Ass. sentralbankrevisor Mats Leonhard Pedersen

## Bankens administrasjon og organisasjon

### Administrasjon

Sentralbanksjefen forestår etter loven bankens administrasjon og gjennomføringen av hovedstyrets vedtak. Hovedstyret har opprettet et utvalg, administrasjonsutvalget, som er gitt beslutningsmyndighet i administrative saker (bankens egenforvaltning). I utvalget deltar:

#### *Fra ledelsen:*

Sentralbanksjef Svein Gjedrem  
Visesentralbanksjef Jarle Bergo  
Direktør Inger-Johanne Sletner

#### *Fra de ansatte:*

Mekaniker Espen Halvorsen  
Avdelingssjef Sonja Blichfeldt Myhre

### Organisasjon

Bankens organisasjon fremgår av organisasjonskartet. Regnskapsberetningen inneholder en tabell som viser antall arbeidstakere fordelt på fast ansatte (heltid og deltid) og engasjementer ved hovedkontoret, distriktsavdelingene og produksjonsbedriftene ved utgangen av 1999.

## Ledergruppen

Sentralbanksjef Svein Gjedrem  
Visesentralbanksjef Jarle Bergo  
Direktør Bente Akselsen  
Direktør Inger-Johanne Sletner  
Direktør Bernt Nyhagen  
Direktør Jan F. Qvigstad  
Direktør Jon A. Solheim  
Direktør Harald Bøhn  
Direktør Knut N. Kjær

## Juridisk avdeling

Direktør Bernt Nyhagen  
Ass. direktør Else M. Bøthun

## De sentrale staber

Direktør Harald Bøhn  
Stabsdirektør Hans Petter Wilse  
Direktør Kari Gjestebø  
Ass. direktør Ole Jonny Oldertrøen  
Ass. direktør Birger Vikøren

## Område I - Pengepolitikk

Direktør Jan F. Qvigstad

### Markedsoperasjonsavdelingen

Fagdirektør Morten Baltzersen  
Ass. direktør Morten Jonassen  
Ass. direktør Jannecke Smith-Sørensen

### Økonomisk avdeling

Fagdirektør Jon Nicolaisen  
Ass. direktør Kristin Gulbrandsen  
Ass. direktør Kåre Hagelund (permisjon)

### Internasjonal avdeling

Internasjonal direktør Anne Berit Christiansen  
Ass. direktør Anders Svør

### Forskningsavdelingen

Forskningsdirektør Eilev S. Jansen  
Forskningsssjef Bent Vale  
Forskningsssjef Øyvind Eitrheim

### Statistikkavdelingen

Statistikkdirektør Audun Grønn  
Ass. direktør Trond Munkerud Johansen  
Ass. direktør Vetle Hvidsten

## Område II - Finansmarkeder og betalingssystemer

Direktør Jon A. Solheim  
Stedfortredende direktør Asbjørn Fidjestøl

### Avdeling for finansiell analyse og struktur

Fagdirektør Trond Eklund

### Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer

Fagdirektør Henning Strand  
Fagdirektør Gunnvald Grønvik (permisjon)  
Ass. direktør Dag-Inge Flatraaker

### Bankavdelingen

Bankdirektør Helge Strømme  
Ass. direktør Eline Vedel

### Avdeling for kontante betalingsmidler

Hovedkasserer Sylvi Johansen  
Ass. direktør Leif Veggum

## Område III - Sedler og mynt

Direktør Bente Akselsen  
Ass. direktør Siri Caspersen  
Ass. direktør Paal Espeli

**Norges Banks seddeltrykkeri (Oslo)**

Direktør Jan Erik Johansen

**Den Kongelige Mynt (Kongsberg)**

Direktør Jan Erik Johansen

**Bergen avdeling**

Avdelingsdirektør John-Harald Kristiansen

**Bodø avdeling**

Avdelingsdirektør Willy Sørra

**Fredrikstad avdeling**

Avdelingsdirektør Bjørn Eliassen

**Hammerfest avdeling**

Avdelingsdirektør Per-Åge Hansen

**Kristiansand S. avdeling**

Avdelingsdirektør Odd Skuggen

**Larvik avdeling**

Avdelingsdirektør Gunnar Andersen

**Lillehammer avdeling**

Avdelingsdirektør Erik Frydenlund

**Oslo avdeling**

Avdelingsdirektør Else Marit Laskerud

**Stavanger avdeling**Avdelingsdirektør Kirsti Emilie Mauritzen  
Kontorsjef Olav Mathias Gaard (Haugesund)**Tromsø avdeling**

Avdelingsdirektør Roald Ekanger

**Trondheim avdeling**

Avdelingsdirektør Eivind Johnsen

**Vardø avdeling**

Avdelingsdirektør Terje Lorentzen

**Ålesund avdeling**

Avdelingsdirektør Hans Henrik Lerstad

**Område IV - Konserndrift**

Direktør Inger-Johanne Sletner

**Forvaltningsavdelingen**

Forvaltningsdirektør Kjell Dankertsen

**Bedriftshelsetjenesten**

Bedriftslege Jean R. Campbell

**Personalavdelingen**

Personaldirektør Anne-Britt Nilsen

**Teknologiavdelingen**

IT-direktør Bjørn Helge Vatne

**Budsjett- og regnskapsavdelingen**

Økonomidirektør Harald Haare

**Informasjonsavdelingen**

Informasjonsdirektør Poul Henrik Poulsson

**Sikkerhetsavdelingen**

Fagsjef Arne Haugen

**Område V- Norges Bank  
Kapitalforvaltning**

Direktør Knut N. Kjær

**Risikoallokering**

Ass.direktør Morten Jensen

**Renteforvaltning**Ass.direktør Dag Løtveit  
Ass.direktør Helge Eide (permisjon)  
Direktør Ole Chr. Frøseth (New York)**Aksjeforvaltning**

Ass.direktør Yngve Slyngstad

**Middle Office**

Ass.direktør Steinar Selnes

**Stab**

Fagdirektør Sigbjørn Atle Berg

**Internkontroll og juridisk**Ass.direktør Marius Nygaard Haug  
Ass.direktør Bjørn Taraldsen**Oppgjør og regnskap**

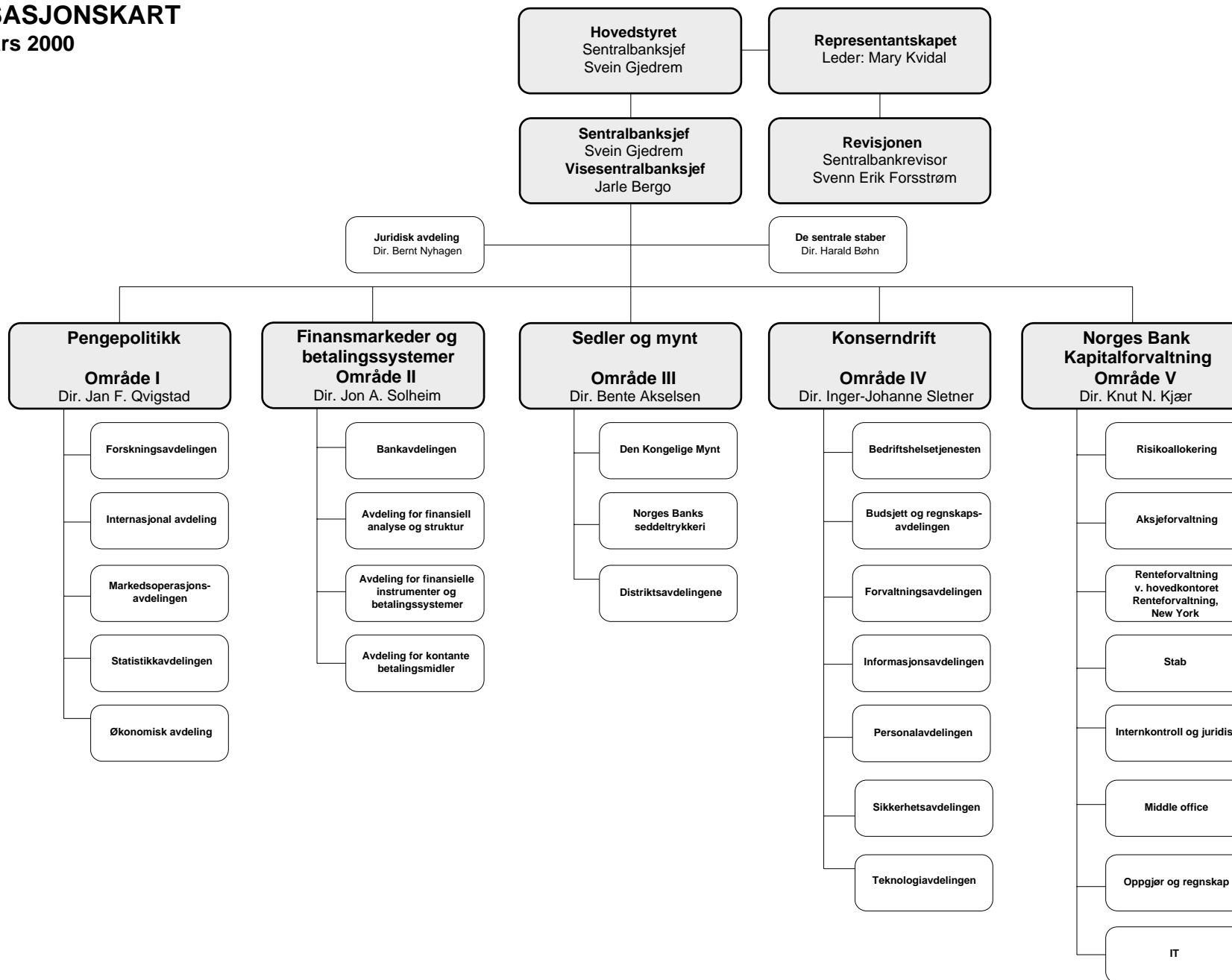
Ass.direktør Carl Jacob Vogt

**IT**

Kontorsjef Ilse Bache

ORGANISASJONSKART

Mars 2000



## Vedlegg C

### Norges Banks rundskriv i 1999 til landets kredittinstitusjoner

Rundskriv nr. 1/23. februar 1999

*Norges Banks oppgjørssystem (NBO), innføring av bruttooppgjør via NICS*

Rundskriv nr. 2/29. mars 1999

*Senere frist for innlevering av betalings- og oppgjørstransaksjoner i Norges Bank*

Rundskriv nr. 3/15. april 1999

*Midlertidig oppheving av sanksjoner mot Libya*

Rundskriv nr. 4/26. april 1999

*Norges Banks gjenkjøpsavtaler*

Rundskriv nr. 5/28. juni 1999

*Auksjonskalender for statspapirer andre halvår 1999*

Rundskriv nr. 6/30. juli 1999

*Forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv.*

Rundskriv nr. 7/25. august 1999

*Fjernmeglere kan åpne oppgjørskonto i Norges Bank i forbindelse med verdipapiroppjøret*

Rundskriv nr. 8/30. august 1999

*Regler for hvilke verdipapirer som kan stilles som sikkerhet for lån i Norges Bank, jf. forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv.*

Rundskriv nr. 9/9. september 1999

*Endringer i driftsmønster og E-lånsrammer i forbindelse med oppgjørene i Norges Banks oppgjørssystem (NBO)*

Rundskriv nr. 10/16. september 1999

*Valutaposisjonsrapport 2 - oppheving av plikt til å sende månedsrapport*

Rundskriv nr. 11/24. september 1999

*Sanksjoner mot Den føderale republikken Jugoslavia og Republikken Serbia*

Rundskriv nr. 12/11. november 1999

*Sanksjoner mot Den føderale republikken Jugoslavia og Republikken Serbia*

Rundskriv nr. 13/23. desember 1999

*Auksjonskalender for statspapirer første halvår 2000*

## Rundskriv nr. 1/23. februar 1999

*Til finansinstitusjoner mv.*

### Norges Banks oppgjørssystem (NBO), innføring av bruttooppgjør via NICS

#### 1. Bakgrunn

Norges Bank satte 24. november 1997 i drift et nytt system for oppgjør i Norges Bank (NBO). Vilårene i NBO er nedfelt i låneforskriften, i oppgjørsavtaler mellom Norges Bank og den enkelte bank og i det fastsatte driftsmønsteret for NBO.

Fra 12. mars 1999 kan bankene sende bruttotransaksjoner til oppgjør i Norges Bank via SWIFT-delen av NICS. Bruttotransaksjoner som sendes på denne måten, vil bli overført elektronisk fra NICS til NBO og vil derfor normalt bli behandlet (gjort opp eller lagt i kø) umiddelbart etter at de er sendt fra banken. Fra 12. mars 1999 vil banker som deltar i SWIFT-delen av NICS dermed ha tilgang til realtids bruttooppgjør («real time gross settlement», RTGS).

Dette rundskrivet redegjør for endringer i Norges Banks vilkår for oppgjør i forbindelse med og etter implementering av det nye transaksjonsgrensesnittet mellom NBO og NICS. Når ikke annet er skrevet her, gjelder de vilårene som er meddelt gjennom Norges Banks rundskriv nr. 5/17. november 1997, nr. 2/5. mai 1998 og nr. 6/9. november 1998.

#### 2. Oppgjørsvilkår

##### 2.1 Øvre beløpsgrense for transaksjoner som kan inngå i SWIFT-avregningene

I forbindelse med implementering av det nye transaksjonsgrensesnittet vil det bli innført en øvre beløpsgrense for transaksjoner som kan inngå i SWIFT-avregningene i NICS. Alle transaksjoner som er over dette beløpet, vil automatisk bli sendt til bruttooppgjør i NBO. For transaksjoner med lavere beløp velger bankene selv om disse skal tas med i SWIFT-avregningene eller sendes umiddelbart videre til bruttooppgjør i NBO.

Norges Bank har bestemt at den øvre beløpsgrensen fra og med 26. mars 1999 er 100 millioner kroner. I perioden 12.-25. mars 1999 har bankforeningene, etter ønske fra BBS og i samråd med Norges Bank, satt den øvre beløpsgrensen til henholdsvis 800 millioner kroner (12.-18. mars) og 400 millioner kroner (19.-25.mars).<sup>1)</sup>

##### 2.2 Nytt tidsskjema for SWIFT-avregninger

Samtidig med innføring av det nye transaksjonsgrensesnittet innføres det et nytt tidsskjema for SWIFT-avregninger i NICS. Norges Bank har godkjent at det nye tidsskjemaet blir som følger:

Avregningsnummer	Tidspunkt for avregning i NICS
1	kl 0800
2	kl 0900
3	kl 1000
4	kl 1145
5	kl 1300
6	kl 1400

Oversendelse av et avregningsresultat fra NICS til NBO vil normalt være gjennomført innen fem minutter fra avregningen er gjennomført.

##### 2.3 Tidsgrense for SWIFT-nettooppgjør i kø i Norges Banks oppgjørssystem

Etter innføring av det nye transaksjonsgrensesnittet vil det ikke lenger være mulig å ha mer enn ett SWIFT-nettooppgjør (oppgjør basert på resultatet av en SWIFT-avregning) i kø i NBO. Samtidig med innføring av bruttooppgjør via NICS og nytt tidsskjema settes det derfor en grense for hvor lenge et SWIFT-nettooppgjør kan ligge i kø i NBO. SWIFT-nettooppgjør som ikke oppnår dekning innen denne tidsgrensen, vil normalt bli avvist. NICS vil da omgjøre avregningsresultatet til bruttotransaksjoner som oversendes Norges Bank enkeltvis.

Norges Bank har i samråd med bankforeningene bestemt at tidsgrensen fra og med 12. mars 1999 er 55 minutter etter fastsatte tidspunkt for avregningene, dvs. henholdsvis 08.55, 09.55 osv. Dette gjelder selv om det oppstår mindre forsinkelser (opp til 10 minutter) i forhold til tidsskjemaet. Ved større forsinkelser og i andre avvikssituasjoner kan tidsgrensen bli endret. Eventuelle endringer vil bli meddelt de involverte bankene via NICS/NBO-likviditetsoversikt.

1) Gjennom oppgjørsavtale med den enkelte bank har Norges Bank påtatt seg en varslingsfrist for endring av beløpsgrensen på en måned. Norges Bank har dermed etter avtalene ikke adgang til å innføre grensen før tidligst en måned etter dato for dette rundskrivet. Bankforeningene har informert Norges Bank om at de, i den mellomliggende perioden, vil sette beløpsgrensen som omtalt.

**Rundskriv nr. 2/29. mars 1999***Til finansinstitusjonene mv.***Senere frist for innlevering av betalings- og oppgjørstransaksjoner i Norges Bank****Bakgrunn**

På bakgrunn av den generelle utviklingen i penge-, valuta- og verdipapirmarkedene ønsker Norges Bank å legge til rette for å øke effektiviteten i betalingsoppgjørene ved å utvide åpningstiden fra kl.15.00 til kl.16.30 for betalings- og oppgjørstransaksjoner i Norges Bank.

Senere innleveringsfrist i Norges Bank vil blant annet legge til rette for at Bankenes Betalingssentral kan forskyve sin hovedavregning for massetransaksjoner slik at en større andel av massebetalingene kan gjøres opp med samme dags virkning i Norges Bank.

**Endringer**

Innleveringsfrist for bankenes betalingstransaksjoner til Norges Bank vil derfor bli forskjøvet med 1 time og 30 minutter, frem til kl.16.30.

Norges Bank vil også endre enkelte rutiner knyttet til

F-lån, F-innskudd og gjenkjøpsavtaler. Nærmere informasjon vil bli sendt direkte til den enkelte bank.

Endringene vil ikke berøre seddel- og myntområdet.

**Norges Banks distriktsavdelinger**

Av effektivitetsmessige årsaker vil Norges Banks distriktsavdelinger ikke holde åpent for innlevering av betalingstransaksjoner etter kl.15.15. For de banker som har konto ved en av Norges Banks distriktsavdelinger vil den nye ordningen innebære at Norges Bank, Oslo, skal benyttes etter kl.15.15. De som ønsker å benytte dette tilbudet og som ikke benytter SWIFT ved overføring av betalingstransaksjoner, kan henvende seg til Bankavdelingen i Norges Bank, tlf 22 31 65 71, for etablering av testnøkler for bruk ved telefaksoverførsler til Norges Bank, Oslo.

**Iverksettelse**

Ordningen iverksettes med virkning fra 03.05.99.

Innleveringsfristen vil fra da av være kl. 16.30 til Norges Bank, Oslo og kl.15.15 til Norges Banks distriktsavdelinger.

**Rundskriv nr. 3/15. april 1999***Til finansinstitusjonene mv.***Midlertidig oppheving av sanksjoner mot Libya**

Utenriksdepartementet vedtok 1. desember 1993 forskrift om endring av forskrift av 10. april 1992 nr. 213 om gjennomføring av De forente nasjoners sikkerhetsråds resolusjon nr. 748 av 31. mars 1992 om sanksjoner mot Libya. Bakgrunnen for vedtaket var FNs sikkerhetsråds resolusjon nr. 883 av 11. november 1993. Vi viser til Norges Banks rundskriv nr. 22/14. desember 1993.

Regjeringen vedtok i statsråd 9. april 1999 å midlertidig oppheve forskrift av 10. april 1992 nr. 213 om gjennomføring av De forente nasjoners sikkerhetsråds resolusjon nr. 748 av 31. mars 1992 om økonomiske sanksjoner mot Libya. Den midlertidige opphevingen skjer på bakgrunn av at de to libyske borgerne som er mistenkt for å stå bak flyulykken over Lockerbie i Skottland i 1988, nå er utlevert til Nederland. Libya har dermed oppfylt betingelsene i De forente nasjoners sik-

kerhetsråds resolusjon nr. 1192 av 27. august 1998 for å midlertidig oppheve sanksjonene, noe som er bekreftet av FNs generalsekretær og Sikkerhetsrådet. Norge er, i likhet med øvrige medlemsland, forpliktet til å foreta en midlertidig oppheving når en slik bekreftelse foreligger.

Sanksjonene har blant annet omfattet en finansiell boikott av Libya. Norges Bank har vært delegert oppgaven med å være lisensmyndighet for finansielle transaksjoner. Det vil så lenge den midlertidige opphevingen av sanksjonene er virksom, ikke være nødvendig å søke Norges Bank om tillatelse til å gjennomføre finansielle transaksjoner med Libya eller libyske interesser i tredjeland.

Den midlertidige opphevingen gis virkning fra 5. april 1999.

Sikkerhetsrådet vil innen 90 dager avgjøre om sanksjonene skal oppheves permanent.

## Rundskriv nr. 4/26. april 1999

*Til finansinstitusjonene*

### Norges Banks gjenkjøpsavtaler

#### Innledning

Norges Bank har vedtatt å akseptere flere verdipapirer i sine gjenkjøpsavtaler med banker, inkludert utenlandske bankers filialer i Norge. Norges Bank vil i gjenkjøpsavtalene kunne tillate bruk av de samme verdipapirer som godtas som sikkerhet for lån etter forskrift om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank m.v. Praktiske hensyn ved utleggelsen av gjenkjøpsavtaler kan tilsa at Norges Bank begrenser antall papirer som kan brukes. Ved utleggelse av gjenkjøpsavtaler vil Norges Bank gi informasjon om hvilke papirer som kan omfattes av avtalen.

#### Retningslinjer for Norges Banks gjenkjøpsavtaler

##### 1. Generelt

Norges Bank kan inngå gjenkjøpsavtaler med banker. Likviditeten tilføres ved at Norges Bank kjøper papirer med oppgjør på fastsatt tidspunkt, normalt to dager frem, men senest tre dager frem, samtidig som det avtales at de samme papirer skal selges tilbake med oppgjør på et angitt fremtidig tidspunkt.

Avtalene utformes som to verdipapirtransaksjoner. Begge transaksjoner skal registreres i VPS. Kursen som ligger til grunn for transaksjonen med tidligst oppgjør, blir kalt spotkursen. Kursen for transaksjonen med oppgjør på senere tidspunkt blir kalt terminkursen.

Utleggelse av en gjenkjøpsavtale blir annonsert via skjermbaserte informasjonssystemer. Budgivningsfristen vil normalt være senere samme dag.

Norges Bank vil for hver avtale opplyse om hvilke papirer avtalen kan omfatte, avtalens løpetid, budgivningsfrist, og eventuelt høyeste samlede avtalebeløp.

Norges Bank bestemmer ved den enkelte utleggelse om en avtale skal legges ut til en rente fastsatt av sentralbanken på forhånd eller ved auksjon. Den nominelle perioderenten beregnes etterskuddsvis ut fra antall kalenderdager over 365 dagers år.

Norges Bank kan i hvert enkelt tilfelle fastsette et minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon. Norges Bank kan også fastsette en særlig ramme for det maksimale omfanget av en motparts samlede gjenkjøpsavtaler med Norges Bank. Rammen kan settes til null.

Bud avgis på egen blankett til Norges Bank innen den fristen Norges Bank fastsetter. Bud skal avgis pr. telefaks. Budene er bindende for budgiveren. Norges Bank forbeholder seg retten til å avvise innkomne bud eller deler av bud. Innkomne bud bekreftes av Norges Bank.

Partene er selv ansvarlig for å informere sine respektive kontoførere. Både spot- og terminavtalene skal registreres av bankene i VPS innen klokken 13.00 dagen før første oppgjørslag.

Banker som ikke er deltakere i VPS-pengeoppgjøret, må delta i auksjonen gjennom en forvalterbank.

Spotkurs fastsettes og offentliggjøres av Norges Bank. Alle terminkurser avrundes til og registreres med seks desimaler.

Hvis Norges Banks motpart ikke har dekning på sin VPS-konto, skal spotoppgjøret gjennomføres påfølgende dag og med samme beløp.

2. *Utleggelse av avtaler til rente fastsatt på forhånd*  
Når en gjenkjøpsavtale legges ut med en på forhånd fastsatt rente, kunngjør Norges Bank følgende informasjon:

1. Hvilke papirer avtalen kan omfatte
2. Avtalens løpetid
3. Nominell perioderente i prosent p.a.
4. Budgivningsfrist
5. Minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon
6. Eventuelt totalvolum for avtalene
7. Regler for eventuell avkorting av anmeldte bud
8. Spot- og terminkurs på godkjente papirer

Bud meddeles som det pålydende beløp obligasjoner eller sertifikater budgiver ønsker å selge til den rente Norges Bank tilbyr. Budgiver angir hvilke(t) papir(er) budene gjelder.

Så snart det er praktisk mulig kunngjør Norges Bank resultatet av tildelingen. Norges Bank underretter hver enkelt budgiver om utfallet av tildelingen for budgiver.

Når gjenkjøpsavtalene legges ut til en rente fastsatt på forhånd, skal alle tildelte bud på samme underliggende papir registreres i VPS som én enkelt transaksjon.

##### 3. *Utleggelse av avtaler ved renteauksjon*

Norges Bank bestemmer ved hver auksjon om renten(e) skal fastsettes ved hollandsk eller ordinær auksjon.

Ved hollandsk auksjon vil alle aksepterte bud få tildeling til samme rente, som er den laveste aksepterte rente. Ved ordinær auksjon betales de renter som er angitt på hvert enkelt bud.

Når gjenkjøpsavtalene legges ut ved renteauksjon, kunngjør Norges Bank følgende data:

1. Hvilke papirer avtalen kan omfatte
2. Avtalens løpetid
3. Auksjonsmåte
4. Budgivningsfrist
5. Antall rentebud en budgiver kan avgi
6. Minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon
7. Eventuelt totalvolum for avtalene
8. Eventuelle minimums- eller maksimumsrenter for bud
9. Spotkurs for godkjente papirer

Budgiver angir for hvert enkelt bud den nominelle perioderenten, uttrykt i prosent pro anno, som banken er villig til å akseptere for de enkelte avtalebeløpene regnet i pålydende verdi. Budgiver angir hvilke(t) papir(er) budene gjelder.



Rentebudene skal avgis med to desimaler. Norges Bank kan ved utleggelse av avtaler bestemme at bare bud med renter over eller under et visst nivå vil komme i betraktning.

Budene rangeres etter fallende rente.

Det settes strek etter det eller de bud som sammen med alle høyere bud utgjør det beløp Norges Bank ønsker å tildele ved auksjonen.

For at avregningen skal gå opp, vil Norges Bank om nødvendig foreta en proporsjonal reduksjon av budene som har fått tildeling til den laveste renten, dog avrundet slik at gjenkjøpsavtalene skal gjelde hele papirer.

Ved avkorting fastsetter Norges Bank hvilke papirer, på laveste aksepterte rente, som vil inngå i gjenkjøpsavtaler med Norges Bank i henhold til budgivers prioriteringer. Budgiver angir prioriteten til de ulike papirene ved deres rekkefølge på budskjemaet. Høy prioritet rangeres fra venstre mot høyre.

Så snart det er praktisk mulig, kunngjør Norges Bank resultatet av auksjonen.

Ved hollandsk auksjon vil Norges Bank kunngjøre terminkursene, avrundet til seks desimaler.

Når gjenkjøpsavtalene auksjoneres ved ordinær auksjon, skal hvert papir som inngår i et akseptert rentebud registreres som én enkelt transaksjon i VPS.

Når gjenkjøpsavtalene auksjoneres ved hollandsk auksjon, skal alle tildelte bud på samme underliggende papir registreres i VPS som én enkelt transaksjon.

#### 4. Rammeavtale

Banker som ønsker å delta i gjenkjøpsavtaler må på forhånd inngå en rammeavtale med Norges Bank. Avtalen vil dekke følgende forhold:

1. I tilfelle konkurs hos motpart skal boets betenkningstid være 4 kalenderdager fra forespørsel om bruk av boets inntredelsesrett er mottatt.
2. Dersom boets organer skulle anføre at avtalene reelt må ansees som låneavtaler med pant i statspapirer, avtales det mellom partene at de overdratte statspapirer er pantet og at pantekravet (jf. panteloven §1-4) er identisk med vederlaget ved tilbakesalget.

## Rundskriv nr. 5/28. juni 1999

*Til finansinstitusjoner og medlemmer på Oslo Børs*

### Auksjonskalender for statspapirer andre halvår 1999

For andre halvår 1999 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statspapirer:

#### Statsobligasjoner:

Offentliggjøring	kl. 12.00	20.09.	15.11.
Auksjon	kl. 10.00	27.09.	22.11.
Oppgjør	kl. 10.00	30.09.	25.11.

#### Statssertifikater:

Offentliggjøring	kl. 12.00	01.07.	05.08.	02.09.	01.10.	29.10.	02.12.
Auksjon	kl. 10.00	05.07.	09.08.	06.09.	05.10.	02.11.	06.12.
Oppgjør	kl. 10.00	07.07.	11.08.	08.09.	07.10.	04.11.	08.12.

Auksjonene av statsobligasjoner og statssertifikater kan avlyses eller suppleres med ad hoc emisjoner.

## Rundskriv nr. 6/30. juli 1999

*Til finansinstitusjonene mv.*

### Forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv.

#### A. Innledning

Norges Bank ser det som viktig å ha sikkerhet for sine lån til bankene. Bankene har kunnet trekke D-lån mot sikkerhet, og gjenkjøpsavtalene har gitt Norges Bank sikkerhet. Det har i perioder vært nødvendig å tilføre F-lån. Disse lånene ble gitt uten sikkerhet.

Norges Bank har i forskrift 23. april 1999 om endring av forskrift 3. juni 1997 nr. 586 om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank m.v. §3 innført krav om sikkerhet for F-lån. I §10 fastsettes generelle regler for hvilke typer verdipapirer som kan stilles som sikkerhet for lån i Norges Bank. Forskriften trer i kraft 1. september 1999. De øvrige bestemmelser som følger av dette rundskrivet gjøres gjeldende fra samme tidspunkt.

#### *Tildeling av F-lån*

Når Norges Bank innfører krav om sikkerhet for F-lån, skjer det ved at den samme sikkerhet stilles for D-lån og F-lån. Ordningen med felles sikkerhet for D-lån og F-lån vil fungere slik at ved tildeling av F-lån vil en del av bankens samlede sikkerhetsstillelse bli øremerket F-lånet. Bankens D-lånsadgang blir da redusert med et beløp like stort som det tildelte F-lånet. Med mindre banken stiller nye verdipapirer som sikkerhet vil bankens D-lånsadgang bli mindre. For å kunne beholde en uendret D-lånsadgang, må banken dagen før F-lånet løper pantsette sikkerhet til fordel for Norges Bank. Rutinene for pantsettelse er ikke endret.

#### *Godkjente verdipapirer*

Nedenfor gis en utfyllende beskrivelse av hvilke kriterier som gjelder for verdipapirer som godtas som sikkerhet for lån i Norges Bank i henhold til forskriften §10. Det må fortsatt søkes om å stille utenlandske verdipapirer som sikkerhet for lån og egne avtaler må underskrives. Norges Bank kan nekte å akseptere bestemte verdipapirer.

Følgende papirer godtas:

- Norske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater samt verdipapirer utstedt eller garantert av kommuner eller fylkeskommuner.
- Obligasjoner og sertifikater utstedt av norske banker, norske kredittforetak, norske statsforetak og norske private foretak må minst tilfredsstillende følgende kriterier:
  - være registrert i VPS,
  - være notert på Oslo børs,
  - ha utestående volum på minst 300 millioner kroner,
  - løpetiden må ikke overstige 10 år,
  - kun ordinære obligasjoner og sertifikater godtas (nullkupongpapirer, konvertible obligasjoner og lignende godtas ikke).

- Utenlandske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater samt utenlandske private verdipapirer må minst tilfredsstillende følgende kriterier:
  - være utstedt i stater innen OECD-området som ikke har reforhandlet sin utenlandske statsgjeld de siste fem årene,
  - ha kredittvurdering/rating fra henholdsvis Standard & Poors (S&P) og Moody's på minimum A/A2, og begge ratingkravene må være tilfredsstillende,
  - være registrert i verdipapirsentral godkjent av Norges Bank,
  - være børsnotert,
  - løpetiden må ikke overstige 10 år,
  - kun ordinære obligasjoner og sertifikater godtas (nullkupongpapirer, konvertible obligasjoner og lignende godtas ikke).

For enkelte verdipapirer, som ikke tidligere har vært godkjent, kan det ta litt tid før verdipapiret gis låneadgang.

#### *Verdipapirer utstedt av banker og kredittforetak*

For sikkerhet i verdipapirer utstedt av banker og kredittforetak, som eies med minst 1/3 av en enkelt bank, gjelder en kvoteordning. Kvoten fastsettes slik at ingen bank kan stille obligasjoner og sertifikater utstedt av norske bankeide kredittforetak og norske banker for mer enn 50 prosent av stilt sikkerhet av pålydende verdi. Bankene kan ikke benytte verdipapirer de selv har utstedt eller verdipapirer i kredittforetak hvor banken har minst 1/3 eierandel som sikkerhet.

Banker som i dag har mer enn 50 prosent av totale sikkerheter i kredittforetaks papirer, gis en overgangsperiode frem til 1. mars 2000 for å oppfylle denne kvoteordningen.

#### *Avkorting og låneverdi*

Norges Bank fastsetter avkortingsverdier iht. forskriften §10 siste ledd. Avkorting skjer ut fra verdipapirets pålydende verdi. På bakgrunn av avkorting for rente-, kreditt-, likviditets- og valutarisiko fastsettes følgende låneverdier for forskjellige typer verdipapirer:

- 95 prosent for norske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater,
- 95 prosent for innløsningsverdien av eierandeler i verdipapirfond som etter sine vedtekter er begrenset til å investere i norske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater,
- 90 prosent for obligasjoner og sertifikater utstedt eller garantert av norske kommuner eller fylkeskommuner,
- 90 prosent for utenlandske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater,
- 85 prosent for obligasjoner og sertifikater utstedt av norske kredittforetak, norske banker og norske statsforetak. 85 prosent gjelder også for norske private foretak med rating minst tilsvarende A (S&P) eller A2 (Moody's),
- 80 prosent for utenlandske private obligasjoner og sertifikater med rating minst tilsvarende A (S&P) og A2 (Moody's) og

- 75 prosent for obligasjoner og sertifikater utstedt av norske foretak uten rating eller med rating lavere enn A (S&P) eller A2 (Moody's).

#### *Endret driftsmønster i NBO*

Med innføringen av sikkerhet for F-lån endres driftsmønsteret for bokføring av F-lån. Nye F-lån bokføres i løpet av dagen og ikke lenger fra dagens start. Dersom dekning mangler til forfall av F-lån, vil eventuelle E-lån innvilges kl. 13.00.

#### **B. Endringsforskriften lyder:**

Fastsatt av Norges Bank 23. april 1999 med hjemmel i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet § 19 annet ledd og § 20.

#### **I**

I forskrift 3. juni 1997 nr. 586 om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank m.v. gjøres følgende endringer:

§ 3 første ledd skal lyde:

Banker og filialer kan ta opp fastrentelån (F-lån) i Norges Bank mot sikkerhet. Norges Bank kan tilby banker og filialer fastrenteinnskudd (F-innskudd) i Norges Bank.

§ 5 nytt siste ledd skal lyde:

Norges Bank kan fastsette andre beregningsgrunnlag.

§ 10 skal lyde:

D-lån ytes mot sikkerhet og kan sikres ved F-innskudd og/eller pantsettelse av verdipapirer. Som verdipapirer regnes også eierandeler i verdipapirfond.

#### **Rundskriv nr. 7/25. august 1999**

*Til verdipapirforetak og banker*

#### **Fjernmeglere kan åpne oppgjørskonto i Norges Bank i forbindelse med verdipapiroppjøret**

Kriteriet for å delta i verdipapiroppjøret i Norges Bank har vært at deltaker er kontofører i Verdipapirsentralen.

Det skal inngås en rammeavtale om vilkår og rutiner ved sikkerhet for lån i Norges Bank. Avtalen skal være Norges Bank i hende i god tid før lånet ønskes tilført. Norges Bank kan akseptere følgende verdipapirer som sikkerhet:

- Obligasjoner og sertifikater utstedt av stater, lokale myndigheter og foretak i OECD-området.
- Eierandeler i verdipapirfond som etter sine vedtekter er begrenset til å investere i norske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater.

Norges Bank fastsetter generelle avkortingsverdier ved beregning av sikkerhetskravet. Verdipapirer utstedt av foretak innenfor samme konsern som låntaker aksepteres ikke som sikkerhet. Norges Bank kan stille nærmere vilkår for å akseptere verdipapirer, eller nekte å akseptere bestemte verdipapirer.

§ 16 nytt første ledd skal lyde:

F-lån skal være sikret i samsvar med § 10. Norges Bank kan fravike kravet til sikkerhet og akseptere sikkerhet av andre typer enn det som følger av § 10.

Nåværende første ledd blir annet ledd.

#### **II**

Forskriften trer i kraft når sentralbanksjefen bestemmer.

Norges Bank har vedtatt å endre dette slik at verdipapirforetak, norske og utenlandske, som deltar direkte i verdipapirhandelen på Oslo Børs kan delta i verdipapiroppjøret i Norges Bank. Dette vil gi fjernmeglere adgang til, etter søknad, å åpne oppgjørskonto i Norges Bank med bruk av samme garantiordning som for norske meglere, jf. EØS-avtalens artikkel 4. Også andre enn verdipapirforetak kan søke om å delta.

## Rundskriv nr. 8/30. august 1999

*Til finansinstitusjonene mv.*

### Regler for hvilke verdipapirer som kan stilles som sikkerhet for lån i Norges Bank, jf. forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv.

Vi viser til Norges Banks forskrift 23. april 1999, jf. rundskriv nr. 6/30. juli 1999, om endring av forskrift 3. juni 1997 nr. 586 om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank m.v.

På bakgrunn av visse utilsiktede konsekvenser av endringene i forskriften mht. bankenes muligheter til å stille verdipapirer utstedt av norske banker, norske kredittforetak og norske statsforetak som sikkerhet for lån i Norges Bank, ønsker Norges Bank å gjøre følgende presisering mht. regelverket for godkjente norske verdipapirer (det er ikke foretatt endringer i adgangen til å stille utenlandske verdipapirer som sikkerhet i forhold til rundskriv nr. 6/30. juli 1999).

#### Godkjente verdipapirer

Nedenfor gis en utfyllende beskrivelse av hvilke kriterier som gjelder for verdipapirer som godtas som sikkerhet for lån i Norges Bank i henhold til forskriften §10. Det må fortsatt søkes om å stille utenlandske verdipapirer som sikkerhet for lån og egne avtaler må underskrives.

Norges Bank kan nekte å akseptere bestemte verdipapirer.

Følgende papirer godtas:

- Norske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater samt verdipapirer utstedt eller garantert av kommuner eller fylkeskommuner.

- Obligasjoner og sertifikater utstedt av norske banker, norske kredittforetak og norske statsforetak registrert i Verdipapirsentralen (VPS). Kun ordinære obligasjoner og sertifikater godtas (nullkupongpapirer, konvertible obligasjoner og lignende godtas ikke).
- Obligasjoner og sertifikater utstedt av norske private foretak (nullkupongpapirer, konvertible obligasjoner og lignende godtas ikke). Verdipapirer utstedt av norske private foretak må minst tilfredsstillende følgende kriterier:
  - være registrert i VPS,
  - være børsnotert,
  - ha utestående volum på minst 300 millioner kroner,
  - løpetiden må ikke overstige 10 år.
- Utenlandske stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater samt utenlandske private verdipapirer må minst tilfredsstillende følgende kriterier:
  - være utstedt i stater innen OECD-området som ikke har reforhandlet sin utenlandske statsgjeld de siste fem årene,
  - ha kredittvurdering/rating fra henholdsvis Standard & Poors (S&P) og Moody's på minimum A/A2, og begge ratingkravene må være tilfredsstillende,
  - være registrert i verdipapirsentral godkjent av Norges Bank,
  - være børsnotert,
  - løpetiden må ikke overstige 10 år,
  - kun ordinære obligasjoner og sertifikater godtas (nullkupongpapirer, konvertible obligasjoner og lignende godtas ikke).

For enkelte verdipapirer, som ikke tidligere har vært godkjent, kan det ta litt tid før verdipapiret gis låneadgang.

## Rundskriv nr. 9/9. september 1999

*Til finansinstitusjonene mv.*

### Endringer i driftsmønster og E-låns-rammer i forbindelse med oppgjørene i Norges Banks oppgjørssystem (NBO)

#### Innledning

Vi viser til rundskriv nr. 2/29. mars 1999 om senere frist for innlevering av betalings- og oppgjørstransaksjoner i Norges Bank. Som følge av utvidet åpningstid i Norges Bank vil Bankenes Betalingsentral (BBS) endre sitt driftsmønster for NICS-masseavregning fra 27. september 1999. Hovedavregningen og oppgjøret flyttes ca 2 timer ut over dagen slik at flere transaksjoner kan tas til oppgjør samme dag. På bakgrunn av dette vil Norges Bank endre fristen for justering av båndlegging, fristen for inndekning av båndleggingen og tidspunkt for innvilgning av eventuelle E-lån til NICS-masseoppgjør.

Dessuten vil rammene for E-lån bli redusert til det nivå som ble godkjent av Norges Banks hovedstyre sommeren 1997.

#### Endringer

Frist for innmelding av justert båndlegging til NICS-masseavregning settes til kl. 1515. Frist for inndekning av justert båndlegging settes til kl. 1545. Eventuelle E-lån innvilges kl. 1600.

Øvre ramme for samlede E-lån gjennom dagen reduseres fra 100% til 50% av beregningsgrunnlaget for F-lån.

Rammen for tildeling av E-lån i forbindelse med et masseoppgjør settes samtidig til det største av følgende beløp:

- a) inntil 15% av det beløp som er tilgjengelig på bankens konto (inklusive båndlagte midler) ved tidspunkt for tildeling av E-lån
- b) et fast beløp som blir bestemt ut fra bankens forvaltningskapital på følgende måte:
  - 10 millioner NOK for banker med forvaltningskapital opp til 10 milliarder NOK, 25 millioner NOK for

banker med forvaltningskapital mellom 10 og 50 milliarder NOK, 50 millioner NOK for banker med forvaltningskapital over 50 milliarder NOK.

### Driftsmønster gjeldende fra 27. september 1999.

*Før kl. 0730:*

- Renter på D-lån og folioinnskudd forfaller og tas til oppgjør natten mellom 3. og 4. virkedag etter utløpet av en låneperiode.
- Avregningsdata fra VPS og NOS blir sendt Norges Bank.
- Båndleggingsbehovet i bankene skal være meldt Norges Bank dagen før oppgjørsdag. Båndleggingsbehovet til VPO og NOS kan revideres av bankene frem til kl. 0730 på oppgjørsdag.

*Senest kl 0745: NBO åpner for postering.*

- Norges Banks valutatransaksjoner med bankene tas til oppgjør.
- Båndleggingen iverksettes.
- Resterende transaksjoner fra NBO's venteregister, herunder kontanter samt bruttotransaksjoner mottatt fra NICS/SWIFT, tas til oppgjør. Disse transaksjonene dekningskontrolleres.
- Eventuelle E-lån til valutatransaksjoner og kontanter innvilges.

*Etter kl. 0745:*

- Øvrige transaksjoner (bruttotransaksjoner, SWIFT/netto, etc.) dekningskontrolleres, eventuelt kjøpes dersom det ikke er dekning.
- Nye F-lån, forfall F-lån, nye F-innskudd og forfall/gjenkjøp av F-innskudd (utføres i løpet av dagen mellom 0745 – 1300).

*Kl. 0800-1030:*

- Pengeoppgjøret for verdipapir- og derivatoppgjørene bokføres i følgende rekkefølge og senest kl. 1030:
  - Verdipapiroppgjøret (VPO)
  - DVP/Kredittsikringsoppgjøret
  - Futureoppgjøret
  - Opsjonsoppgjøret

### Rundskriv nr. 10/16. september 1999

*Til valutabankene*

#### Valutaposisjonsrapport 2 - oppheving av plikt til å sende månedsrapport

Gjeldende bestemmelser for utfylling og innsendelse av valutaposisjonsrapport 2 til Norges Bank er beskrevet i rundskriv nr. 6/27. nov. 1997. Norges Bank opphever

Oppgjørstidspunkt avhenger av inndekning mht båndleggingsbehov.

Eventuelle E-lån ytes først kl. 1030.

*Kl. 0930:*

- Frist for inndekning av båndleggingsbehov (NICS-masseavregning, VPO og NOS).

*Kl. 1100, 1400 og 1600:*

- Utenlandsk betalingsformidling med godskrift av bankene.

*Kl. 1300:*

- Eventuelle E-lån innvilges til forfall F-lån.

*Kl. 1515:*

- Frist for revidering av båndleggingsbehov til NICS-masseavregning.
- Frist for innlevering av transaksjoner til Norges Banks distriktsavdelinger.

*Kl. 1545:*

- Frist for inndekning av revidert båndleggingsbehov til NICS-masseavregning.

*Kl. 1500 - 1600:*

- Oppgjør av NICS-masseavregning. Eventuelle E-lån ytes først kl. 1600.

*Kl. 1630:*

- Frist for levering av transaksjoner til Norges Bank.
- Transaksjoner initiert av bankene som fortsatt ligger i kø ved dagens slutt, legges over i venteregisteret til neste dags oppgjør.

#### Iverksettelse

Endringene gjøres gjeldende fra 27. september 1999.

med dette den månedlige rapportplikten. Den ukentlige rapportplikten opprettholdes, og vil fortsatt være begrenset til et utvalg av større valutabanker.

I den generelle veiledningen for offentlig regnskapsrapportering anbefales nå at transaksjoner blir bokført på handledato. For valutaposisjonsrapport 2 fastholdes imidlertid kravet om at postene 1, 3-6, 8-10, 22 og 23 rapporteres til oppgjørsdato, og at postene 2, 7 og 11-21 rapporteres til handledato.

## Rundskriv nr. 11/24. september 1999

*Til finansinstitusjonene mv.*

### Sanksjoner mot Den føderale republikken Jugoslavia og Republikken Serbia

#### 1. Innledning

Under NATOs toppmøte i Washington 23-24 april 1999 var det enighet om at allierte regjeringer ville iverksette ytterligere tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia (FRJ). Slike tiltak skulle inkludere en intensivt gjennomføring av økonomiske sanksjoner og en petroleumsembargo. Norge sluttet seg i likhet med mange andre stater til de felles holdninger i EU som danner grunnlaget for disse tiltakene. Stortinget vedtok 25. juni lov om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia. Med hjemmel i denne lov vedtok Regjeringen 6. august 1999 forskrift om gjennomføring av tiltakene.

Forskriften inneholder et forbud mot salg eller levering av materiell som kan anvendes til undertrykking eller terrorisme, påbud om frysing av midler tilhørende regjeringene i FRJ og Republikken Serbia og forbud mot investeringer i Republikken Serbia og i formuesgoder tilhørende de nevnte regjeringer utenfor Republikken Serbia, herunder i Norge. Videre inneholder forskriften forbud mot salg eller levering av petroleum og visse petroleum produkter samt et forbud mot flygninger mellom Norge og FRJ.

Det er gitt et generelt unntak fra forskriften for den internasjonale militære og sivile tilstedeværelse i FRJ etablert i henhold til FN's sikkerhetsråds resolusjon 1244/99. Dette betyr at bl.a. KFORs virksomhet ikke berøres av forskriften.

Nedenfor følger noen presiseringer av sentrale begreper som har betydning for forskriftens anvendelsesområde.

«Den føderale republikken Jugoslavia» (FRJ) er en av fem etterfølgerstater etter Den sosialistiske republikken Jugoslavia som opphørte å eksistere i 1990. FRJ består av to delstater: Serbia og Montenegro. Kosovo er en del av Serbia.

«Republikken Serbia» er det som ovenfor er kalt delstaten Serbia, altså geografisk sett hele FRJ med unntak av Montenegro. Montenegro er unntatt fra deler av tiltakene.

«Den føderale republikken Jugoslavias regjering» er nærmere definert i forskriftens § 2, nr. 1. Utgangspunktet er den felles regjering som består av representanter fra de to delstatene Serbia og Montenegro. Dette berører verken regjeringen i Serbia eller regjeringen i Montenegro.

«Republikken Serbias regjering» er definert i forskriftens § 2, nr. 2. Dette er Serbias delstatsregjering og adskiller seg fra regjeringen i FRJ, og likeledes regjeringen i Montenegro.

Norges Bank gjør for ordens skyld oppmerksom på at vårt rundskriv nr. 4/6. august 1996 fortsatt er gjeldende. Det omhandler den gjenværende del av FN's økonomiske sanksjoner mot Den føderale republikken Jugoslavia med

bakgrunn i FN's sikkerhetsråds resolusjon nr. 1022 av 22. november 1995.

#### 2. Tiltak rettet mot finansielle forhold

Kapitel II i forskriften omhandler frysing av midler og forbud mot investeringer. Det følger av forskriften at med visse unntak (§§ 6 og 7) skal alle midler utenfor Den føderale republikken Jugoslavias territorium som tilhører Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering, fryses. Ingen midler skal verken direkte eller indirekte gjøres tilgjengelig for eller til fordel for disse regjeringer. Det er også forbudt å erverve enhver ny eller utvide enhver eksisterende kapitalinteresse i enhet som er beliggende, registrert eller opprettet innen Republikken Serbia, eller som er beliggende, registrert eller opprettet hvor som helst ellers og som eies eller kontrolleres av Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering.

Norges Bank er tildelt en kontrollfunksjon vedrørende frysingspåbudet og forbudet mot å gjøre midler tilgjengelig. Enhver transaksjon som søkes gjennomført i henhold til unntaksbestemmelsene i § 6 må på forhånd godkjennes av Norges Bank. Norges Bank kan i denne sammenheng kreve at banker, andre finansinstitusjoner, forsikringsselskaper og andre organer og personer fremlegger alle relevante opplysninger.

Utenriksdepartementet er gitt fullmakt til å dispensere fra forbudene og til å endre, suspendere eller oppheve forskriften slik at endringer kan foretas raskt og på en fleksibel måte i lys av den politiske utvikling i FRJ.

Vedleggene som er nevnt i forskriften kan fås ved henvendelse til Norges Bank, Lillehammer avdeling, på tlf. 61 28 84 00, telefaks 61 26 07 67 eller e-post: sta.kontroll@norges-bank.no

#### 3. Forskrift om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia

Regjeringen vedtok 6. august 1999 forskrift om gjennomføring av fullmaktsloven av 25. juni 1999 nr. 43 om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia (FRJ).

#### Forskrift om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia

Fastsatt ved kronprinsregentens resolusjon 6. august 1999. Fastsatt med hjemmel i lov 25. juni 1999 nr. 43 om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia. Fremmet av Utenriksdepartementet.

#### Kapittel I

#### Om forbud mot levering og salg av utstyr til nasjonal undertrykking eller terrorisme

§ 1. Det er forbudt å levere eller selge, direkte eller indirekte, til Den føderale republikk Jugoslavia utstyr som kan bli benyttet til nasjonal undertrykking eller til terrorisme, og som er oppført i vedlegg I til denne forskrift.

## Kapittel II

### Om frysing av midler og forbud mot investeringer

§ 2. I dette kapittel menes med:

1. «Den føderale republikken Jugoslavias regjering», regjeringen i Den føderale republikken Jugoslavia, på alle nivåer, dens etater, organer eller instanser, og selskaper, foretak, institusjoner og enheter som eies eller kontrolleres av nevnte regjering, herunder alle finansinstitusjoner og statseide og samfunnsseide enheter som er organisert i Den føderale republikken Jugoslavia per 26. april 1999, eventuelle etterfølgere til slike enheter, og deres respektive datterforetak og filialer, uansett hvor de befinner seg, og alle personer som opptre eller gir seg ut for å opptre for eller på vegne av ovennevnte,
2. «Republikken Serbias regjering», regjeringen i Republikken Serbia, på alle nivåer, dens etater, organer eller instanser, og selskaper, foretak, institusjoner og enheter som eies eller kontrolleres av nevnte regjering, herunder alle finansinstitusjoner og statseide og samfunnsseide enheter som er organisert i Republikken Serbia per 26. april 1999, eventuelle etterfølgere til slike enheter, og deres respektive datterforetak og filialer, uansett hvor de befinner seg, og alle personer som opptre eller gir seg ut for å opptre for eller på vegne av ovennevnte,
3. «midler», finansielle aktiva og økonomisk utbytte av ethvert slag, herunder, men ikke nødvendigvis begrenset til, kontanter, sjekker, fordringer på penger, tratter, postanvisninger og andre betalingsdokumenter; innskudd i finansinstitusjoner eller andre enheter, saldo på kontoer, gjeld og gjeldsforpliktelser; offentlig og privat omsatte verdipapirer og gjeldsinstrumenter, herunder aksjer, sertifikater som representerer verdipapirer, obligasjoner, sedler, kjøpsretter, selskapsobligasjoner, avledede kontrakter; renter, dividender eller annen inntekt av eller verdi som skriver seg fra eller skapes av aktiva; kreditt, rett til motregning, garantier, gjennomføringsgarantier eller andre økonomiske forpliktelser; rembursbrev, konnossementer, løssørepantebrev; dokumenter som bevis for en interesse i midler eller økonomiske ressurser, og ethvert annet eksportfinansinstrument,
4. «frysing av midler», forhindring av enhver bevegelse, overføring, endring, bruk av eller handel med midler på enhver måte som vil kunne føre til endring i volum, beløp, plasseringssted, eierskap, besittelse, art, bestemmelse eller andre endringer som ville muliggjøre anvendelse av midlene, herunder investeringsforvaltning,
5. «eie et selskap, foretak, en institusjon eller enhet», å være i besittelse av 50 % eller mer av eierrettighetene i et selskap, foretak, en institusjon eller enhet eller å ha en flertallsandel i disse,

6. «kontrollere et selskap, foretak, en institusjon eller enhet», ett eller flere av de følgende alternativer:
  - a) å ha rett til å oppnevne eller avsette et flertall av medlemmene av administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet for et selskap, foretak, en institusjon eller enhet,
  - b) å ha oppnevnt utelukkende som følge av utøvelse av ens stemmerett, et flertall av medlemmene av administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet for et selskap, foretak, en institusjon eller enhet som har innehatt stillingen inneværende og foregående regnskapsår,
  - c) å alene kontrollere, i henhold til en avtale med andre aksjonærer eller deltakere i et selskap, foretak, en institusjon eller enhet, et flertall av aksjonærenes eller deltakernes stemmeretter i vedkommende selskap, foretak, institusjon eller enhet,
  - d) å ha rett til å utøve en dominerende innflytelse på et selskap, foretak, en institusjon eller enhet, i henhold til en avtale inngått med selskapet, foretaket, institusjonen eller enheten, eller i henhold til en bestemmelse i stiftelsesdokumentet eller vedtektene, dersom den lovgivning som gjelder for selskapet, foretaket, institusjonen eller enheten, tillater at det/den underlegges en slik avtale eller bestemmelse,
  - e) å ha fullmakt til å utøve retten til å utøve en dominerende innflytelse nevnt i bokstav d), uten å være innehaver av retten,
  - f) å ha rett til å bruke alle eller deler av aktivaene til et selskap, foretak, en institusjon eller enhet,
  - g) å lede et selskap, foretak, en institusjon eller enhet på ensartet grunnlag, samtidig som det framlegges konsolidert regnskap,
  - h) å ha økonomisk solidaransvar for et selskap, foretak, en institusjon eller enhet, eller garantere for slikt ansvar.

### § 3

1. Enhver person som er nevnt i vedlegg II til denne forskrift, skal anses å være en person som opptre eller gir seg ut for å opptre for eller på vegne av Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering.
2. Utenriksdepartementet kan i tvilstilfeller avgjøre om en person, et selskap, foretak, institusjon eller enhet omfattes av definisjonene i § 2 av Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering.

### § 4. Med unntak av det som er tillatt etter §§ 6 og 7,

1. skal alle midler utenfor Den føderale republikken Jugoslavias territorium som tilhører Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering, fryses;
2. skal ingen midler verken direkte eller indirekte gjøres tilgjengelige for eller til fordel for disse regjeringer.

### § 5

1. Det er forbudt å erverve enhver ny eller utvide enhver eksisterende kapitalinteresse i, eierrettighet til eller kontroll over fast eiendom, et selskap, foretak, en institusjon eller enhet som er beliggende, registrert eller opprettet innen Republikken Serbia, eller som er beliggende, registrert eller opprettet hvor som helst ellers og som eies eller kontrolleres av Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering, uansett om det skjer i bytte med levering eller anskaffelse av materielle eller immaterielle varer, tjenester eller teknologi (herunder patenter), kapital, gjeldsnedsettelse eller andre økonomiske ressurser.
2. Det er også forbudt å igangsette eller videreføre virksomheter som letter, fremmer eller på annen måte muliggjør erverv eller utvidelse av en kapitalinteresse i, eierrettighet til eller kontroll over slik fast eiendom, selskaper, foretak, institusjoner eller enheter.

#### § 6

1. § 4 får ikke anvendelse på midler som utelukkende brukes til de formål og på de vilkår som er angitt i det følgende:
  - a) betaling av løpende utgifter, herunder lønninger til ansatte ved Den føderale republikken Jugoslavias ambassade i Norge
  - b) overføring fra Norge til fysiske personer som har bosted i Den føderale republikken Jugoslavia, av trygde- eller pensjonsutbetalinger samt overføring av andre utbetalinger for å sikre rettigheter på trygdeområdet, når slike overføringer skjer til egne bankkonti opprettet utelukkende for dette formål og når den private mottakeren har umiddelbar adgang til midlene i den konvertible valutaen som er overført på denne måten.
  - c) betaling av skatt, lovpliktige forsikringspremier og avgifter for offentlige tjenester som f.eks. gass, vann, elektrisitet og telekommunikasjoner som skal betales i Norge av personer oppført i vedlegg II bosatt i Norge, eller selskaper, foretak, institusjoner eller enheter som er beliggende, registrert eller opprettet i Norge som berøres av § 4.
  - d) utbetaling av normal lønn, herunder lovpliktig vederlag ved oppsigelse, unntatt bonuser og andre uvanlige utbetalinger, foretatt av selskaper, foretak, institusjoner eller enheter beliggende eller registrert eller opprettet i Norge, som berøres av § 4, til arbeidstakere som er ansatt på denne forskrifts ikrafttredelsesdato i disse selskapene, foretakene, institusjonene eller enhetene, forutsatt at, slik lønn innbetales på konti i banker eller finansinstitusjoner i Norge, at hver arbeidstakers lønn tilsvarer normal lønn, med forbehold for lønnsøkninger som oppnås ved forhandling om tariffavtaler, og at dersom en arbeidstaker erstattes av en annen arbeidstaker, får denne det samme lønnsnivå som arbeidstakeren som erstattes.
  - e) utbetalinger knyttet til prosjekter til støtte for demo-

kratisering, humanitær virksomhet og utdannelsevirksomhet og uavhengige medier, foretatt av Den norske stat.

2. § 4 nr. 2 får ikke anvendelse for:
  - a) kontantbetalinger i jugoslaviske dinarer eller annen valuta i en størrelse tilsvarende verdien av inntil 150 euro, innenfor Den føderale republikken Jugoslavias territorium.
  - b) betaling av gjeld til Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering, som er stiftet før denne forskrifts ikrafttredelse (med unntak av bankgarantier, gjennomføringsgarantier, sikkerhetsstillelser og lignende instrumenter), og iverksettelse av utbetalingsanvisninger mottatt utenfra Norge, forutsatt at slik betaling skjer til frossede konti som innehas av disse regjeringene i banker eller finansinstitusjoner i Norge.
  - c) betaling for viktige transittjenester som ytes av Den føderale republikken Jugoslavia og Republikken Serbia forutsatt at slike tjenester ytes til vanlig pris.
3. Enhver transaksjon som søkes gjennomført i henhold til unntaksbestemmelsene i § 6 nr. 1 samt nr. 2 bokstav b og c skal på forhånd godkjennes av Norges Bank. Norges Bank kan i denne sammenheng kreve at banker, andre finansinstitusjoner, forsikringsselskaper og andre organer og personer framlegger alle relevante opplysninger.
4. Uten hensyn til § 4 nr. 2 og § 5 skal det være tillatt å erverve en ny eller utvide en eksisterende kapitalinteresse i eller eierrettighet til eller kontroll over fast eiendom beliggende i Norge dersom transaksjonen oppfylder følgende vilkår:
  - a) betalingen for ervervet eller utvidelsen av kapitalinteressen, eierrettigheten eller kontrollen skjer til en egen, frosset konto som innehas av den tidligere eieren av den faste eiendommen i en bank eller finansinstitusjon i Norge,
  - b) den pris som kapitalinteressen i, eierrettigheten til eller kontrollen over den aktuelle faste eiendommen erverves eller utvides for, er i samsvar med verdien fastsatt av en behørig autorisert og uavhengig takstmann,
  - c) nevnte selger hverken råder over eller har adgang til andre midler,
  - d) formålet med salget bare er å erverve midler til å dekke utgifter nevnt i bokstav a) ovenfor.

#### § 7

1. Utenriksdepartementet skal ha myndighet til å gi tillatelse til det følgende dersom norsk industri, selskaper eller interesser vil bli påført alvorlig skade om tillatelse ikke gis,
  - a) å oppheve frossede midler eller stille midler til rådighet til fordel for Den føderale republikken Jugoslavias regjering eller Republikken Serbias regjering,



- b) å erverve eller utvide en kapitalinteresse i, eierrettighet til eller kontroll over fast eiendom, et selskap, foretak, en institusjon eller enhet nevnt i § 5.
2. Enhver anmodning fra en juridisk eller fysisk person om tillatelse nevnt i nr. 1 skal rettes til Utenriksdepartementet.

### Kapittel III

#### Om forbud mot salg eller levering av petroleum og visse petroleumprodukter til Den føderale republikk Jugoslavia

##### § 8. Det er forbudt

1. å selge, forsyne eller eksportere, direkte eller indirekte, petroleum og petroleumprodukter oppført i vedlegg III til denne forskrift, enten de har opprinnelse i Norge eller ikke, til en person eller et foretak i Den føderale republikken Jugoslavia, eller til en person eller et foretak med henblikk på enhver forretningsvirksomhet som drives på eller utøves fra Den føderale republikken Jugoslavias territorium,
2. å frakte produkter nevnt i nr. 1 til Den føderale republikken Jugoslavias territorium, herunder befordring ved norskregistrerte skip og befordring foretatt av innlending som ved innbefraktning, eierandel eller på annen måte disponerer eller bestyrer utenlandske skip.

##### § 9. Uten hensyn til bestemmelsene i § 8 kan

Utenriksdepartementet tillate:

1. salg, forsyning eller eksport av produktene oppført i nevnte vedlegg, til bruk ved Norges eller alliertes diplomatiske og konsulære stasjoner i Den føderale republikken Jugoslavia,
2. salg, levering eller eksport av produktene oppført i nevnte vedlegg i enkeltstående tilfeller, dersom salget, leveringen eller eksporten utelukkende tjener humanitære formål.

### Kapittel IV

#### Om forbud mot flygninger mellom Norge og Den føderale republikk Jugoslavia

##### § 10. Det er forbudt å ta av fra eller lande på norsk territorium for:

1. ethvert luftfartøy drevet direkte eller indirekte av et jugoslavisk luftfartsselskap, dvs. et luftfartsselskap som har hovedsete eller forretningskontor i Den føderale republikken Jugoslavia,

2. ethvert luftfartøy registrert i Den føderale republikk Jugoslavia, med mindre det lovlig befinner seg i Norge den dag denne forskrift trer i kraft,
3. ethvert sivilt luftfartøy, dvs. et luftfartøy drevet i kommersielt eller privat øyemed, dersom det har tatt av fra eller skal lande på Den føderale republikk Jugoslavias territorium.

##### § 11

1. Det skal ikke gis trafikkrettighetstillatelser for rute-flygninger eller charterflygninger enten det dreier seg om en enkelt flygning eller en serie flygninger, mellom norsk territorium og Den føderale republikk Jugoslavia.
2. Det skal ikke gis trafikkrettighetstillatelser som gjør det mulig for luftfartøyer registrert i Den føderale republikk Jugoslavia eller drevet av jugoslaviske luftfartsselskaper å fly til eller fra lufthavner i Norge.

##### § 12

1. §§ 10 og 11 får ikke anvendelse på nødlandinger og derav følgende avganger.
2. Utenriksdepartementet kan i enkelttilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i §§ 10 og 11 dersom det godtgjøres at flygningen til eller fra Den føderale republikk Jugoslavias territorium tjener humanitære formål.

### Kapittel V

#### Alminnelige bestemmelser

§ 13. Ingen bestemmelser i denne forskrift skal berøre den internasjonale militære og sivile tilstedeværelse i FRJ etablert i henhold til FNs sikkerhetsråds resolusjon 1244/99, og dens virksomhet.

§ 14. Utenriksdepartementet gis fullmakt til å endre, suspendere eller oppheve denne forskrift med vedlegg.

§ 15. Denne forskrift trer i kraft straks.

**Rundskriv nr. 12/11. november 1999**

*Til finansinstitusjonene m.v.*

**Sanksjoner mot Den føderale republikken Jugoslavia og Republikken Serbia**

Utenriksdepartementet har vedtatt endringer i forskrift om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia (FRJ) med virkning fra 27. oktober 1999.

Endringene legger til rette for at det kan gis fritak fra de gjeldende forbud om flygninger mellom de to land og salg av petroleum fra Norge, til fordel for Montenegro og Kosovoprovinsen. Denne oppmykningen er gjennomført for å skåne Kosovoprovinsen og Montenegro for enkelte av de tiltak som i første rekke er ment å ramme president Milosevic og hans regime.

Til tross for at situasjonen i Kosovo er vesentlig endret etter at fredsavtalen ble inngått i juni, har både FN og EU inntil videre valgt å opprettholde tiltak mot den føderale republikken Jugoslavia. Norge og andre land har sluttet opp om dette.

Forskriften innebærer at Norge opprettholder et tilsvarende rettsgrunnlag som EU i sin tiltakspolitikk overfor FRJ.

Norges Bank gjør for ordens skyld oppmerksom på at våre rundskriv nr. 4/6. august 1996 og nr. 11/24. september 1999 – med nedenstående endringer – fortsatt er gjeldende.

Spørsmål om forskriften kan rettes til Norges Bank, Lillehammer avdeling, på tlf. 61 28 84 00, telefaks 61 26 07 67 eller e-post: sta.kontroll@norges-bank.no.

**Forskrift om endring av forskrift av 6. august 1999 nr. 844 om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia**

Fastsatt av Utenriksdepartementet 27.10.99 med hjemmel i forskrift av 6. august 1999 nr. 844 om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia, § 14.

**Kapittel I**

I forskrift av 6. august 1999 nr. 844 om særlige tiltak mot Den føderale republikken Jugoslavia gjøres følgende endringer:

§ 9 skal suppleres med et nytt underpunkt 3, som skal lyde som følger:

«salg, forsyning eller eksport av produktene oppført i nevnte vedlegg til Den føderale republikken Jugoslavia, forutsatt at disse produktene skal selges, forsynes eller eksporteres til Montenegro eller Kosovoprovinsen og ikke skal fraktes gjennom andre deler av Republikken Serbia eller på ikke noe tidspunkt fraktes fra Montenegro eller Kosovoprovinsen til andre deler av Republikken

Serbia. Tilfredsstillende dokumentasjon for at disse vilkår er oppfylt, må følge henvendelsen til Utenriksdepartementet, herunder erklæringer utstedt av FNs generalsekretærs særlige representant for Kosovoprovinsen eller fra kompetente myndigheter i Montenegro»

§ 12 nr. 1 endres og skal heretter lyde som følger:

«§§ 10 og 11 får ikke anvendelse på nødlandinger og derav følgende avganger, og er ikke til hinder for overflygninger over FRJs territorium.»

§ 12 skal suppleres med et nytt underpunkt 3, som skal lyde som følger:

«a) Utenriksdepartementet kan også gjøre unntak fra §§ 10 og 11 for enkelte eller serier av flygninger for sivile luftfartøyer slik dette er definert i § 10 nr. 3, forutsatt at:

i) luftfartøyet som anvendes;

- ikke er registrert i FRJ, og opereres av Montenegro Airlines eller av et flyselskap som ikke er jugoslavisk, jfr. § 10 nr.1, eller

- er registrert i FRJ og er oppført i vedlegg VI som et luftfartøy benyttet for ikke-kommersielle formål av regjeringen i Montenegro eller av relevante organer utnevnt av FNs generalsekretærs særlige representant for Kosovoprovinsen, eller benyttet av Montenegro Air-lines for kommersielle formål,

ii) sted for avgang, mellomlanding og endelig bestemmelse for flygningene i FRJ, befinner seg i Montenegro eller Kosovo-provinsen.

b) Tillatelser gitt etter denne bestemmelsen vil opphøre å gjelde dersom:

(for Kosovoprovinsen) betaling for tjenester som er nødvendige for bruken av luftfartøyet gjøres til andre enn dem som yter tjenestene, eller betalingene overstiger gjennomsnittssatsene for den aktuelle tjenesten i seks månedersperioden før 19. juni 1999, eller slike betalingssetter pålegges på en diskriminerende måte, eller

(for Montenegro) betaling for tjenester som er nødvendige for bruken av luftfartøyet, med unntak av lufttrafikkontrolltjenester som ytes av kompetente organer i FRJ, ikke settes inn på konto til kompetente myndigheter i Montenegro, eller betalingene overstiger gjennomsnittssatsene for den aktuelle tjenesten i seks månedersperioden før 19. juni 1999, eller slike betalingssetter pålegges på en diskriminerende måte.»

**Kapittel II**

Forskriftsendringen trer i kraft 27. oktober 1999.

**Rundskriv nr. 13/23. desember 1999**

*Til finansinstitusjoner og medlemmer på Oslo Børs*

**Auksjonskalender for statspapirer første halvår 2000**

For første halvår 2000 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statspapirer:

## Statsobligasjoner:

Offentliggjøring	kl.12.00:	17.01.	20.03.	30.05.
Auksjon	kl.10.00:	24.01.	27.03.	06.06.
Oppgjør	kl.10.00:	27.01.	30.03.	09.06.

## Statssertifikater:

Offentliggjøring	kl.12.00:	07.01.	27.01.	24.02.	30.03.	26.04.	31.05.
Auksjon	kl.10.00:	11.01.	31.01.	28.02.	03.04.	28.04.	05.06.
Oppgjør	kl.10.00:	13.01.	02.02.	01.03.	05.04.	03.05.	07.06.

Auksjonene av statsobligasjoner og statssertifikater kan avlyses eller suppleres med ad hoc emisjoner.

## Vedlegg D

### Brev og uttalelser avgitt av Norges Bank i 1999

Om obligasjonsbeskatning

*Norges Banks brev av 24. februar 1999 til Finansdepartementet*

Høring - endringer i kredittilsynsloven

*Norges Banks brev av 10. mars 1999 til Finansdepartementet*

Konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet dersom spesielle miljøsyn blir lagt til grunn ved valg av investeringsstrategi

*Norges Banks brev av 16. mars 1999 til Finansdepartementet*

En vurdering av framvoksende markeder som investeringsalternativ for Petroleumsfondet

*Norges Banks brev av 16. mars 1999 til Finansdepartementet*

Høring om endringer i handelsreglene for egenkapitalinstrumenter ved Oslo Børs

*Norges Banks brev av 24. mars 1999 til Oslo Børs*

Høring - forslag om endring av finansieringsvirksomhetsloven vedrørende etablering av finanskonsern med morselskap som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav d)

*Norges Banks brev av 6. mai 1999 til Finansdepartementet*

Høringsuttalelse om organisering av børsvirksomhet mm., NOU 1998:3

*Norges Banks brev av 7. mai 1999 til Finansdepartementet*

Høring av NOU 1998:19 Fleksibel pensjonering

*Norges Banks brev av 31. mai 1999 til Finansdepartementet*

Høring av NOU 1999:7 Flatere skatt

*Norges Banks brev av 31. mai 1999 til Finansdepartementet*

Høring - utkast til forskrift om betalingsoppdrag til og fra utlandet

*Norges Banks brev av 2. juni 1999 til Justisdepartementet*

Tilleggsuttalelse om organisering av børsvirksomhet mm., NOU 1999:3

*Norges Banks brev av 3. juni 1999 til Finansdepartementet*

Høringsuttalelse om forslag til endringer i verdipapirfondloven

*Norges Banks brev av 16. juni 1999 til Finansdepartementet*

Utkast til Odelstingsproposisjon om lov om betalingssystemer mv. - merknader

*Norges Banks brev av 18. juni 1999 til Finansdepartementet*

Søknad om utvidelse av samarbeid om finanstjenester

*Norges Banks brev av 27. juli 1999 til Kredittilsynet*

Høring på forskrift om adgang til å unnta visse utenlandske foretak fra regnskapsplikt i Norge  
*Norges Banks brev av 25. august 1999 til Finansdepartementet*

Statens petroleumsfond - vurdering av nye markeder  
*Norges Banks brev av 26. august 1999 til Finansdepartementet*

Etablering av frittstående vekslingskontorer  
*Norges Banks brev av 31. august 1999 til Finansdepartementet*

Høringsuttalelse til lovforslag om likviditetskrav for verdipapirforetak  
*Norges Banks brev av 13. oktober 1999 til Finansdepartementet*

Den økonomiske politikken i 2000  
*Norges Banks brev av 21. oktober 1999 til Finansdepartementet*

Prising i kontanthåndteringen  
*Norges Banks brev av 5. november 1999 til Finansdepartementet*

Høring - endringer i offentlighetsloven mm.  
*Norges Banks brev av 11. november 1999 til Justisdepartementet*

Revisjon av straffelovens bestemmelser om pengefalsk - kriminell aktivitet rettet mot elektroniske betalingssystemer  
*Norges Banks brev av 15. november 1999 til Justisdepartementet*

Hybridinstrumenter som kjernekapital  
*Norges Banks brev av 9. desember 1999 til Kredittilsynet*

Norges Banks arbeid med å forebygge finansielle kriser. Oppfølging av Stortingets behandling av Smith-kommisjonens rapport  
*Norges Banks brev av 17. desember 1999 til Finansdepartementet*

Høringsuttalelse til forslag om særskilte skatteregler for lån av finansielle instrumenter  
*Norges Banks brev av 12. januar 2000 til Finansdepartementet*

## Norges Banks brev av 24. februar 1999 til Finansdepartementet

### Om obligasjonsbeskatning

Det vises til Finansdepartementets brev 25. november 1998 der det bes om merknader til forslag til nye skatteregler for obligasjoner.

#### 1. Finansdepartementets forslag

Norges Bank er positiv til Finansdepartementets forslag som åpner for nullkupongobligasjoner og fjerner kvantumsbegrensningene på utvidelse av åpne lån til underkurs. Forslaget er i samsvar med Norges Banks kommentarer i forbindelse med opphevelse av emisjonsforskriften 20. desember 1996. I høringsssvar, datert 6.12.95, skrev Norges Bank at forslaget om å videreføre forbudet mot underkursobligasjoner ville utelukke billigere og internasjonalt mye brukte låneformer og at det dessuten ville hindre en oppbygging av store lån. Spesielt for banker og kredittforetak er det en fordel å kunne konsentrere gjelden om få og store lån slik at lånene blir mest mulig likvide ettersom det gir grunnlag for en lavere rente. Nullkupongobligasjoners avkastningsprofil kan også være attraktive for investorer fordi reinvesteringsbehovet minimeres, og det reduserer risikoen for langsiktige investorer (f eks livselskaper).

I høringsnotatet vurderer departementet to modeller for obligasjonsbeskatning; markedsverdiprinsippet og renteberegningsmodellen. Begge modellene innebærer at det åpnes for nullkupongobligasjoner og at begrensningene på utvidelse av åpne lån fjernes. Dette er viktig for å sikre effektive markeder, og begge beskatningsmodeller innebærer viktige framskritt i forhold til dagens situasjon. I valget mellom skattemodellene foretrekker departementet renteberegningsmodellen blant annet fordi den gir større likebehandling av aksjer, opsjoner, obligasjoner og bankinnskudd, og er lettere å innføre lovteknisk.

#### 2. Internasjonal praksis

Finansdepartementet har i sitt notat bare i liten grad gjort rede for internasjonal praksis ved beskatning av underkurspapirer. Det viser seg at flere land har beskatning etter ulike prinsipper for ulike grupper investorer, jf vedlegg. I Storbritannia, Danmark, Sverige og Frankrike gjelder forskjellige beregningsmodeller avhengig av om investorene er profesjonelle eller ikke-profesjonelle. Markedsverdiprinsippet brukes for realkredittinstitusjoner og livsforsikringselskaper i Danmark. I Storbritannia og Frankrike blir profesjonelle investorer beskattet ut fra renteberegningsmodellen. I Tyskland kan investorene velge mellom renteberegningsmodellen og realisasjonsprinsippet. I Sverige kan profesjonelle velge mellom markedsverdiprinsippet og realisasjonsprinsippet. Finland følger realisasjonsprinsippet. Ikke-profesjonelle investorer blir i disse landene beskattet etter realisasjonsprinsippet. Internasjonal praksis er dermed i samsvar med drøftingene Aarbakkegruppen foretok i sin utredning av bedrifts- og kapitalbeskatningen (NOU 1990:27).

#### 3. Vurdering av modellene

Markedsverdiprinsippet gir en økonomisk korrekt verdsettelse på avkastningen slik at problemer med skattekreditter og skattemotiverte salg unngås. All avkastning skattlegges årlig uten forskjellsbehandling av de to avkastningsformene påløpt kupongrente og kursgevinst/-tap (inkludert avkastningen som ligger i underkurs ved utstedelse). Det legges også vekt på at det allerede eksisterer et kursnoteringsutvalg som beregner markedspriser på obligasjoner som brukes i formuesbeskatningen. Det bør således ikke være noe problem å skatlegge dem ut fra markedsverdi. Skatt på urealisert gevinst kan føre til likviditetsproblemer pga usikkerhet knyttet til den skattepliktige gevinsten. Tatt i betraktning at profesjonelle investorer presumptivt har veldiversifiserte obligasjonsporteføljer og gode risikostyringssystemer, innebærer neppe markedsverdiprinsippet usikkerhet rundt eksakt beskatning et problem. Departementet vurderte også likviditetsproblemet som begrenset i høringsnotatet.

For ikke-profesjonelle investorer er det viktigere å ta hensyn til forutberegneligheten av skatten. Norges Bank mener derfor at skatt på obligasjoner eid av ikke-profesjonelle som hovedregel bør periodiseres etter realisasjonsprinsippet. Dette fører til at det kan oppstå en skatteutsettelse for investorene. Gitt dagens eierfordeling av obligasjoner vil provenytapet av skatteutsettelsen bli relativt lite da ikke-profesjonelle investorer bare eier en liten andel av utstedte obligasjoner. I tillegg er det få investorer som holder obligasjoner med lang løpetid helt til forfall. Et regneeksempel kan anskueliggjøre dette; fem års nullkupongobligasjon utstedt til kurs 80%, innfridd til pari uten annenhåndsomsetning. Med 28% inntektsskatt innebærer realisasjonsprinsippet  $20 \cdot 0.28 = \text{kr.}5,60$  i inntektsskatt etter fem år, hvilket med dagens renter tilsvarer en nåverdi på ca kr.4,50. Renteberegningsmodellen innebærer på sin side årlige skatteinntekter hvis nåverdi er ca kr.4,87. Forskjellen i nåverdi utgjør da ca førti øre, pr hundre kr. i innløsningsverdi.

Det bør dessuten legges vekt på at renteberegningsmodellen krever relativt kompliserte beregninger. Beregningene er forutsatt utført av Verdipapirsentralen (VPS), men modellen legger opp til en generell opplysningsplikt for obligasjonsutstedere og –selgere ved alle eierskifter. Det skal opplyses om kjøpskurs, innfrielseskurs og løpetid, via megler eller kontofører, til VPS. Dette vil innebære ekstra kostnader for VPS som antas belastet selger og kjøper. Økte kostnader er generelt en ulempe som gjør det norske verdipapirmarkedet mindre konkurransedyktig. Modellen er heller ikke teoretisk fullstendig korrekt fordi den baserer seg på gjennomsnittlig avkastning over obligasjonenes gjenværende løpetid uten å ta hensyn til rentens terminstruktur.

Beregning av renteelementet i VPS vil uansett ikke løse alle beregningsproblemer ettersom det er fri adgang til å investere i obligasjoner i andre land. Disse obligasjonene er ikke VPS-registrerte. I slike tilfelle innebærer departementets forslag at de kompliserte beregningene må utføres av skatteyter og revideres av ligningsmyndighetene. Norges Bank antar at dette vil øke kontrollkost-

nadene forholdsvis sterkt i forhold til gevinstene gjennom økt skatteproveny. Hovedregelen bør derfor være realisasjonsprinsippet for ikke-profesjonelle, men de bør som i Danmark kunne søke om å få bruke markedsverdimodellen. For å få kontinuitet i type beskatningsmodell som anvendes for den enkelte, forutsettes det at man må søke på ny hvis det er ønskelig å bytte tilbake til realisasjonsprinsippet.

#### 4. Obligasjonsfond

Obligasjonsfond bør beskattes etter realisasjonsprinsippet. Dette fører til likebehandling av ikke-profesjonelle investorer enten de investerer gjennom obligasjonsfond eller direkte i obligasjoner. Dette kan innebære arbitrasjemuligheter for profesjonelle investorer. Siden den profesjonelle investor ved å investere i obligasjonsfond frasier seg muligheten til å påvirke investeringsvalgene direkte, og fordi verdipapirfondloven § 1-3 fastslår at verdipapirfond skal være åpne for en ubestemt krets, vil dette neppe representere et problem.

#### 5. Indeksobligasjoner og konvertible obligasjoner

For obligasjoner hvor avkastningen er knyttet til utviklingen i en indeks, bør avkastningen etter Norges Banks syn, i utgangspunktet beskattes på samme måte som det underliggende produktet i indeksen. Hvis avkastningen på obligasjonen er knyttet til en aksjeindeks, bør avkastningen således skattemessig behandles etter realisasjonsprinsippet. Dette gjelder også konvertible obligasjoner fordi de inneholder opsjonselementer. Norges Bank er imidlertid enig med departementet i at det er behov for å vurdere beskatningen av slike sammensatte produkter nærmere.

#### 6. Konklusjon

Etter Norges Banks syn bør verdistigning og tap skattlegges etter markedsverdi prinsippet hvis obligasjonene er eid av profesjonelle investorer. Verdistigning og tap på obligasjoner eid av ikke-profesjonelle investorer bør skattlegges etter realisasjonsprinsippet. Bruk av realisasjonsprinsippet krever endring i lov om skatt av formue og inntekt. Inkludert i gruppen profesjonelle investorer bør være banker, forsikringsselskaper, kredittinstitusjoner og finansieringsforetak. Alle disse er under tilsyn. Det vises for øvrig til definisjon av profesjonell investor i Ot prp nr 11 (1990-91).

### Norges Banks brev av 10. mars 1999 til Finansdepartementet

#### Høring - endringer i kredittsinsloven

Vi viser til brev av 22. desember 1998 der Finansdepartementet ber om merknader til et forslag fra Kredittilsynet om endringer i lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel (kredittsinsloven). Det er foreslått

Norges Bank har utfra eget formål ikke behov for overgangsregler. Tatt i betraktning at dagens regulering innebærer forbud mot utstedelse av nullkupongobligasjoner med mer enn to års løpetid, synes behovet for overgangsregler også generelt å være av mindre omfang.

#### Vedlegg

##### *Kort beskrivelse av obligasjonsbeskatningen i noen europeiske land*

Opplysninger om hvordan obligasjonsbeskatningen fungerer i andre land er hentet fra «The European Bond Markets, an Overview and Analysis for Issuers and Investors» (1997), og pr. telefon. Det tas forbehold om at det kun er de grove trekkene mht. periodisering av skatten det er tatt hensyn til. Det er ingen spesiell modell som går igjen.

Danmark og Finland er beskrevet i høringsnotatet.

##### *Sverige*

I Sverige er investorene delt inn i profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle følger realisasjonsprinsippet. Profesjonelle investorer kan velge mellom markedsverdimodellen og realisasjonsprinsippet. Reglene om obligasjonsbeskatning ble innført i 1997.

##### *Tyskland*

I Tyskland kan skattepliktige velge om de vil bruke realisasjonsprinsippet eller renteberegningsmodellen. Det er ingen inndeling av profesjonelle og ikke-profesjonelle.

##### *Storbritannia*

Det er forskjell på profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Profesjonelle investorer er institusjonelle investorer og selskaper. For dem gjelder renteberegningsmodellen. For ikke-profesjonelle investorer gjelder realisasjonsprinsippet. Reglene om obligasjonsbeskatning ble innført i 1996.

##### *Frankrike*

Det er forskjell på profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Profesjonelle investorer er selskaper som betaler selskapskatt. De blir skattet ut fra renteberegningsmodellen. For ikke-profesjonelle investorer gjelder realisasjonsprinsippet.

endringer i bestemmelsene om Kredittilsynets adgang til å gi pålegg om retting, i reglene om institusjonenes opplysningsplikt og i reglene om løpende mulkt, jf. §§ 3, 4 og 10. I tillegg er det foreslått enkelte redaksjonelle endringer i § 4.

Ifølge høringsnotatet tar forslaget delvis sikte på å klargjøre eller presisere den forståelsen av regelverket som Kredittilsynet har praktisert eller lagt til grunn. I tillegg fremmes det enkelte forslag som tar sikte på å bedre

muligheten til å drive et effektivt tilsyn i tråd med de oppgaver Kredittilsynet er pålagt å utføre.

Norges Banks antar at lovforslaget vil kunne bidra til et mer effektivt tilsyn. Forslaget synes hensiktsmessig blant annet for å gi Kredittilsynet et helhetlig grunnlag for sanksjoner mot og innsyn i mulig regelstridig virksomhet samtidig som de grunnleggende rettssikkerhets-hensyn ivaretas. Pålegg i formell forstand om å rette på forhold er i seg selv et viktig virkemiddel for å kunne drive effektiv kontroll og tilsyn samtidig som det kan ha en «riset-bak-speilet»-effekt for å nå frem med mildere (uformelle) virkemiddel som dialog og inspeksjonsmerknader. Forslaget om å utvide grunnlaget for pålegg til å omfatte også brudd på konsesjonsvilkår eller interne retningslinjer vil kunne bidra til dette. Norges Bank er enig i at det i forslaget bør presiseres at påleggshjemmelen bare skal gjelde interne retningslinjer som institusjonen etter lov eller forskrift er pålagt å fastsette. Det vises i den forbindelse til en tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 12-4.

De foreslåtte endringene i bestemmelsene om opplysningsplikt synes i stor grad å være en presisering av gjeldende regelverk slikt det har vært oppfattet og praktisert. De fleste institusjonene under tilsyn baserer seg idag på bruk av EDB og avgir periodiske rapporter i stor grad i elektronisk format. Det synes derfor i utgangspunktet ikke å være særlig byrdefullt for institusjonene å bli pålagt elektronisk rapportering, samtidig som det antas å kunne gi effektivitetsgevinster i tilsynsarbeidet. På bank-

og forsikringsområdet skjer rapporteringen gjennom et felles samarbeid mellom Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank. Sentralbanken har siden 1. januar 1996 hatt hovedansvaret for innhenting, bearbeiding og revisjon av regnskapsoppgaver fra banker, finansieringsforetak, mm. Innhenting av rapportene er basert på Kredittilsynets hjemmelsgrunnlag i kredittilsynsloven § 4. Forslaget om å kunne pålegge elektronisk rapportering vil kunne bidra til å lette sentralbankens arbeidsoppgaver på området.

I juridisk litteratur (Karnov, 1996-utgaven) har det vært anført at kredittilsynsloven § 10 annet ledd gir grunnlag for vedtak om daglig løpende mulkt bare når pålegg hjemlet i kredittilsynsloven ikke etterkommes. Det kan være noe uklart om et slikt synspunkt er riktig, ut fra den manglende sammenheng i reglene som blir resultatet av en slik tolkning. Når det likevel foretas en helhetlig opprydding i sanksjonsreglene for Kredittilsynet, synes det fornuftig å presisere at det kan reageres med løpende mulkt uansett om påleggshjemmelen er selve kredittilsynsloven eller særlover som regulerer institusjonene.

Norges Bank er enig i Kredittilsynets forslag om at bestemmelsene om internkontroll bør fremgå av et eget punkt i § 4 av hensyn til den sentrale betydning kravet til institusjonenes internkontroll har.

Norges Bank har for øvrig ingen merknader til de foreslåtte endringene.

## **Norges Banks brev av 16. mars 1999 til Finansdepartementet**

### ***Konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet dersom spesielle miljøhensyn blir lagt til grunn ved valg av investeringsstrategi***

#### **1. Innledning**

Det har ved flere anledninger vært drøftet om en burde legge spesielle etiske kriterier til grunn ved valg av investeringsstrategi for Petroleumsfondet. I brev av 22. april 1998 drøftet Norges Bank på generelt grunnlag ulike måter å ta hensyn til etiske forhold i forvaltningen av Petroleumsfondet. Tre ulike alternativer ble diskutert; (i) etablere et sett etiske kriterier som så brukes til å velge ut hvilke bedrifter fondet kan investeres i, (ii) investere i aksjefond som har godt dokumenterte etiske retningslinjer for sin investeringsstrategi og (iii) søke å påvirke bedriftene til å vektlegge spesielle etiske forhold gjennom å bruke stemmerettighetene aksjene gir, men uten å begrense fondets investeringsunivers. Brevet fokuserte utelukkende på hvilke konsekvenser etiske retningslinjer vil ha for den operative forvaltningen av fondet. En sentral konklusjon var at mens bruk av stemmerettigheter ville ha begrenset betydning for forvaltningen av fondet, ville det å utelukke mange bedrifter

fra fondets investeringsunivers kunne medføre betydelige kostnader og gjøre det mer komplisert å drive en effektiv forvaltning under betryggende kontroll- og resultatmåling.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 diskuterte Regjeringen muligheten for å innføre retningslinjer for Petroleumsfondet med sterkere vekt på miljø og menneskerettigheter. Regjeringen uttalte at slike retningslinjer måtte ivareta kravene til risikospredning, risikostyring samt kontroll- og resultatmåling av forvaltningen. Det ble også stilt krav til klarhet, konsistens og praktiserbarhet dersom en skulle velge retningslinjer for fondet som legger vekt på miljø og menneskerettigheter. Regjeringen konkluderte med at den så langt ikke hadde funnet måter å gjøre dette på som oppfyller disse kravene, men at den ville arbeide videre med en løsning der en legger spesielle miljøhensyn til grunn ved utformingen av fondets investeringsstrategi (miljøretningslinjer). Regjeringen varslet samtidig at den ville vurdere å utvide listen over land Petroleumsfondet kan investere i, blant annet fordi dette kunne bidra positivt til den økonomiske utviklingen i landene og dermed til å styrke utviklingen mot større demokrati og bedre menneskerettigheter.

I dette brevet vil Norges Bank drøfte konsekvensene av å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet. I et eget brev vil banken se nærmere på hvilke krav som bør



være oppfylt dersom nye land skal inkluderes i fondets investeringsunivers.

Norges Bank har to funksjoner i forhold til forvaltningen av Petroleumsfondet. For det første har banken ansvar for den operative forvaltningen av fondet. I tillegg gir banken råd om hvordan fondets investeringsstrategi bør utformes. Dersom Regjeringen skulle velge å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet vil dette kunne føre til endringer i både investeringsstrategi og operativ forvaltning. I dette brevet vil vi se nærmere på hvordan investeringsstrategien kan utformes og hvordan den operative forvaltningen kan gjennomføres dersom det innføres slike retningslinjer for fondet.

I diskusjonen nedenfor legges det særlig vekt på de krav Regjeringen har stilt til miljøretningslinjer når det gjelder kontroll- og resultatmåling, risikospredning, klarhet, praktiserbarhet og konsistens. Norges Bank mener at dette er krav som det er helt nødvendig å stille til slike retningslinjer. Men som det vil fremgå av drøftingen i dette brevet er det vanskelig å oppfylle disse kravene, blant annet fordi det er svært vanskelig å få tak i sammenlignbar miljøinformasjon for alle de bedriftene Petroleumsfondet kan investeres i (rundt 20.000 bedrifter i 21 forskjellige land). Det vises videre at miljøretningslinjer som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter vil kunne ha betydelige konsekvenser for fondet. Det har blant annet sammenheng med at det må defineres en skreddersydd referanseindeks for fondet. Dette vil øke kostnadene i forvaltningen, samtidig som det kan bli vanskeligere å evaluere Norges Banks forvaltning. Dessuten vil fondets risiko øke fordi en må spre investeringene på et mindre antall aksjer. Dersom en skulle velge å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, er det også viktig å være oppmerksom på de praktiske problemene knyttet til å utforme et entydig og konsistent regelverk. For eksempel vil miljøkriterier ofte kreve et betydelig innslag av skjønnsmessige vurderinger når en skal velge ut hvilke bedrifter som oppfyller kriteriene. Norges Bank har ikke kompetanse til å foreta slike vurderinger.

Et sentralt spørsmål er om miljøretningslinjer for Petroleumsfondet vil ha positive effekter på verdens miljø. I prinsippet vil en forvente at slike effekter vil oppstå dersom retningslinjene er relevante for formålet og dessuten fører til at bedrifter som ikke oppfyller kriteriene må betale en høyere pris på å innhente egenkapital enn andre. Dette vil gi disse bedriftene et insentiv til å arbeide mer med miljøspørsmål. Med den størrelse og likviditet verdens aksjemarkeder har, er det imidlertid svært usikkert om innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet vil ha noen effekt. Det er mer sannsynlig at en får en effekt dersom mange investorer bruker de samme miljøkriteriene, men vi vet ikke om andre investorer vil gjøre det. Det er følgelig usikkert hvilken effekt en beslutning som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter vil ha på verdens miljø.

I den endelige vurderingen av miljøretningslinjer for fondet vil eventuelle positive miljøkonsekvenser måtte veies opp mot virkningene på risikospredning, forvaltningskostnader og kontroll- og resultatmåling av forvalt-

ningen. Det bør også vurderes om det finnes andre virkemidler som kan være mer effektive for å nå de mål myndighetene søker å oppnå med hensyn til miljø. Det er i denne forbindelse også et spørsmål om en skal ta hensyn til at det offentlige allerede har eierinteresser i et stort antall selskaper i ulike typer næringsvirksomhet. Det kan for eksempel synes rimelig at det stilles de samme kravene til de norske bedriftene som staten eier som til Petroleumsfondets investeringer i utenlandske aksjer.

Det er Finansdepartementet som må ta ansvar for arbeidet med miljøretningslinjer. Det betyr blant annet at departementet må definere et investeringsunivers og en referanseportefølje for fondet som er konsistent med eventuelle miljøretningslinjer. Et veldefinert investeringsunivers og en presis referanseportefølje er en forutsetning for at det skal være mulig å evaluere Norges Banks forvaltning av fondet.

Det er viktig at det ikke stadig skjer endringer i retningslinjene for Petroleumsfondet. Det skyldes at fondet er såpass stort at selv små endringer i retningslinjene vil kunne føre til betydelige transaksjonskostnader. Etter Norges Banks vurdering vil behovet for stabilitet og langsiktighet i forvaltningen av fondet også gjelde eventuelle miljøretningslinjer.

Miljøretningslinjer kan gjennomføres på flere måter. Retningslinjene kan gjelde en liten del av fondet eller hele fondet, og en kan bruke kriterier som velger ut noen bedrifter eller et stort antall bedrifter. Den prinsipielle diskusjonen nedenfor gjelder uavhengig av hvilken av disse løsningene en eventuelt velger, men betydningen av de konsekvensene som drøftes vil naturlig nok variere mellom de forskjellige alternativene.

Nedenfor fokuseres det på hvilke konsekvenser eventuelle miljøhensyn kan ha for Petroleumsfondets investeringsstrategi og den operative forvaltning av fondet. De fleste av analysene og resultatene som presenteres har imidlertid generell gyldighet også dersom en i forvaltningen av fondet skulle finne det ønskelig å ta andre hensyn av etisk karakter.

## 2. Kort om dagens investeringsstrategi

Ifølge Lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 er ansvaret for forvaltningen av fondet lagt til Finansdepartementet. Departementet har følgelig ansvar for å definere et formål for forvaltningen av fondet og en investeringsstrategi som er konsistent med dette formålet. Finansdepartementet har definert fondets formål som høyest mulig finansiell avkastning gitt betryggende risiko. For å ivareta hensynet til finansiell avkastning har en blant annet valgt å plassere deler av fondet i aksjer. Når det gjelder hensynet til risiko, har departementet lagt vekt på å få en bred spredning av fondets investeringer. En valgte derfor å fordele investeringene på 21 forskjellige land samtidig som en innenfor hvert land sørget for å spre investeringene på et stort antall aksjer og obligasjoner.<sup>1)</sup> Denne strategien har blant annet ført til fondet nå er investert i mer enn 2000 aksjer verden over. En slik spredning av fondet er også konsistent med at fondet bare skal være en finansiell investor (jf §10 i Forskrift

om forvaltning av Statens petroleumsfond, 3. oktober 1997).

Petroleumsfondets investeringsstrategi er konkretisert gjennom den referanseporteføljen Finansdepartementet har valgt for fondet. Denne porteføljen har to viktige funksjoner i forvaltningen av fondet. I tillegg til å reflektere investeringsstrategien skal referanseporteføljen også brukes til å vurdere hvordan forvaltningen gjennomføres. Det er derfor viktig at denne porteføljen er konstruert ut fra klare og objektive kriterier. Petroleumsfondets referanseportefølje er satt sammen av markedsindekser som anerkjente institusjoner har utviklet for de enkelte lands aksje- og obligasjonsmarkeder. Det er flere fordeler ved å bruke slike indekser. For det første er det brukt mye ressurser på å konstruere indeksene på en slik måte at de er representative for de markedene de skal dekke. For det andre er bedriftene som inngår i indeksene vektet i tråd med størrelsen på bedriftene (såkalte markeds kapitaliseringsvekter), og dette regnes for å være en hensiktsmessig måte å spre aksjeeksponering på. For det tredje er markedsindeksene etterrettelige siden de er offentlig tilgjengelige samtidig som konstruksjonen av dem er godt dokumentert. Dessuten beregner indekserverandørene daglige avkastningstall, noe som er nødvendig for den løpende kontroll- og resultatmålingen av forvaltningen av fondet.

I tillegg til å velge en referanseportefølje har Finansdepartementet satt grenser for hvor mye Norges Bank kan avvike fra denne porteføljen, samt definert et investeringsunivers for fondet. Når det gjelder investeringsuniverset, har departementet lagt vekt på at fondet bare skal investeres i land med likvide og velfungerende finansmarkeder med betryggende selskaps-, børss- og verdipapirlovgivning. For fondets aksjeinvesteringer innebærer dette at en kan velge mellom rundt 20.000 bedrifter som er børsnotert i de landene fondet kan investeres i. Et slikt investeringsunivers gir Norges Bank mulighet til å gjennomføre en kostnadseffektiv indeksforvaltning for en stor del av fondet, samtidig som det gir tilstrekkelig fleksibilitet i den delen av fondet som er underlagt aktiv forvaltning. Dette øker sannsynligheten for at banken gjennom sin forvaltning kan skape en meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Finansdepartementets presisering av investeringsstrategien for Petroleumsfondet gir Norges Bank et klart mandat for forvaltningen av fondet. Ifølge forskriften for forvaltningen av fondet skal Norges Bank oppnå høyest mulig avkastning på fondet innenfor de begrensninger som forskriften definerer (§2). Begrensningene er satt i form av rammer for avvik fra fondets referanseportefølje. Dette klare mandatet gjør det mulig å evaluere kvaliteten på den forvaltningen Norges Bank gjennomfører. Det kan blant annet gjøres ved å sammenlikne avkastningen på fondet med avkastningen på referanseporteføljen. Siden banken blir målt mot anerkjente referanseindekser som andre forvaltere også bruker, er det dessuten mulig å sammenlikne

bankens forvaltning med forvaltningen til andre investorer.

### 3. Miljøretningslinjer og investeringsstrategi for Petroleumsfondet

En innføring av miljøhensyn i forvaltningen av fondet betyr at en introduserer et nytt formål for denne forvaltningen. I tillegg til finansiell avkastning og risiko må det defineres en målsetning som relaterer seg til miljøspørsmål. Det er de politiske myndigheter som må presisere hva denne målsetningen skal være og hvilken vekt den skal gis sammenliknet med de andre målsetningene en har for forvaltningen av fondet. Når dette er gjort, må det defineres et investeringsunivers og en referanseportefølje for fondet som reflekterer det endrede formålet for forvaltningen av fondet. Dette er nødvendig for at det fortsatt skal være mulig å evaluere Norges Banks forvaltning av fondet.

#### *Generelt om miljøretningslinjer*

Det har etter hvert blitt noe mer vanlig for investorer å legge vekt på hensyn av etisk eller sosial karakter når investeringsstrategien utarbeides. Utviklingen har kommet lengst i USA og Storbritannia, men også i andre land har stadig flere investorer valgt å legge mer vekt på slike hensyn ved valg av investeringsstrategi.<sup>2)</sup> Ifølge Social Investment Forum, som er en amerikansk interesseorganisasjon for investorer som ønsker en etisk investeringsstrategi, består deres medlemmer av privatpersoner, bedrifter, universiteter, sykehus, pensjonskasser, religiøse institusjoner og andre ideelle organisasjoner. De etiske kriteriene som er mest brukt i det amerikanske markedet relaterer seg til tobakk, gambling, våpen, alkohol og miljø. Når det gjelder miljøkriterier, er det i hovedsak tre forskjellige årsaker til at investorene ønsker å bruke slike kriterier når investeringsstrategien utformes.

Den første årsaken er at noen investorer ønsker å endre bedriftenes virksomhet i mer miljøvennlig retning. De kan gjøre dette på to måter. Den ene er å benytte eierinteressene aksjene gir til å påvirke bedriftene enten ved å stemme på generalforsamlingen eller gjennom samtaler med bedriftens ledelse. Det synes som stadig flere investorer bruker sine eierinteresser på denne måten, og det er indikasjoner på at slik adferd faktisk påvirker bedriftenes virksomhet.<sup>3)</sup> Den andre måten er å avgrense investeringene til bedrifter som tilfredsstillers spesielle miljøkriterier. De bedriftene som ikke oppfyller kriteriene får dermed et insentiv til å forbedre sin virksomhet. I litteraturen diskuteres det hvilken virkning dette har på bedriftene.<sup>4)</sup> Et sentralt spørsmål er om bedriftens finansieringskostnader øker dersom enkelte investorer ikke vil investere i bedriften. Dette vil igjen

<sup>2)</sup> Social Investment Forum anslår at rundt 4 prosent av all forvaltning i USA skjer etter spesielle etiske retningslinjer. I tillegg er det mange investorer som i etiske spørsmål benytter stemmerettigheten som aksjene gir (disse forvalter rundt 5 prosent av den samlede kapitalen).

<sup>3)</sup> Se James Angel og Pietra Rivoli: «Does Ethical Investing Impose a Cost Upon the Firm? A Theoretical Examination», Journal of Investing, Winter 1997.

<sup>4)</sup> Se Wallace Davidson, Dan Worrell og Abuzar El-Jelly: «Influencing Managers to Change Unpopular Corporate Behaviour Through Boycotts and Divestitures», Business and Society, August 1995.

<sup>1)</sup> Landene er: Canada, USA, Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Irland, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, Østerrike, Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore.

avhenge av hvor velfungerende og likvide markedene for bedriftens aksjer er og hvor mange andre investorer som reagerer på samme måte. Det er derfor vanskelig å si noe generelt om virkningene på bedriftenes miljøarbeid av ikke å investere i enkelte bedrifter. Det er imidlertid verdt å merke seg at de markedene hvor miljøanalyser av bedrifter er mest utbredt, også er de markedene som regnes for å være de mest velfungerende aksjemarkedene i verden (USA, Canada og Europa). Det er derfor liten grunn til å tro at innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet i disse markedene isolert sett vil ha noen effekt.

Den andre årsaken til at investorer tar miljøhensyn, er enten at de ikke ønsker å bli assosiert med lite miljøvennlige virksomheter eller at de ønsker å støtte bedrifter som innfører positive miljøtiltak. Denne begrunnelsen er ikke avhengig av at tiltakene har noen innvirkning på bedriftenes aktiviteter. Motivet er mer for seg selv å markere en miljøholdning. Dette motivet kan ivaretas gjennom et bevisst valg av bedrifter en investerer i.

Den siste årsaken til at forvaltere tar miljøhensyn ved sine investeringer er at enkelte mener at dette vil bidra til å sikre en høy avkastning på aksjeinvesteringene. Tankegangen er at bedrifter som tar miljøspørsmål på alvor driver en fremtidsrettet virksomhet som over tid vil resultere i god avkastning for investorene. Det er imidlertid vanskelig å finne empirisk belegg for dette synet. De arbeidene vi kjenner til konkluderer med at det å velge ut et begrenset antall bedrifter etter spesielle miljøkriterier ikke har noen systematisk innvirkning på avkastningen til en aksjeportefølje.<sup>5)</sup> Hvis en velger å ekskludere et stort antall bedrifter eller samtlige bedrifter i noen næringer, er det vanskelig å vurdere konsekvensene for avkastningen. Det har sammenheng med at porteføljen da vil få egenskaper som avviker betydelig fra egenskapene til en portefølje som ikke er underlagt miljøkriterier. Dermed vil avkastningen til porteføljen variere mye i forhold til avkastningen til referanseindeksen. Dette gjør det vanskelig å vurdere om det er noe systematikk i avkastningsforskjellene. I en slik situasjon vil en trenge avkastningsdata for mange år før det er mulig å trekke en konklusjon, men slike data er foreløpig ikke tilgjengelig. Begrensninger på fondets investeringsmuligheter vil imidlertid gi et dårligere bytteforhold mellom avkastning og risiko. Med dårligere bytteforhold menes at for en gitt avkastning vil risikoen øke. Hvor mye dårligere bytteforholdet blir avhenger naturlig nok av hvor store begrensninger en innfører på investeringsmulighetene.

Diskusjonen ovenfor viser at en vanskelig kan begrunne miljøretningslinjer ut fra avkastningshensyn. Dersom en skal innføre slike miljøretningslinjer for Petroleumsfondet må begrunnelsen følgelig være at en (mer passivt) for seg selv ønsker å markere et miljøstandpunkt eller (mer aktivt) vil prøve å påvirke bedrifter til å arbeide mer seriøst med miljøspørsmål. Dersom begrunnelsen er at en aktivt vil søke å påvirke bedriftene må en

vurdere om det er bruk av stemmerettigheter eller utvelgelse av bedrifter som har størst innvirkning på bedriftenes miljøarbeid. Det er også et spørsmål om en i dette valget skal ta hensyn til hva staten gjør på andre områder. Staten har allerede eierinteresser i en rekke norske bedrifter, og det må være riktig å velge et opplegg for Petroleumsfondet som også i tilfelle anvendes på disse bedriftene.

Dersom en ønsker å ivareta miljøhensyn ved å velge bedrifter etter miljøkriterier, må en bestemme hvilke kriterier en ønsker skal tillegges vekt. Dette er igjen et spørsmål om hva formålet med å innføre miljøretningslinjer er. Et viktig skille går mellom negative og positive miljøkriterier. Ved bruk av negative kriterier ekskluderes bedrifter som driver en virksomhet som betraktes som lite miljøvennlig. Det kan enten gjøres ved å ta ut alle bedrifter i de minst miljøvennlige næringer, eller det kan gjøres ved å plukke ut de bedriftene som forurenses mest i hver næring. Positive kriterier innebærer at en bare velger bedrifter som gjennom sitt arbeid med miljøspørsmål har utmerket seg på en spesiell måte. Det kan skje ved at bedriften har latt seg miljøsertifisere eller laget en omfattende miljørapport. Tidligere var det mest vanlig å bare bruke negative kriterier, men de siste årene har mange investorer valgt å benytte en kombinasjon av positive og negative kriterier. Det å bare bruke positive kriterier er ikke spesielt utbredt. Uansett må kriteriene være slik at en rimelig enkelt og entydig kan fastslå om en bedrift tilfredsstillende kriteriene eller ikke.

Når fondets miljøformål er definert, må en bestemme hvilken vekt dette formålet skal ha i forhold til de formålene som går på avkastning og risiko. Før en kan foreta en slik avveining, må en ha en formening om i hvilken grad det kan være en konflikt mellom de ulike formålene. Ved bruk av stemmerettigheter er det ikke grunn til å tro at det vil være en slik konflikt siden det ikke vil være noen begrensninger når det gjelder hvilke bedrifter fondet kan investere i. Dersom en velger ut bedrifter etter miljøhensyn, vil det særlig være en konflikt mellom miljøhensynet og hensynet til å redusere fondets risiko ved å spre investeringene på et stort antall aksjer. Hvilken vekt en legger på miljøhensyn i forvaltningen av Petroleumsfondet, vil være et resultat av avveiningen mellom disse to hensynene.

Etter at formålet med å innføre miljøhensyn er klart definert, blir neste trinn å lage en investeringsstrategi som er konsistent med dette formålet. Dersom en bruker miljøkriterier for å velge ut hvilke bedrifter fondet kan investeres i, må fondets nåværende investeringsstrategi endres. Nedenfor fokuseres det på hvilket arbeid dette vil innebære. Det kan her tilføyes at dersom en velger å ivareta miljøhensynene gjennom bruk av stemmerettigheter, vil investeringsstrategien ikke endres. I forvaltningen av fondet kan en bruke de samme referanseindeksene og det samme investeringsuniverset som i dag. Finansdepartementet må imidlertid utarbeide retningslinjer som viser hvordan fondet skal stemme i de ulike spørsmål. Det er viktig at retningslinjene er presise og at de eksplisitt behandler hvorledes stemmeretten skal

<sup>5)</sup> Se Laura Gottsman og Jon Kessler: «Smart Screened Investments: Environmental Screened Equity Funds that Perform Like Conventional Funds», *The Journal of Investing*, Fall 1998.

anvendes i ulike spørsmål som kan være av betydning for miljøet. Videre trenger en et apparat for å omsette disse retningslinjene til aktiv utøvelse av eierrettighetene. Det kan være svært ressurskrevende å bygge opp et eget apparat for dette. Det finnes imidlertid konsultantselskaper som har spesialisert seg på å systematisere informasjon om hvilke forslag som skal opp til behandling på bedriftenes generalforsamlinger. Dersom en abonnerer på selskapenes databaser, analyser og programvare vil stemmegivningen forenkles betydelig. I Norges Banks brev av 22. april 1998 gis en nærmere drøfting av bruk av stemmerettigheter.

#### *Petroleumsfondets investeringsunivers*

Miljøkriterier kan tas i bruk på to måter. Den ene er å lage skreddersydde aksjeporteføljer som hensyntar miljøkriteriene en selv har valgt. Den andre er å investere i aksjefond som legger miljøkriterier til grunn. I brevet av 22. april 1998 argumenteres det for at skreddersydde porteføljer har flere fordeler framfor aksjefond. For det første kan en mer presist ivareta de miljøhensyn en legger vekt på når en selv kan bestemme hvilke kriterier som skal brukes. For det andre er kostnadene ved å investere i aksjefond betydelig høyere enn ved egenforvaltning. Dessuten er aksjefond som legger miljøkriterier til grunn små sammenliknet med Petroleumsfondet. Petroleumsfondet vil følgelig kunne bli en dominerende aktør i disse fondene, noe som kan gjøre det vanskeligere å unngå uheldig markedspåvirkning når en kjøper eller selger andeler i fondene. I fortsettelsen vil vi derfor fokusere på arbeidet med å lage skreddersydde aksjeporteføljer basert på miljøkriterier.

Når listen over de miljøkriterier en ønsker å bruke er definert, må en vurdere de enkelte bedriftene opp mot disse kriteriene. Det krever at en har kunnskap om hver enkelt bedrifts virksomhet. Det er en svært ressurskrevende oppgave å samle inn slik informasjon. Fondets investeringsunivers består av rundt 20.000 bedrifter, og det vil være en tilnærmet umulig oppgave å vedlikeholde en database med miljøinformasjon om så mange bedrifter. Det er derfor nødvendig å avgrense investeringsuniverset betydelig dersom en skal innføre miljøkriterier i forvaltningen av Petroleumsfondet. En måte å gjøre dette på er å ta utgangspunkt i de bedriftene som inngår i fondets referanseportefølje. Det er i overkant av 2.000 bedrifter i 21 forskjellige land. I mange av disse landene er tilfredsstillende miljøinformasjon ikke tilgjengelig. Det gjelder særlig de asiatiske landene. Det betyr at en først og fremst må konsentrere arbeidet med miljøretningslinjer om de rundt 1400 bedriftene som inngår i fondets referanseindekser i Europa, USA og Canada. Disse aksjemarkedene dekker 80 prosent av fondets aksjeinvesteringer, samtidig som bedriftene i referanseindeksene representerer rundt 85 prosent av hvert lands aksjemarked målt ved markedskapitaliseringsverdi. I tillegg vil det være mulig å skaffe miljøinformasjon om et begrenset antall bedrifter utenfor referanseindeksene. Det betyr at miljøretningslinjer vil kunne dekke en viktig del av fondets investeringsunivers. Det er imidlertid verdt å merke

seg at de bedriftene som i utgangspunktet kan dekkes av miljøanalysene bare utgjør en liten andel av det samlede antallet bedrifter som i dag er i fondets investeringsunivers. Når en i tillegg tar ut de bedriftene som ikke passer kriteriene, er det åpenbart at miljøretningslinjer vil representere en betydelig innsnevring av fondets investeringsunivers. En slik endring i investeringsuniverset vil ha konsekvenser for både risiko og forvaltningskostnader. Dette diskuteres senere i brevet.

Selv om en velger å konsentrere arbeidet med miljøretningslinjer om de rundt 1400 bedriftene i fondets referanseindeks i USA, Canada og Europa, vil det være svært ressurskrevende å på egenhånd bygge og vedlikeholde en miljødatabase for et så stort antall bedrifter. Det finnes imidlertid konsultantselskaper som har spesialisert seg på å samle inn miljøinformasjon om bedriftene i disse landene. I arbeidet med miljøretningslinjer kan det derfor være naturlig å ta utgangspunkt i databasene som disse konsultantselskapene har utviklet. Det er imidlertid usikkert om disse databasene inneholder den informasjon som er mest relevant for de spesifikke miljøhensyn en ønsker å ivareta.

Konsultantselskapene som har spesialisert seg på å samle inn miljøinformasjon om bedriftenes virksomheter benytter i hovedsak to kilder. Den ene er offentlige registre der en blant annet finner informasjon om bedrifters utslipp og eventuelle miljøbøter. Den andre kilden er informasjon som bedriftene selv gir. Denne informasjonen får en tak i ved å lese bedriftenes årsberetninger, ved å sende bedriftene spørreskjemaer eller ved å ta direkte kontakt med bedriftene.

De negative miljøkriteriene er som regel relatert til forhold som kan kvantifiseres, og hvor offentlige registre gir en god kvalitetssikring av data. Det er likevel ikke trivielt å bruke slike kriterier. Det har sammenheng med at informasjon om for eksempel det absolutte utslippsnivået til en bedrift er av begrenset verdi. Det er mer relevant å fokusere på miljøeffektiviteten i bedriftenes produksjonsprosesser ved å se på sammenhengen mellom utslippsvolum og produksjonsvolum. Men siden det er vanskelig å skaffe informasjon som gir sammenhengen mellom produksjonsvolum og utslipp for de enkelte produksjonsprosessene, er det vanskelig å måle miljøeffektivitet på en tilfredsstillende måte. Et annet negativt miljøkriterium som kan brukes er om bedriften har fått miljøbot eller ikke. Men også et slikt kriterium reiser en rekke skjønnsmessige spørsmål: Hvordan skal en håndtere det forhold at landene har ulik praksis når det gjelder miljøbøter? I enkelte land kan det være nødvendig å sette en minstegrense for størrelsen på miljøboten for at ikke for mange bedrifter skal utelukkes, men hva bør denne grensen være? Skal det settes særskilte krav når det gjelder hvilket myndighetsnivå som gir boten? Miljøbøter vil dessuten gjelde forhold i fortid og sier ikke nødvendigvis noe om bedriftens nåværende forhold. Diskusjonen i dette avsnittet viser at selv om mye av miljøinformasjonen kan være objektiv, vil tolkningen av den kunne være subjektiv.

De positive miljøkriteriene er ofte mer kvalitative enn de negative kriteriene. Mange av de positive kriteriene

vil derfor føre til et større innslag av skjønsmessige vurderinger når de brukes. Noen eksempler kan illustrere det. Et positivt kriterium som er brukt er om bedriften utgir miljørapport, men det er ikke åpenbart hvilke krav som må være oppfylt før en kan si at bedriften har en slik rapport. Et annet positivt kriterium er om bedriften har miljøsertifisering (som for eksempel ISO 14001).

Problemet med dette kriteriet er at sertifisering ikke gjelder bedriften, men en produksjonsprosess i bedriften. Det å bruke et slikt kriterium reiser derfor en rekke spørsmål: Må alle produksjonsprosesser være sertifisert før en kan si at bedriften er det? Hvilke krav skal en stille hvis bedriften har mange datterselskaper? Bør alle disse være sertifisert før en kan si at bedriften har miljøsertifisering? Hvordan skal en behandle bedrifter fra industrier der miljøsertifisering ikke er så utbredt (som for eksempel noen tjenesteytende næringer)?

Siden konsulentselskapene vil ha en sentral rolle i arbeidet med miljøretningslinjer, er det viktig å foreta en grundig vurdering av disse selskapene. Analysene som konsulentselskapene gjør, vil kunne få store konsekvenser for aksjeeksponeringen i Petroleumsfondet, og de samme krav til kvalitet og etterrettelighet må stilles til disse selskapene som til de som utfører den operative forvaltningen. I en vurdering av selskapene er det blant annet viktig å se nærmere på hvilke kilder de bruker, hvordan informasjonen analyseres, hvordan selskapene er organisert, hvor mye ressurser de har og om det kan oppstå interessekonflikter med aktiviteter selskapene driver på andre områder (som for eksempel egenforvaltning av aksjer). Det er også verdt å merke seg at markedet for denne typen tjenester er begrenset. Dersom det viser seg at et konsulentselskap ikke kan levere et produkt av tilstrekkelig kvalitet, finnes det få alternative selskaper å bruke.

Et generelt problem ved bruk av miljøkriterier er at det krever at en har god oversikt over hvilke aktiviteter de enkelte bedriftene er involvert i. For store multinasjonale selskaper med eierandeler i bedrifter i en rekke land kan det imidlertid være vanskelig å skaffe slik oversikt. En ville også måtte ta stilling til om hvor stor, om noen, eierandel en bedrift kan ha i en bedrift som ikke oppfyller miljøkriteriene før den eiende bedriften også ble diskvalifisert. Et annet problem er at det ikke er etablert nasjonale eller internasjonale standarder for bedriftenes miljørapportering. Resultatet av dette er at det kan være vanskelig å skaffe sammenlignbar miljøinformasjon for bedrifter fra forskjellige land. Det vil også være slik at de miljøkriteriene det er mulig å bruke vil være bestemt av den informasjon konsulentselskapene kan samle inn. Det betyr at en ikke fritt kan velge miljøkriterier.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 stilles det som krav at miljøkriteriene skal være objektive og lett identifiserbare. Diskusjonen ovenfor viser at det vil være vanskelig å finne miljøkriterier som tilfredsstillende dette kravet. Det arbeides imidlertid med å bedre kvaliteten på bedriftenes miljørapportering, blant annet er det de senere år etablert to globale programmer som ser nærmere på dette. Global Partner Working Group er et samarbeidsprosjekt mellom

konsulentselskaper i ulike land som har spesialisert seg på å samle inn informasjon om bedriftenes aktiviteter. Formålet med dette prosjektet er å koordinere og standardisere analysene av bedrifter på tvers av landegrensene. Global Reporting Initiatives (GRI) er et samarbeid mellom bedrifter og interesseorganisasjoner fra en rekke land om å få etablert en internasjonal standard for bedriftenes miljørapportering. Siden begge disse programmene er i startfasen, er det for tidlig å vurdere konsekvensene av dem. Men det kan være grunn til å tro at de på sikt vil gjøre det enklere å anvende miljøretningslinjer på en konsistent og systematisk måte på tvers av land. Disse to initiativene er interessante også for forvaltere som ikke fokuserer på miljøhensyn. Det å få mer informasjon om bedriftenes miljøside vil også kunne bedre kvaliteten på finansanalysene av bedrifter. Det er følgelig flere grunner til at arbeidet som pågår med å samordne og standardisere bedriftenes miljørapportering er positivt.

Når det gjelder selve prosessen med eventuelt å velge ut bedrifter etter miljøkriterier, kan en tenke seg to løsninger. Den ene er at en abonnerer på konsulentselskapenes databaser, men selv bestemmer hvilke bedrifter som oppfyller miljøkriteriene. Den andre er at en gir miljøkriteriene til konsulentselskapene, og ber dem stå for utvelgelsen av bedriftene. I USA velger de fleste investorene den første løsningen, mens den andre løsningen synes mest utbredt i Storbritannia. Uansett hvilken løsning en eventuelt velger, er det viktig at det utarbeides presise miljøkriterier, og at en har et system som gjør det mulig å løpende vurdere de problemstillinger som måtte oppstå når kriteriene skal anvendes. Siden arbeidet vil kreve miljøfaglig innsikt og innebære politiske prioriteringer, kan ikke dette være en oppgave for Norges Bank.

Arbeidet med å velge ut bedrifter etter miljøkriterier vil resultere i en liste over bedrifter som passerer kriteriene. Denne listen vil representere fondets investeringsunivers i de aktuelle landene, og samtidig være utgangspunkt for konstruksjonen av referanseindeksene.

#### *Referanseindekser*

Referanseporteføljen for Petroleumsfondets aksjeinvesteringer er i dag Financial Times/Standard&Poor-indeksen. Norges Bank har kartlagt med leverandøren muligheten for å konstruere og vedlikeholde en skreddersydd indeks for forvaltningen av Petroleumsfondet med utgangspunkt i en liste over bedrifter som tilfredsstillende miljøkriteriene. Hovedkonklusjonen er at leverandøren er villig til å gjøre dette. De skreddersydde indeksene kan leveres med samme hyppighet og detaljeringsnivå som de offisielle indeksene. Dette vil imidlertid kreve større ressurser hos indeksleverandøren og dermed et høyere honorar.

Med utgangspunktet i de offisielle referanseindeksene og en liste over bedrifter som passerer miljøkriteriene, vil indeksleverandøren kunne lage skreddersydde referanseindekser for Petroleumsfondet. Slike skreddersydde indekser vil ha to viktige funksjoner. For det første vil de være utgangspunkt for evalueringen av Norges Banks forvaltning. For det andre vil indeksene gjøre det mulig å studere konsekvensene av miljøkriteriene. Det siste kan gjøres ved

å sammenlikne avkastningen på de offisielle indeksene med avkastningen på de skreddersydde indeksene. Dette er mulig så lenge forskjellene mellom de to typer indekser utelukkende kan tilskrives implementeringen av miljøkriterier. Dette krever imidlertid at en fortløpende må vurdere de bedriftene som med ujevne mellomrom blir inkludert i de offisielle indeksene. Dette kan skje med så lite som fire dagers varsel. I løpet av denne perioden må det følgelig avklares om bedriften oppfyller miljøkriteriene eller ikke. Det er selvfølgelig et alternativ at sammensetningen til den skreddersydde indeksen holdes stabil over en lengre periode (kvartal eller år). Ulempen ved dette er at en mister muligheten til å vurdere effekten av miljøkriteriene siden forskjellen mellom de offisielle indeksene og de skreddersydde indeksene ikke lenger bare skyldes miljøkriteriene, men også ulik frekvens for oppdatering av indeksene.

I Europa, USA og Canada er det realistisk å legge til grunn at samtlige bedrifter i fondets referanseindekser kan vurderes ut fra kriteriene. Etter hvert som fondet vokser kan det imidlertid være at de gjeldende referanseindekser ikke gir en tilstrekkelig spredning av fondets investeringer. Det kan da være aktuelt å bruke referanseindekser som inneholder flere bedrifter enn dagens referanseindekser. Dersom det skjer, kan det bli vanskelig å anvende miljøkriteriene på alle bedriftene i indeksene. Da vil de skreddersydde indeksene få egenskaper som avviker betydelig fra de offisielle indeksene, og en kan ikke lenger vurdere konsekvensene av miljøretningslinjer ved å sammenlikne avkastningen på de offisielle indeksene og de skreddersydde indeksene.

Det er to måter en kan konstruere skreddersydde referanseindekser for Petroleumsfondet på med utgangspunkt i de bedriftene som har passert miljøkriteriene. Den første er å benytte markedskapitaliseringsvekter, slik at når noen bedrifter tas ut av en indeks vil de gjenværende bedriftene vektes opp i samsvar med deres størrelse. Den andre er å vekte de gjenværende bedriftene på en slik måte at aksjeindeksens egenskaper blir mest mulig lik egenskapene til referanseindeksen. Dette kan gjøres ved å gi relativt sett større vekt til bedrifter som har egenskaper som er nært korrelert med egenskapene til de bedriftene som ikke passerer miljøkriteriene. Det kan reises to innvendinger mot en slik måte å konstruere aksjeporteføljer på. For det første kan det lede til store transaksjonskostnader, siden den aksjesammensetningen som gjør at porteføljen likner referanseindeksen kan endres over tid. For det andre blir det vanskeligere å gjennomskue hva en oppnår ved å bruke miljøretningslinjer. Det skyldes at dersom en tar ut en bedrift som har en stor del av sin aktivitet knyttet til miljøforurensende virksomhet, vil en søke å investere relativt sett mer i de bedriftene som driver en nært beslektet virksomhet men som likevel passerer miljøkriteriene. Norges Bank vil derfor tilrå at en bruker markedskapitaliseringsvekter dersom skreddersydde referanseindekser skal konstrueres.

#### *Konsekvenser av miljøretningslinjer*

Konsekvensene for fondets avkastning og risiko står sentralt når en skal vurdere hvorvidt en bør innføre miljøret-

ningslinjer eller ikke. Vi har tidligere argumentert for at miljøretningslinjer ikke nødvendigvis vil få noen systematisk innvirkning på fondets avkastning, men at fondets risiko vil øke. For å belyse hvor mye risikoen vil øke har Norges Bank på oppdrag fra Finansdepartementet gjennomført en studie der en konstruerte eksempler på aksjeporteføljer som la miljøhensyn til grunn.

Norges Bank valgte å fokusere på aksjemarkedene i Storbritannia, USA og Canada. Disse markedene ble valgt fordi det i de tre landene finnes konsultantselskaper som hadde (i) lang erfaring med å konstruere aksjeporteføljer der en legger miljøhensyn til grunn og (ii) en database med miljøinformasjon som dekker nesten alle bedriftene i Petroleumsfondets referanseindeks i de tre landene. Det ble brukt forskjellige sett med miljøkriterier; ett sett med negative kriterier (visse typer forurensing og miljøbøter) og ett sett med positive kriterier (miljøsertifisering og miljørapporter). Resultatene fra det amerikanske og canadiske aksjemarkedet var svært like. Det er følgelig mest interessant å sammenlikne resultatene fra det britiske og amerikanske markedet:

- i. De negative kriteriene førte i begge markeder til at rundt 25 prosent av bedriftene falt ut av referanseindeksen. Men i det britiske markedet var det spesielt mange store bedrifter som falt ut, noe som gjorde at relativ volatilitet<sup>6)</sup> ble høyere i dette markedet (3,36% mot 1,67% i det amerikanske markedet).
- ii. De positive kriteriene ga svært forskjellig resultater i de to markedene. I det amerikanske markedet falt 90 prosent av bedriftene ut av referanseindeksen, mens den tilsvarende andelen i det britiske markedet var 25 prosent. Denne forskjellen ga også utslag i relativ volatilitet som var på 6,65% i det amerikanske markedet og 1,42% i det britiske.
- iii. I det britiske markedet var det omtrent like mange bedrifter som falt ut når en brukte positive kriterier som når negative kriterier ble brukt. I begge tilfeller utelukket en rundt 50 av de 207 bedriftene som inngikk i den britiske referanseindeksen. I de to gruppene med bedrifter som falt ut ved henholdsvis negative og positive kriterier, var det bare tre bedrifter som var representert i begge grupper. Dette viser at det utvalget av aksjer en sitter igjen vil i stor grad bli påvirket av om en bruker negative eller positive miljøkriterier.

Disse resultatene viser at konsekvensene av miljøkriterier avhenger både av hvilke kriterier en bruker og hvordan disse tolkes i de ulike markedene. Der er derfor vanskelig å si noe generelt om hvor mye fondets risiko vil øke dersom det innføres miljøretningslinjer. Det er imidlertid ingen tvil om at fondets risiko øker når det innføres begrensninger på fondets investeringsmuligheter.

<sup>6)</sup> Relativ volatilitet er et mål på hvor mye en kan forvente at avkastningen på en portefølje vil avvike fra avkastningen på referanseindeksen. En relativ volatilitet på 2 prosent betyr at den faktiske avkastningen nesten helt sikkert vil ligge innenfor et bånd på +/- 4 prosent rundt avkastningen på referanseindeksen.

#### 4. Forvaltning med miljøretningslinjer

Petroleumsfondet vil etter hvert bli et fond av betydelig størrelse også i internasjonal sammenheng. Dette stiller den operative forvaltningen av fondet overfor utfordringer som ellers ikke er vanlige innenfor norsk fondsforvaltning. Norske aksjefond investerer vanligvis i et begrenset antall selskaper med sikte på å oppnå god avkastning. En slik strategi for Petroleumsfondet ville raskt kunne kommet i konflikt både med målet om lave kostnader ved etableringen av fondets portefølje og med betingelsen om at fondet skal være en finansiell investor som ikke har for stor eierandel i enkelt selskaper. Norges Bank har valgt en kombinasjon av «indeksforvaltning» og «aktiv» forvaltning for å oppnå målet om kostnadseffektiv meravkastning, og hovedvekten er lagt på indeksforvaltning.

Indeksforvaltning innebærer at det investeres i en portefølje som i størst mulig grad gjenspeiler referanseporteføljen for å oppnå en avkastning som er så nær avkastningen på referanseporteføljen som mulig. Denne typen forvaltning er særlig attraktiv for et stort fond som Petroleumsfondet fordi forvaltnings- og transaksjonskostnadene forbundet med indeksforvaltning er svært lave.

Videre er en del av fondets aksjeinvesteringer satt av til såkalt aktiv forvaltning. Målsettingen for den aktive forvaltningen er meravkastning i forhold til referanseporteføljen. De aktive forvalterne vil velge enkeltaksjer som de forventer vil gi en høyere finansiell avkastning enn referanseporteføljen. Den aktivt forvaltede delen av Petroleumsfondet vil dermed inneholde langt færre aksjer enn den veldiversifiserte indeksforvaltningen.

Indeksforvaltning som kjernen i en stor aksjeportefølje sikrer bedre styring av risiko og kostnader og er en viktig forutsetning for en effektiv bruk av aktiv forvaltning. Selv om forholdet mellom passiv og aktiv forvaltning ikke vil ligge fast, vil denne modellen være kjernen i forvaltningen også i tiden som kommer.

##### *Operative konsekvenser av miljøkriterier*

En eventuell innføring av miljøkriterier for forvaltningen av Petroleumsfondet vil ikke endre forvaltningsmodellen for aksjeinvesteringene. Både indeksforvaltningen og den aktive forvaltningen vil la seg videreføre basert på en ny referanseindeks og et veldefinert investeringsunivers. Det vil imidlertid knytte seg kostnader både til den umiddelbare omleggingen av fondets faktiske investeringer som følge av en ny referanseindeks og et annet investeringsunivers, og økte kostnader knyttet til den løpende forvaltningen av aksjeinvesteringene. Indeksforvaltning mot en skreddersydd referanseindeks vil gjøre det vanskeligere å oppnå riktig markedseksponering på en kostnadseffektiv måte. Det er også rimelig å legge til grunn at muligheten for å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning reduseres dersom en vesentlig del av investeringsuniverset faller bort.

Investeringer ved bruk av futureskontrakter er som regel den mest kostnadseffektive måten å oppnå ønsket markedseksponering på. Bruken av slike kontrakter er særlig nyttig når nye midler skal tilføres Petroleumsfondet. Ved bruk av futureskontrakter kan

overgangen til fysiske papirer skje ved hjelp av interne handler hos indeksforvalterne, over lengre tid og til lave kostnader. Alternativet til futureskontrakter er enten høyere kostnader fordi store mengder aksjer må handles raskt, eller høyere risiko i forvaltningen fordi man ikke oppnår den riktige markedseksponering raskt nok. Avkastningen på futureskontrakter gjenspeiler avkastningen på alle de aksjene som inngår i indeksene futureskontrakten handles for. Ved å ta posisjoner i futureskontrakter kan Petroleumsfondet ta del i avkastningen på selskaper som ikke vil være en del av Petroleumsfondets investeringsunivers dersom miljøretningslinjer innføres. Ved en innsnevring av fondets investeringsunivers må det derfor avklares om futureskontrakter på offisielle aksjeindekser fortsatt skal kunne benyttes i forvaltningen.

Etableringen av en skreddersydd referanseindeks vil medføre større avvik mellom de futureskontraktene som benyttes for å oppnå markedseksponering og den markedseksponeringen man faktisk ønsker. Dette innebærer at det vil oppstå større risiko i den løpende forvaltningen av Petroleumsfondet. Dette problemet øker desto flere av de større selskapene i hvert enkelt marked som ekskluderes fra den skreddersydde referanseindeksen.

Kostnadene forbundet med omleggingen av referanseporteføljen knytter seg til at en må selge deler av dagens portefølje når selskaper faller ut av investeringsuniverset og reinvestere midlene i den nye referanseindeksen. Mulighetene for å foreta denne transaksjonen utenfor meglerapparatet, ved hjelp av interne bytter av aksjeporteføljer hos indeksforvalterne, vil være begrenset fordi det i dette tilfellet ikke dreier seg om porteføljer som også andre større investorer holder. Det kan dermed knytte seg betydelige kostnader til å gjennomføre en slik transaksjon i aksjemarkedet.

Dersom flere av de større selskapene innenfor dagens referanseportefølje fjernes, vil likviditeten til de aksjene som er igjen i referanseporteføljen bli lavere. Likviditeten er et mål på hvor kostbart det er å gjennomføre transaksjoner. Fallende likviditet vil bety økte transaksjonskostnader når nye midler skal inn i Petroleumsfondet. De lave kostnadene ved indeksforvaltning baserer seg blant annet på muligheten for at indeksforvalteren skaffer aksjene ved å bytte porteføljer internt, uten å benytte meglerapparatet. Dersom en skreddersydd referanseportefølje avviker vesentlig fra de offisielle indeksene, reduseres mulighetene for å nyttiggjøre seg slike handler, og transaksjonskostnadene øker.

Hensikten med den aktive forvaltningen er å bruke omfattende analyse og markedskunnskap til å investere i selskaper som en over tid mener har høyere forventet avkastning enn referanseporteføljen. Det kan være større grunn til å tro at slik analyse og markedsinnsikt kan skape merverdi i de deler av markedet som ligger utenfor referanseporteføljen, fordi disse antagelig er mindre analysert og fordi de er del av et mindre effektivt marked. Ved gjennomgang av Petroleumsfondets aktive aksjeinvesteringer viser det seg at mellom 10 og 20 prosent av investeringene er i bedrifter utenfor referanseporteføljen. Å redusere investeringsuniverset innebærer derfor at de

aktive forvalterne blir tvunget til å velge investeringer der de er mindre overbevist om at investeringen vil gi meravkastning. Verdien av den omfattende analysen som gjøres av ulike investeringsalternativer blir dermed redusert og muligheten for å skape meravkastning svekkes.

### 5. Avsluttende merknader

Hvorvidt en bør innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, er et spørsmål om hva som skal være formålet med forvaltningen av fondet. Det er de politiske myndigheter som må bestemme hvordan og i hvilket omfang en eventuelt skal innføre slike retningslinjer. Norges Bank har i dette brevet søkt å belyse hvilke konsekvenser miljøretningslinjer vil ha for utformingen av investeringsstrategien til fondet og for den operative forvaltningen av fondet.

Dersom en ønsker å implementere miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, må dette gjøres på en slik måte at en kan opprettholde den klare ansvarsfordeling mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Det betyr blant annet at departementet må definere et investeringsunivers og en referanseindeks som er konsistent med miljøretningslinjene. Dersom en velger å bruke stemmerettigheter, kreves det ingen endringer i investeringsunivers og referanseindeks. Hvis en derimot ønsker å velge ut bedrifter etter bestemte miljøkriterier, må både investeringsuniverset og referanseindeksene tilpasses. Et veldefinert investeringsunivers og en presis referanseportefølje er en forutsetning for at det skal være mulig å ha en betryggende kontroll- og resultatmåling av Norges Banks forvaltning.

Norges Banks arbeid med å konstruere eksempler på aksjeporteføljer som legger miljøkriterier til grunn har gitt nyttig innsikt. En viktig erfaring var at valg av miljøkriterier har stor innvirkning på hvilke bedrifter som blir ekskludert fra investeringsuniverset. Analysene på det britiske aksjemarkedet viste for eksempel at bruk av positive kriterier ville ført til at en investerte mer i de næringer som en ut fra negative kriterier skulle investert mindre i. En annen viktig erfaring var at de samme miljøkriteriene ga forskjellige resultater i ulike land. Dette viser at hvilke kriterier en velger og hvordan disse tolkes, vil kunne få store konsekvenser for sammensetningen til Petroleumsfondets aksjeportefølje. Arbeidet med å velge miljøkriterier som kan anvendes på en konsistent og objektiv måte på tvers av land er derfor en vanskelig oppgave.

### Norges Banks brev av 16. mars 1999 til Finansdepartementet

#### *En vurdering av framvoksende markeder som investeringsalternativ for Petroleumsfondet*

#### 1. Innledning

I brev til Finansdepartementet datert 22. august 1997 drøftet Norges Bank Petroleumsfondets investeringsstrategi der et sentralt punkt var fondets landfordeling.

Den operative forvaltningen av fondet vil bli påvirket dersom det innføres miljøkriterier. For det første vil kostnadene ved indeksforvaltning øke. Det har sammenheng med at en ikke lenger kan bruke de samme referanseindeksene som andre forvaltere bruker. Dermed vil interne bytter av aksjeporteføljer (crossing) og bruk av aksjefutures ikke lenger være like hensiktsmessig. Det gjør at endringer i aksjeeksponeringen i større grad må skje ved kjøp av fysiske aksjer i markedet. Dette øker transaksjonskostnadene. For det andre vil miljøkriterier gjøre det vanskeligere å skaffe en meravkastning i den aktive forvaltningen. Det skyldes at slike kriterier vil føre til en betydelig reduksjon av fondets investeringsunivers, som igjen vil begrense valgmulighetene til de aktive forvalterne.

I dette brevet har vi vist at miljøretningslinjer som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter kan øke fondets risiko samtidig som det blir vanskeligere å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning. Det er følgende klare kostnader ved å innføre miljøretningslinjer for fondet. Disse kostnadene må veies opp mot eventuelle miljøgevinster av slike retningslinjer. Det er imidlertid vanskelig å dokumentere slike miljøgevinster. Det er også et spørsmål om det finnes andre virkemidler som kan være mer effektive for å nå de mål myndighetene har når det gjelder miljø.

Innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet kan også begrunnes med at norske myndigheter enten ikke ønsker å bli assosiert med lite miljøvennlige virksomheter eller ønsker å støtte bedrifter som innfører positive miljøtiltak. Denne begrunnelsen er ikke avhengig av at tiltakene har noen innvirkning på bedriftenes miljøarbeid. Det er de politiske myndigheter som må vurdere gevinsten av slike tiltak. Det er imidlertid viktig at denne gevinsten vurderes opp mot de kostnadene dette vil ha for forvaltningen av fondet. En bør også vurdere om en skal ta hensyn til at staten allerede har eierinteresser i et stort antall bedrifter i ulike typer næringsvirksomhet hvor det også (vel så sterkt) kan argumenteres for å legge vekt på miljøhensyn.

Et alternativ til å utelukke bedrifter fra fondets investeringsunivers er å bruke stemmerettighetene som aksjene gir til å påvirke bedriftenes arbeid med miljøspørsmål. En stor fordel ved dette alternativet er at det ikke påvirker forvaltningen av fondet. Men en skal samtidig være klar over at bruk av stemmerettigheter vil kreve at det må legges mye arbeid i å utforme presise retningslinjer som viser hvordan fondet skal stemme i de ulike spørsmål.

Norges Bank anbefalte at fondet i hovedsak ble investert i utviklede markeder, men at inntil 5 prosent av fondet kunne investeres i framvoksende markeder. Dette er utviklingsland og land som er i en overgangsfase fra planøkonomi til markedsøkonomi.

I brevet framhevet Norges Bank at framvoksende økonomier er kjennetegnet ved rask økonomisk vekst og stadig bedre utviklede finansmarkeder. Det ble påpekt at dette kunne gi forventninger om god avkastning på investeringer i slike markeder. Videre ble det understre-



ket at dersom den økonomiske utviklingen i disse landene ikke er sterkt korrelert med utviklingen i andre land, kan investeringer i framvoksende markeder også bidra til å redusere variasjonen i fondets samlede avkastning.

Norges Banks anbefaling ble gitt på et generelt grunnlag ut fra formålet med fondet, som er å maksimere framtidig kjøpekraft gitt et akseptabelt nivå på risikoen.

Banken uttrykte at det ikke var sikkert at en ville investere i framvoksende markeder i fondets startfase, og foreslo heller ingen avgrensning av aktuelle land.

I Nasjonalbudsjettet 1998 ble det uttalt at plasseringer i framvoksende markeder kunne være et interessant investeringsalternativ for Petroleumsfondet, men at oppbygging av kompetanse på investeringer i disse markedene måtte vurderes opp mot andre prioriterte oppgaver. Etter en samlet vurdering kom regjeringen til at den på det tidspunktet ikke ville åpne for investeringer i framvoksende markeder.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 uttalte regjeringen at den ville se nærmere på om Petroleumsfondets landliste burde utvides og uttalte følgende:

«Etter Regjeringens vurdering vil det være naturlig å gjennomgå denne listen med tanke på å utvide antall land Petroleumsfondet kan investere i. For det første kan det tenkes at flere land etter hvert vil oppfylle de kriteriene som er satt med hensyn til selskaps-, verdipapir- og børslovgivning. For det annet kan det vise seg hensiktsmessig å inkludere enkelte land som er på vei mot fullt utviklede og velregulerte markeder. Land det vil være aktuelt å vurdere i denne sammenheng er blant annet Sør-Afrika og enkelte land i Øst-Europa, Sør-Amerika og Asia. Regjeringen legger også vekt på at en ved å investere deler av fondet i disse landene kan bidra positivt til den økonomiske utviklingen og dermed til å styrke utviklingen mot større demokrati og bedre menneskerettigheter.»

Formålet med dette brevet er å drøfte hvilke krav som bør være oppfylt før nye land inkluderes i fondets investeringsunivers. Vurderingene tar utgangspunkt i formålet med fondet, som er å maksimere framtidig formue for et akseptabelt nivå på risikoen. Norges Bank har ikke vurdert om investeringer i framvoksende markeder vil bidra til å fremme økonomisk vekst, demokrati og menneskerettigheter i framvoksende økonomier. Det er ikke vurdert om andre utvidelser av investeringsuniverset enn nye land, som for eksempel investeringer i råvarekontrakter, ikke-børsnoterte aksjer eller fast eiendom, ville være mer hensiktsmessig ut fra fondets formål. Siden det vil være nødvendig å prioritere ressurser i den operative forvaltningen, burde det helst foreligge en slik samlet vurdering før en eventuelt begynner å investere i framvoksende økonomier.

Tre forhold er særlig viktige ved en vurdering av en utvidelse av landlisten:

- Markedene må være åpne for utlendinger og tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer, størrelse, likviditet og regulering.

- Det må forutsettes en viss grad av politisk og makroøkonomisk stabilitet i de landene en investerer i for å begrense landrisikoen.
- En må også vurdere virkningen av å inkludere nye land på Petroleumsfondets avkastning og risiko.

I det følgende trekkes opp generelle prinsipper for vurdering av nye land. Disse prinsippene konkretiseres i form av eksempler. Norges Bank tar imidlertid ikke sikte på å gi en konkret tilråding om landlisten bør utvides i dette brevet. Utviklingen i framvoksende økonomier den senere tiden og nyere litteratur har ført til økt fokus på risikoen ved investeringer i framvoksende markeder. Før en tilråding kan gis må det derfor arbeides mer med å vurdere hvilke land som oppfyller de ulike kravene.

Oppgjørssrisikoen i framvoksende markeder er større enn i utviklede markeder. Samtidig er det juridiske rammeverket i framvoksende markeder noe mindre betryggende. Framvoksende markeder er også generelt sett små og har dårligere likviditet enn utviklede markeder. Det er derfor viktig å vurdere nøye både oppgjørssrisikoen, likviditeten og lovverket i aktuelle land før en åpner opp for investeringer i disse landene.

Utviklede økonomier er i gjennomsnitt betydelig mer stabile både politisk og økonomisk enn framvoksende økonomier. Landrisikoen ved investeringer i framvoksende økonomier kan være stor, og det er følgelig nødvendig å gjennomføre grundige analyser av både den politiske og makroøkonomiske stabiliteten i disse landene.

Både den operasjonelle risikoen og landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder kan endre seg raskt. Det er derfor viktig at de minstekravene som stilles er oppfylt til enhver tid. Dette forutsetter at ressursbruken i oppfølgingsfasen er tilstrekkelig til å avdekke vesentlige endringer i risikoen.

Avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder har i perioder vært høyere enn i utviklede markeder, men også betydelig mer variabel. Samtidig har samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder vært lav, men den senere tiden er det indikasjoner på at samvariasjonen har økt. Diversifikasjonsgevinstene er trolig noe mindre nå enn tidligere, og samtidig er det usikkert om avkastningen ved å investere i framvoksende markeder er tilfredsstillende i forhold til risikoen. Før en eventuelt utvider landlisten bør en derfor vurdere grundig om nye land bidrar til å redusere risikoen eller øke avkastningen til Petroleumsfondet.

En utvidelse av landlisten kan i prinsippet gjelde både fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer. Mye av omtalen i teoretisk og empirisk litteratur er imidlertid konsentrert om aksjemarkedene i framvoksende økonomier, og det er enklere å skaffe gode referanseindekser for aksjeinvesteringer. Det innebærer at en generelt har noe bedre informasjon om framvoksende aksjemarkeder enn obligasjonsmarkeder. Bedre aksjemarkedsdata gjør det noe enklere å vurdere virkningen på Petroleumsfondets avkastning og risiko av å inkludere nye aksjemarkeder

enn framvoksende obligasjonsmarkeder. Norges Bank har derfor i denne omgang valgt å fokusere på framvoksende aksjemarkeder.

Brevet er organisert slik at i avsnitt 2 refereres gjeldende landliste. I avsnitt 3 foretas en avgrensning av framvoksende markeder. Under avsnitt 4 drøftes minstekrav til oppgjørssystemer, lovgivning, størrelse og likviditet, mens det i avsnitt 5 redegjøres for landrisiko. I avsnitt 6 diskuteres nye land i lys av virkningen på Petroleumsfondets avkastning og risiko. Deretter følger en oppsummering.

## 2. Gjeldende landliste

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det pekt på at anslagene for fondets størrelse var vesentlig oppjustert og at det nå ble lagt til grunn en lengre tidshorison for investeringene. Det kunne derfor reises spørsmål ved om landfordelingen, som var basert på importvekter, ga den mest hensiktsmessige landfordelingen. Det ble argumentert med at importvekter kunne gi for store investeringer i små land som Danmark og Sverige, at importmønsteret kunne endres over tid, at den reelle importen fra et land kunne avvike fra den direkte importen, at sårbarheten for økonomiske tilbakeslag i Europa kunne bli høyere enn ønskelig og at lønnsomheten til store internasjonale selskaper først og fremst var knyttet til den globale økonomiske utviklingen. Videre at det på lang sikt kunne være grunn til å forvente at valutakursrisikoen ville være mindre fordi den reelle avkastningen ved å investere i ulike valutaslag vil nærme seg hverandre over tid.

En kan i prinsippet basere landfordelinger på tre ulike vektsett; BNP-vekter, importvekter og markeds kapitaliseringsvekter. BNP-vekter gir uttrykk for økonomienes relative betydning, mens importvekter direkte gir uttrykk for det gjeldende importmønsteret.

Markeds kapitaliseringsvekter gjenspeiler verdipapirmerkedenes relative størrelser. I Nasjonalbudsjettet 1998 viser Finansdepartementet til de vurderinger omkring valg av landvekter som ble gjort i Revidert nasjonalbudsjett 1997 og til brev fra Norges Bank datert 22 august 1997 der banken anbefaler å legge mest vekt på BNP-vekter, men at også hensynet til Norges importmønster ble tillagt en viss vekt. Disse hensynene ble således lagt til grunn for fordelingen på regioner:

Amerika, 30prosent  
Europa, 50 prosent  
Asia og Oceania, 20 prosent

Innenfor den enkelte region ble det besluttet å håndtere aksjer og obligasjoner ulikt. For å begrense transaksjonskostnadene og for å unngå store eierandeler i enkeltsselskaper ble det vurdert som hensiktsmessig å nytte markeds kapitaliseringsvekter for aksjer. Slike vekter ble imidlertid ikke vurdert som et godt alternativ for obligasjoner siden de kan innebære at investeringene automatisk økes i land med voksende gjeld. Det ble derfor besluttet å bruke BNP-vekter som utgangspunkt for fordelingen av obligasjonsinvesteringene innenfor den enkelte region.

Når det gjaldt valg av land, ble det lagt vekt på at Petroleumsfondet skulle investeres i land med velfungerende finansmarkeder og betryggende verdipapirlovgivning. I tillegg ble det lagt vekt på at finansmerkene skulle ha tilfredsstillende størrelse og likviditet og at det ikke var restriksjoner på utlendingers adgang til markedene. For å sikre at valg av land ble foretatt ut fra objektive kriterier, tok en utgangspunkt i en av de store investeringsbankenes indekser for utviklede markeder. Disse indeksene er konstruert etter kriterier som er relevante for forvaltningen av Petroleumsfondet siden de skiller mellom land nettopp ut fra verdipapirmerkedenes størrelse og likviditet, lovgivning og tilgjengelighet for utenlandske investorer.

Gjeldende landliste er lik listen over utviklede land som inngår i aksjeindeksen til Morgan Stanley Capital International (MSCI). Følgende land inngår i dag i investeringsuniverset:

- Canada og USA
- Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Irland, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike
- Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore

## 3. Framvoksende markeder

Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer framvoksende markeder. International Finance Corporation (IFC), som er en organisatorisk enhet underlagt Verdensbanken, nytter et generelt økonomisk kriterium; gjennomsnittsinntekten i landet (målt ved bruttonasjonalprodukt per innbygger). Dersom landets gjennomsnittsinntekt ikke overstiger Verdensbankens grense for høyinntektsland, defineres landet som en framvoksende økonomi. Dette er en vanlig måte å definere framvoksende økonomier på.

IFC har introdusert en tredje kategori markeder, som er gitt betegnelsen «frontier markets». Disse «grensemerkene» beskrives som små, illikvide og med dårlig informasjon flyt selv etter målestokken som nyttes på framvoksende markeder. IFC vurderer ikke disse aksjemarkeder som egnede plasseringsalternativ for utenlandske investorer. Aksjemarkeder i Bangladesh, Botswana, Estland og Litauen er eksempler på denne type markeder.

I IFC pågår et arbeid for å endre definisjonen av framvoksende markeder. Som grunnlag for dette arbeidet vises blant annet til at gjennomsnittsinntekten kan påvirkes i betydelig grad av valutakurssvingninger og at gjennomsnittsinntekten kan vokse raskt i enkelte land uten tilsvarende utvikling i aksjemarkedet. Videre at flere kvalitative trekk ved framvoksende markeder, som kvaliteten på regulering, overvåking, gjennomsiktighet og regnskapsstandarder, er viktige egenskaper som bør tillegges vekt i en avgrensning mellom utviklede og framvoksende markeder.

De framvoksende aksjemarkedenes andel av samlet BNP i verden i 1996 var om lag 19 prosent, mens deres andel av verdens befolkning var 84 prosent.

Tabell 1: Markedskapitalisering, september 1998

	Mill. USD	Andel region	Andel totalt
<i>Latin-Amerika</i>			
Argentina	42555	11,77 %	2,69 %
Brasil	155582	43,02 %	9,83 %
Chile	46735	12,92 %	2,95 %
Colombia	11734	3,24 %	0,74 %
Mexico	87334	24,15 %	5,52 %
Peru	11621	3,21 %	0,73 %
Venezuela	6056	1,67 %	0,38 %
Sum	361617	100,00 %	22,84 %
<i>Asia</i>			
Kina	245411	31,66 %	15,50 %
India	113132	14,59 %	7,15 %
Indonesia	10895	1,41 %	0,69 %
Korea	46773	6,03 %	2,95 %
Malaysia	63571	8,20 %	4,02 %
Pakistan	6255	0,81 %	0,40 %
Filippinene	20584	2,66 %	1,30 %
Taiwan	245867	31,72 %	15,53 %
Thailand	22731	2,93 %	1,44 %
Sum	775219	100,00 %	48,97 %
<i>Europa</i>			
Tsjekkia	11305	5,80 %	0,71 %
Hellas	54830	28,15 %	3,46 %
Ungarn	9924	5,10 %	0,63 %
Polen	12540	6,44 %	0,79 %
Portugal	51274	26,33 %	3,24 %
Russland	20199	10,37 %	1,28 %
Slovakia	1035	0,53 %	0,07 %
Tyrkia	33649	17,28 %	2,13 %
Sum	194756	100,00 %	12,30 %
<i>Midt-Østen og Afrika</i>			
Egypt	23906	9,51 %	1,51 %
Israel	40976	16,29 %	2,59 %
Jordan	5784	2,30 %	0,37 %
Marokko	16739	6,66 %	1,06 %
Sør-Afrika	162680	64,69 %	10,28 %
Zimbabwe	1408	0,56 %	0,09 %
Sum	251493	100,00 %	15,89 %
Total	1583085		100,00 %
<i>Memo:</i>			
Norge	53000		

Markedsverdien av de framvoksende aksjemarkedene utgjorde 9 prosent av verdens samlede aksjemarkedsverdi i 1997.<sup>1)</sup> Målt som andel av norsk import har framvoksende økonomier en vekt på om lag 15 prosent.

I tabell 1 vises markedsverdien av framvoksende aksjemarkeder, som inngår i IFC Investable Index (IFC-I). IFC-I<sup>2)</sup> er en indeks som er konstruert på en slik måte

<sup>1)</sup> IFC: Emerging Stock Markets Factbook 1998.

at den reflekterer utlendingers faktiske investeringsmuligheter i framvoksende aksjemarkeder.

Disse landene utgjør således en hensiktsmessig avgrensning av aktuelle land.

<sup>2)</sup> IFC definerer aksjemarkedet i Portugal som framvoksende, mens MSCI inkluderer Portugal i sin indeks for utviklede aksjemarkeder. Portugal inngår således allerede i Petroleumsfondets investeringsunivers.

#### 4. Minstekrav til oppgjørssystemer, lovverk og markedenes størrelse og likviditet

Naturlige minstekrav er at verdipapirmarkedene er åpne for utlendinger, har tilfredsstillende størrelse og likviditet og er underlagt et godt fungerende reguleringsregime med et hensiktsmessig lovverk og tilfredsstillende overvåking; herunder et godt fungerende oppgjørssystem.

Det er vanskelig å sette objektive krav på disse områdene, og forskjellene mellom noen lands markeder kan være relativt små. I våre vurderinger har vi valgt å nytte det norske aksjemarkedet som sammenligningsgrunnlag for enkelte av de forholdene som vurderes. Det norske markedet er i internasjonal sammenheng forholdsvis lite. En alternativ målestokk kan være de minste markedene innenfor gjeldende landliste.

##### *i) Åpenhet, oppgjørssystemer og lovgivning*

Av de framvoksende markedene som inngår i IFC-I, var det kun i noen land det var satt grenser for utlendingers maksimale eierandel i enkeltelskaper ved utgangen av 1997. Begrensningene på utlendingers eierandeler i enkeltaksjer i relevante framvoksende markeder synes derfor ikke å representere noen effektiv hindring for en internasjonal investor som Petroleumsfondet.

Det er naturlig å stille flere krav til oppgjørssystemene i land som Petroleumsfondet investerer i. I resten av dette avsnittet gis en kort gjennomgang av sentrale elementer i oppgjørssystemer, og det understrekes at oppgjørssystemene i framvoksende verdipapirmarkeder er mer risikable enn i utviklede markeder.

Det er viktig at prosessen med å koble handler inkluderer samtlige aktører i transaksjonen, dvs. den lokale depotmottaker, den globale depotmottaker, investorer og lokale mellommenn. Organiseringen på dette området er ikke like god i framvoksende som i utviklede markeder.

I enkelte framvoksende markeder nyttes fysiske oppgjørssystemer. I slike systemer er sannsynligheten for svindel, tyveri, svinn av verdipapirer og forsinkelser som følge av begrenset oppgjørskapasitet, større enn i elektroniske systemer.

Mange framvoksende markeder mangler sentrale rettighetsregistre som f.eks. Verdipapirsentralen i Norge. Flere og desentraliserte rettighetsregistre bidrar til å øke risikoen i oppgjørssystemet.

Det er en klar fordel om eiendomsretten til verdipapirer skifter samtidig som pengeoppgjøret finner sted, at dette ikke kan reverseres og at prosessen er sluttført i løpet av maksimalt tre dager. Utviklede markeder har normalt bedre prosedyrer på dette området enn framvoksende markeder.

Med jevne mellomrom oppstår det feil i handler eller oppgjør, og det er derfor nødvendig med prosedyrer som sikrer feiloppretting og som håndheves konsistent av en uavhengig enhet som en børs eller et tilsynsorgan. Også på dette området er risikoen normalt mindre i utviklede enn i framvoksende markeder.

Standardiserte og automatiserte informasjons- og meldingssystemer reduserer muligheten for feil og korter også ned på den tiden det tar å oppdage / lokalisere feil.

SWIFT er et internasjonalt meldings- og informasjonssystem som nyttes mye, og det vil være en fordel om aktørene i verdipapirmarkedet nytter enten SWIFT eller et lignende system. Slike informasjons- og meldingssystemer er ikke like utbredt i framvoksende som utviklede markeder.

Det er viktig at bestemmelser som er fastsatt for å sikre åpenhet om transaksjoner i markedet håndheves. Videre at et kompetent tilsynsorgan med vide fullmakter er etablert og at reguleringer tolkes og håndheves på en konsistent måte. Sentrale områder må være underlagt betryggende lovgivning. Særlig eiendomsrett, kontraktsrett, verdipapirlovgivning, konkursrett, skattelovgivning og domstols- og voldgiftssystemer er viktige komponenter i en vurdering av det legale rammeverket. Det er grunn til å tro at framvoksende markeder ligger etter utviklede markeder på disse områdene.

Det er utviklet indekser<sup>3)</sup> for noen viktige framvoksende markeder som måler risikoen i oppgjørssystemet. Denne type indekser muliggjør sammenligninger av effektiviteten i oppgjørssystemene i ulike land basert på de samlede kostnadene som markedsaktørene pådrar seg som følge av handler som må reverseres. En annen type indeks måler sikkerheten knyttet til utbytte- og kupongbetalinger, tilbakebetaling av kildeskatter og beskyttelse av rettigheter knyttet til selskaphendelser. Disse to indeksene kombineres til en tredje indeks (operasjonell risikoindeks) der det samtidig tas hensyn til andre operasjonelle faktorer som hvor godt internasjonale organisasjoners anbefalinger om organisering av oppgjørssystemer er fulgt, kompleksiteten og effektiviteten i reguleringsregimet og lovverket, motpartsrisiko og «force majeure» risiko. I tabell 2 nedenfor framheves de landene som oppnår tilfredsstillende verdier (høyere enn 65)<sup>4)</sup> på denne indeksen.

##### *ii) Størrelse og likviditet:*

I dette punktet drøftes noen kriterier som er relevante i vurderingen av markedenes størrelse og likviditet. Mot slutten av punktet drøftes hvilke kriterier som det etter vår mening er viktigst å oppfylle.

Det er viktig at markedene er av en viss størrelse både absolutt og i forhold til Petroleumsfondets investeringer. Det synes derfor fornuftig å rangere markedene etter samlet markedsverdi med tanke på å utelukke de minste markedene i hver region. Det er betydelige forskjeller i størrelse mellom markedene. Det er 7 markeder som er større enn det norske aksjemarkedet (se tabell 2).

Fordi markedsverdiene i USD svinger sterkt som følge av endringer i dollarkursen og fordi markedsverdiene i lokal valuta også kan være relativt volatile, bør en vurdere om kravet bør knyttes til et gjennomsnitt av markedsverdiene ved utløpet av hver måned over for eksempel det siste året eller de 2-3 siste årene.

Et annet naturlig krav er at likviditeten i markedet er god og ikke vesentlig dårligere enn i industrialiserte

<sup>3)</sup> Kilde: GSCS Ltd., IFC Emerging Stock Markets Factbook 1998.

<sup>4)</sup> GSCS Ltd. karakteriserer verdier over 70 som henholdsvis «strong» og «solid». Vi har satt kravet til 65 for ikke å utelukke for mange land.

Tabell 2

	Kriterium 1	Kriterium 2	Kriterium 3	Kriterium 4	Kriterium 5
<i>Latin-Amerika</i>					
Argentina	x				x
Brasil	x	x	x	x	x
Chile	n.a.				x
Colombia	n.a.				x
Mexico	x	x			x
Peru	x				x
Venezuela					
<i>Asia</i>					
Kina		x	x	x	x
India		x	x	x	x
Indonesia					x
Korea	x		x	x	x
Malaysia	x				x
Pakistan	n.a.		x		x
Filippinene					x
Sri Lanka	n.a.				
Taiwan	n.a.	x	x	x	x
Thailand	x				x
<i>Europa</i>					
Tsjekkia					
Hellas		x	x	x	x
Ungarn			x		
Polen					x
Portugal			x	x	x
Russland	n.a.				x
Slovakia	n.a.		x		
Tyrkia	x		x	x	x
<i>Midt-Østen/Afrika</i>					
Egypt	n.a.				x
Israel	n.a.				x
Jordan	n.a.				
Marokko	n.a.				
Sør-Afrika		x		x	x
Zimbabwe	n.a.				

Kriterium 1: Score på «Operational Risk Benchmark» over 65, data ikke tilgjengelig for alle land

Kriterium 2: Samlet markedsverdi større enn 53 mrd USD

Kriterium 3: Omløpshastighet per år større enn 5,3 prosent

Kriterium 4: Daglig omsetning større enn 133 million USD

Kriterium 5: Antall investerbare selskaper større enn 15

nasjoner. Mål på likviditet er årlig handelsvolum, forholdet mellom omsetning og markedsverdi (omløpshastighet) og forskjellen mellom kjøps- og salgskurs. Data for handelsvolum og omløpshastighet er tilgjengelige, men det er vanskelig å ha en godt begrunnet oppfatning om hvor grensene bør settes.

Omløpshastigheten på Oslo Børs var om lag 5,3 prosent i september. Det betyr at samlet omsetning i løpet av

måneden utgjorde 5,3 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi i måneden. I tabell 2 framheves markeder med en omløpshastighet på minst 5,3 prosent.

Det daglige omsetningsvolumet på Oslo Børs i september 1998 var om lag 133 million USD. Tabell 2 viser hvilke land som i september 1998 tilfredstilte et krav til minste omsetning per dag på 133 million USD.

Antall selskaper som er åpne for utlendinger og samti-

dig har en viss størrelse og likviditet, er meget lavt i enkelte land. En tommelfingerregel er at antall selskaper i en portefølje bør være minst 15 for å sikre at selskaps-spesifikk risiko kan diversifiseres bort. Dette er risiko som er knyttet til det enkelte selskap og som ikke er relatert til generelle markedsbevegelser. Tabell 2 viser hvilke markeder som består av minst 15 selskaper som utlendinger kan investere i.

Det er mulig å differensiere mellom land ut fra de kriteriene (eller en kombinasjon av kriterier) som er skissert i dette avsnittet. Det er vanskeligere å komme frem til naturlige kritiske verdier og til en vurdering av en rimelig sammenvekting av de ulike forholdstallene. Tabell 2 viser hvilke framvoksende markeder som for de ulike kriteriene ligger på minst samme nivå som det norske markedet. Indeksen for operasjonell risiko var ikke tilgjengelig for det norske markedet, så her er grensen satt ut fra en absolutt vurdering. De landene som tilfredsstiller «minimumskravene» er framhevet med et kryss i tabellen.

Etter vår vurdering er en forutsetning for i det hele tatt å vurdere investeringer i framvoksende markeder at den operasjonelle risikoen ikke er for høy (kriterium 1 i tabell 2). Deretter synes det naturlig å forutsette at markedet, som målt ved samlet markedsverdi, er av en viss minste størrelse (kriterium 2). Videre bør det være en forutsetning at likviditeten i markedet er god både målt som daglig omsetning (kriterium 3) og som omløpshastighet (kriterium 4). I hvert marked bør det også være et tilstrekkelig antall selskaper som representerer reelle investeringsalternativer for utlendinger (kriterium 5).

## 5. Landrisiko

Landrisiko er en funksjon av politisk og makroøkonomisk stabilitet. Politisk risiko materialiseres når myndighetene i et land eksproprierer eiendom, innfører valuta-restriksjoner eller handelsrestriksjoner, endrer skattelovgivning og innfører andre regler som begrenser utbytte og rentebetalinger og som reduserer verdien av aksjer og obligasjoner. Makroøkonomisk stabilitet er blant annet knyttet til finans- og pengepolitikken innretning samt hvor utsatt landet er for økonomiske sjokk. Landrisikoen ved investeringer i framvoksende markeder er vesentlig større enn ved investeringer i utviklede markeder. Derfor må en gjøre særskilte vurderinger av landrisikoen. Denne risikoen materialiseres ofte i form av såkalt «event risk»<sup>5)</sup>, som ikke alltid reflekteres i historiske avkastningsrater.

Det er ressurskrevende å utføre grundige landanalyser for korte investeringshorisonter og enda vanskeligere for lengre tidsperspektiv. Land som vurderes som for risikable på kort sikt, kan være akseptable på lengre sikt og motsatt. Investeringshorisonten til Petroleumsfondet er langsiktig, og den langsiktige strategien bør ligge mest mulig fast. Det er følgelig ikke enkelt å skille mellom land på et gitt tidspunkt ut fra vurderinger av politiske og

økonomiske stabilitetskriterier. Gode landanalyser forutsetter betydelig ressursinnsats. En nærliggende løsning kan være å basere vurderingene på arbeid som er gjort av andre institusjoner og nedfelt i for eksempel landrisikoindeks. Flere institusjoner utarbeider risikoindeks med rangering av land basert på en sammenvekting av politiske og økonomiske indikatorer. Det nyttes indikatorer som måler politisk spenning, regimets stabilitet, inntektsfordeling, inflasjon, driftsbalanseunderskudd og gjeld til utlendinger.

Det er forholdsvis enkelt å påpeke svakheter ved de fleste vurderingssystemer for landrisiko, og det er særlig vanskelig å sette en grense for akseptabel risiko. Det er også et problem at indeksverdiene kan endres i løpet av et relativt kort tidsrom. I tabell 3 vises JPMorgans landrisikoindeks og Moodys og Standard & Poors kredittvurdering av de samme landene. JPMorgans landrisikoindeks fokuserer på økonomiske kriterier som blant annet BNP-vekst, gjennomsnittsinntekt, inflasjon, budsjettbalansen, betalingsbalansen og kredittvekst. Standard and Poor og Moodys legger både politiske (kvalitative) og økonomiske (kvantitative) forhold til grunn for vurderinger av risikoen knyttet til statsobligasjonsinvesteringer i de ulike landene. Norges Bank bruker disse to kredittvurderingsinstituttene i avgrensningen av hvilke obligasjoner fondet kan investere i.

Velger en å nytte landrisikoindeks som et hjelpemiddel i valget av nye land, må det foretas et valg mellom indeksprodusenter og deretter må det settes et maksimumskrav for akseptabel landrisiko. I litteraturen gis det ingen klare anbefalinger verken vedrørende det første eller det andre spørsmålet. Det er imidlertid grunn til å tro at et forholdsvis objektivt rammeverk er bedre enn et alternativ uten et rammeverk. Norges Bank anbefaler derfor at det foretas en grundigere vurdering av bruk av landrisikoindeks som et hjelpemiddel til å velge ut aktuelle land.

## 6. Et bedre bytteforhold mellom risiko og forventet avkastning

I porteføljeteorien forutsettes det at investor tar valg basert på forventet avkastning og risiko, som målt ved standardavviket til avkastningen. Høy forventet avkastning er positivt, mens høyt standardavvik (risiko) er negativt. Dette er lagt til grunn i Norges Banks tidligere arbeid med valg av referanseportefølje.

I dette avsnittet vurderes investeringer i framvoksende aksjemarkeder ut fra tradisjonell porteføljeteori. Det er publisert en betydelig mengde artikler som dokumenterer historiske avkastningsrater i framvoksende markeder og samvariasjonen mellom avkastningsrater i aksjemarkedene i industriland og framvoksende økonomier. Sentrale resultat fra litteraturen og egne analyser refereres. Først kommenteres historisk avkastning i framvoksende markeder og deretter vurderes risikoen ved denne type investeringer. Til slutt drøftes forhold som er spesielle for Petroleumsfondet.

<sup>5)</sup> Dvs. risikoen for store diskontinuerlige hopp i priser som følge av sjeldne begivenheter eller sjokk.

Tabell 3. Landrisikoindikatorer/indekser. Januar 1999

	JPMorgan jan.99	JPMorgan okt.98	Moodys	S&P
<i>Latin-Amerika</i>				
Argentina	41	40	Ba3	BB
Brasil	63	72	B2	BB-
Chile	29	27	Baa1	A-
Colombia	40	46	Baa3	BBB-
Mexico	39	46	Ba2	BB
Peru	35	40	Ba3	BB
Venezuela	47	56	B2	B+
<i>Asia</i>				
Kina	41	44	A3	BBB+
India	38	39	Ba2	BB
Indonesia	53	87	B3	CCC+
Korea	28	54	Ba1	BB+
Malaysia	32	54	Baa3	BBB-
Pakistan	n.a.	n.a.		
Filippinene	36	53	Ba1	BB+
Sri Lanka	n.a.	n.a.		
Taiwan	32	34	Aa3	AA+
Thailand	33	54	Ba1	BBB-
<i>Europa</i>				
Tsjekkia	29	36	Baa1	A-
Hellas	33	35	Baa1	BBB
Ungarn	30	30	Baa2	BBB-
Polen	31	27	Baa3	BBB-
Portugal	n.a.	n.a.		
Russland	63	85	B3	CCC-
Slovakia	n.a.	n.a.		
Tyrkia	47	44	B1	B
<i>Midt-Østen/Afrika</i>				
Egypt	n.a.	n.a.		
Israel	n.a.	n.a.		
Jordan	n.a.	n.a.		
Marokko	39	46	Ba1	BB
Sør-Afrika	43	44	Baa3	BB+
Zimbabwe	n.a.	n.a.		

Dårligste score på JPMorgans indeks er 140. Beste score er 0. Lav verdi impliserer dermed lav risiko.

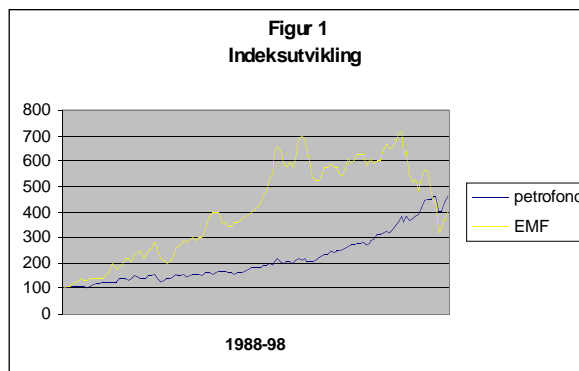
I Moodys system innebærer Aaa lavest risiko og C høyest risiko. Baa1 innebærer f.eks. mindre risiko enn Ba1 samtidig som Ba1 er mindre risikabel enn B1.

I S&Ps system innebærer AAA lavest risiko og CC høyest risiko. Her innebærer BBB mindre risiko enn BB+, samtidig som BB+ er mindre risikabel enn f.eks. CCC+.

Kilde: JPMorgan, Moodys og S&P

#### i) Avkastning

Det har historisk vært mulig å oppnå høy avkastning ved å investere i framvoksende aksjemarkeder. Den senere tiden har imidlertid avkastningen vært betydelig høyere i utviklede enn i framvoksende markeder. Figur 1 viser utviklingen i MSCI's indeks for framvoksende markeder (EMF) fra 1988 og fram til utgangen av 1998. Figuren viser også hvordan verdien på en aksjeportefølje med samme landfordeling som Petroleumsfondets aksjeportefølje ville utviklet seg over det samme tidsrommet.



Denne indeksen er basert på MSCIs indekser for utviklede markeder.

Den historisk høye avkastningen i framvoksende markeder kan ha reflektert både strukturelle endringer som har økt etterspørselen etter aksjer, og høy økonomisk vekst. Flere framvoksende økonomier har åpnet opp verdipapirmarkedene slik at det er blitt lettere å kjøpe og selge aksjer og samtidig er regnskapsregler og regelverket for nyemisjoner forbedret. Deler av offentlig sektor er privatisert, sentrale økonomiske reformer er gjennomført og programmer er iverksatt for å stabilisere valutakurser og priser. I tillegg kommer at framvoksende markeder har vært underrepresentert i porteføljene til investorer i industrilandene.

Den framtidige avkastningen på investeringer i framvoksende aksjemarkeder vil blant annet avhenge av den framtidig økonomiske veksten i de framvoksende økonomiene. Denne veksten vil avhenge av veksten i arbeidsstyrken og strukturelle endringer i næringslivet og offentlig sektor som bedrer effektiviteten i økonomien. I framvoksende økonomier vil arbeidsstyrken øke betydelig, mens den vil stagnere i utviklede økonomier. Det kan medføre at produksjonskapasiteten i framvoksende økonomier øker sterkere enn i utviklede økonomier. Dette blir av enkelte brukt som argument for at aksjemarkedene i framvoksende økonomier i framtiden vil ha en gunstigere utvikling enn aksjemarkedene i utviklede økonomier.

#### *ii) Risiko*

Dersom samvariasjonen mellom avkastningen på verdipapirer i ulike land er lav, vil en investor kunne bedre forholdet mellom porteføljens avkastning og risiko. Lav samvariasjon mellom avkastningsrater i ulike land kan skyldes at landene har økonomiske sykler som er ut av fase. Framvoksende økonomier har ofte et konjunkturforløp som avviker fra utviklede økonomier. For en internasjonal investor kan derfor investeringer i framvoksende markeder bidra til å redusere porteføljens samlede risiko.

Flere forhold kan forklare manglende synkronisering av økonomiske sykler: nasjonale faktorer, ulik næringsstruktur, ulik penge- og finanspolitikk, forskjellige institusjonelle og juridiske regimer og asymmetriske sjokk. Slike ulikheter kan medføre landspesifikk variasjon i avkastningsrater. A priori kan en vente at samvariasjon i avkastningsrater er stor ved geografisk nærhet, tilhørighet til institusjonelle valutakursordninger, utstrakt samhandel, betydelige kulturelle fellestrekk og likheter i økonomisk basis. I de følgende punktene framheves noen sentrale observasjoner når det gjelder risikoen knyttet til investeringer i framvoksende markeder.

Risikoen ved investeringer i framvoksende markeder er isolert sett betydelig høyere enn ved investeringer i utviklede markeder. Av figur 1 framgår det tydelig at volatiliteten i framvoksende markeder har vært betydelig større enn i utviklede markeder. Det har imidlertid lenge vært en oppfatning at samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har vært så lav at det for internasjonale investorer har vært

mulig å redusere risikoen ved å investere i framvoksende markeder.

Den senere tiden er det imidlertid indikasjoner på at samvariasjonen mellom avkastningen i utviklede og framvoksende markeder har økt noe. Det innebærer i så fall at diversifikasjonsgevinstene er mindre nå enn tidligere. Det er videre indikasjoner på at samvariasjonen øker i perioder med økende risiko. En implikasjon av det er at diversifikasjonsgevinstene er minst når det er størst behov for dem.

Beregninger Norges Bank har gjort på månedsdata for perioden 1993-98 viser at det kan være vanskelig å redusere risikoen til en portefølje bestående av aksjer utstedt i utviklede markeder ved å investere i framvoksende aksjemarkeder. Dette gjelder også for en aksjeportefølje som har samme landvekter som Petroleumsfondet.

Det er påvist at samvariasjonen mellom ukentlige avkastningsrater er mindre enn mellom månedlige avkastningsrater, som igjen er mindre enn når samvariasjonen beregnes på årlige data. For Petroleumsfondet er det langsiktige strukturer som er relevante. Det kan være at diversifikasjonsgevinstene er mindre for investorer med lang investeringshorisont enn for investorer med kort horisont. Det er imidlertid vanskelig å trekke klare konklusjoner på dette punktet siden vi ikke har nok data til å beregne korrelasjoner for lange investeringshorisonter.

Samvariasjonen mellom avkastningen i framvoksende markeder innenfor samme region er generelt sett forholdsviss lav. Det kan være at det derfor er hensiktsmessig å plassere midler i mer enn et land innenfor hver region. I hvert fall er det slik at standardavviket til avkastningen på markedsvektede regionporteføljer er vesentlig lavere enn standardavvikene til avkastningene på de enkelte lands aksjemarkeder.

Samvariasjonen mellom avkastningen på markedsvektede regionindekser er også relativt lav. En implikasjon av det kan være at det er fornuftig å investere i flere regioner for å redusere regionspesifikk risiko.

Diskusjonen ovenfor viser at det bør arbeides videre med å kartlegge om investeringer i framvoksende markeder vil kunne bidra til å redusere risikoen i en portefølje som i utgangspunktet bare er investert i utviklede markeder. I dette arbeidet bør det legges spesiell vekt på å studere mulige gevinster for investorer som har en lang investeringshorisont.

#### *iii) Forhold som er spesielle for fondet*

I tillegg til tradisjonelle porteføljemodellanalyser, kan det være naturlig å se nærmere på to forhold som er spesielle for Petroleumsfondet. Det første er at formålet er å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft. Det andre er at forvaltningen av fondet i prinsippet bør sees i sammenheng med andre deler av Norges nasjonalformue.

Formålet med Petroleumsfondet er å maksimere framtidig internasjonal kjøpekraft gitt et akseptabelt nivå på risikoen. Store valutakursbevegelser kan redusere fondets kjøpekraft og representerer derfor en type risiko som det kan være gunstig å begrense. Men selv om valutakursene til framvoksende markeder har vist store fluktasjoner, er



det ikke åpenbart at investeringer i disse landene vil øke fondets risiko. Det skyldes at valutakursrisikoen må sees i sammenheng med formålet for forvaltningen av fondet, som er å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft. En måte å begrense risikoen på kan følgelig være å investere midler i land som vi vil importere varer og tjenester fra når fondet skal brukes. Vi vet ikke i dag hvilke land dette vil være, men det er rimelig å tro at en viss andel av Norges import i framtiden vil komme fra framvoksende økonomier (i dag er denne andelen 15 prosent). Isolert sett betyr det at valutakursrisikoen kan reduseres ved å investere deler av fondet i disse landene. Norges Bank har tidligere argumentert for at valutakursrisikoen er mindre viktig når en har en lang investeringshorisont, men det betyr ikke at den helt kan ignoreres. Følgelig kan det argumenteres for at det å investere deler av fondet i framvoksende markeder kan bidra til å redusere fondets valutakursrisiko.

Petroleumsfondet utgjør en del av nasjonalformuen. Ideelt sett burde en vurdere Petroleumsfondets investeringer ut fra et totalformuesperspektiv, noe som kunne gi noe andre resultater enn de som genereres av tradisjonelle porteføljemodeller. Det kan argumenteres for at porteføljen bør spres på regioner som ikke utsettes for samme type sjokk samtidig, og at en i enda sterkere grad enn det tradisjonelle porteføljemodeller tilsier, bør søke å redusere samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet. Det siste innebærer at en bør investere i land som er relativt ulik Norge. Framvoksende økonomier vil ha en annen økonomisk og demografisk struktur og være lokalisert i andre regioner av verden enn våre typiske samarbeidspartnere. Framvoksende økonomier er ulik Norge på sentrale punkter, og investeringer i aksjemarkedene i disse landene kan bidra til å redusere samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet.

## 7. Oppsummering

I dette brevet har Norges Bank vurdert hvilke kriterier som bør legges til grunn for investeringer i framvoksende aksjemarkeder.

En vurdering av aktuelle land bør ta utgangspunkt i IFCs definisjon og avgrensning av framvoksende markeder. Disse markedene må deretter vurderes ut fra de krav som bør stilles til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Noen relevante kriterier er skissert foran i brevet, og markeder som tilfredsstillende visse minimumskrav er framhevet. Det generelle inntrykket er at risikoen er større enn ved investeringer i utviklede markeder.

Etter å ha innskrenket mulighetsområdet basert på en vurdering av de ulike markedenes åpenhet, oppgjørskrisiko, lovgivning og likviditet, anbefaler Norges Bank å

vurdere gjenværende land ut fra krav til politisk og økonomisk stabilitet. Slike vurderinger kan baseres på landrisikoindekser, som beskrevet tidligere i brevet.

For å sikre konsistens med gjeldende portefølje, bør gjenværende kandidater deretter vurderes ut fra landenes bidrag til Petroleumsfondets avkastning og risiko.

Risikoen ved investeringer i framvoksende markeder er større enn ved investeringer i utviklede land. Etter Norges Banks mening bør det arbeides videre med å kartlegge hvor stor risikoen er og hvordan den best kan håndteres. Dette vil kreve betydelig arbeid siden det er flere typer risiki som må undersøkes grundigere; oppgjørskrisiko, landrisiko, markedsrisiko og valutakursrisiko. En vurdering av om en skal åpne for investeringer i framvoksende markeder bør baseres på resultatene fra et slikt arbeid. Det innebærer at det må foretas en særskilt vurdering av aktuelle land som tar utgangspunkt i landets oppgjørssystemer, lovgivning og politisk og økonomisk stabilitet. Videre at aktuelle markeder må vurderes ut fra størrelse, likviditet og virkning på Petroleumsfondets avkastning og risiko.

I forbindelse med en eventuell utvidelse av landlisten må det også vurderes om de samme landene skal inngå i referanseporteføljen. Valg av land og aktivaallokering er strategiske beslutninger som tas ut fra formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet. Etablering av referanseporteføljer skal blant annet bidra til at forvaltningen legges tett opp mot det strategiske formålet med porteføljen. Det er således nærliggende at en eventuell utvidelse av landlisten også bør følges av en endring i referanseporteføljen. Dersom referanseporteføljen endres, vil forvalter ha sterke insentiver til å inkludere de nye landene i den faktiske porteføljen.

Før Norges Bank kan plassere midler i nye land må systemer tilpasses og kompetanse må bygges opp. Investeringer i framvoksende markeder stiller større krav til kontinuerlig vurdering av om aktuelle land på et hvert tidspunkt oppfyller de ulike kriteriene. Det vil derfor kunne ta noe tid før Norges Bank operasjonelt kan gjennomføre investeringer i framvoksende markeder. Dersom det fattes en beslutning om å utvide landlisten, vil det kunne medføre at Norges Bank må prioritere noe lavere enkelte andre områder i den operative forvaltningen. Dette kan tilsi at en i prinsippet burde se en eventuell utvidelse av landlisten i sammenheng med andre viktige oppgaver i forvaltningen av fondet.

## Norges Banks brev av 24. mars 1999 til Oslo Børs

### *Høring om endringer i handelsreglene for egenkapitalinstrumenter ved Oslo Børs*

Det vises til Deres brev av 3. mars 1999.

Oslo Børs forslag til endringer i handelsreglene for egenkapitalinstrumenter innebærer at det blir innarbeidet regler for mangelsalg (shortsalg) av egenkapitalinstrumenter. Norges Bank er i hovedsak positiv til at det innføres slike regler.

Forslaget til ny § 3-4 i handelsreglene innebærer at mangelsalg (shortsalg) kun kan foretas til en kurs som er høyere enn offisiell kjøpskurs for egenkapitalinstrumentet, eller en kurs som er høyere eller lik siste offisielle omsetningskurs for egenkapitalinstrumentet såfremt det ikke foreligger en offisiell kjøpskurs. Dette gjelder ikke for børsmedlemmer som er godkjent som prisstillere (market makere) av Oslo Børs, når prisstilleren foretar mangelsalg av egenkapitalinstrumenter som følge av de forpliktelser denne har påtatt seg som prisstiller.

Utvalget har i innledningen til sitt forslag til nye regler nevnt at en regel som innebærer at mangelsalg bare kan foretas i et stigende marked, kan synes hensiktsmessig, men presiserer at en slik regel vil fungere best i et svært likvid marked. Av de landene det er redegjort for i utredningen er det bare USA som har en slik regel. Norges Bank mener at bestemmelsen om at mangelsalg kun kan foretas til en kurs som er høyere enn offisiell kjøpskurs mv. er en variant av regelverket i USA. Etter Norges Banks syn kan en slik regel passe i et svært likvid marked, men regelen vil kunne bidra til at det norske markedet fungerer mindre effektivt. Det finnes heller ikke slike regler for mangelsalg i de andre europeiske landene det er redegjort for i utvalgets utredning. Prisstillere er dessuten foreslått unntatt fra regelen og det skaper forskjeller blant børsmedlemmene, unntak fordrer også særskilte rapporteringsrutiner for prisstillere. I tillegg antas det at kontrollkostnadene vil øke når enkelte mangelsalg fra prisstillere skal unntas fra deler av det generelle regelverket.

Vi vil også gjøre oppmerksom på at OECD har laget en offisiell rapport om mangelsalg.

Det framgår av rapporten at empiriske undersøkelser ikke har gitt noe entydig svar på virkningene av mangelsalg mhp. kursvirkninger og finansiell stabilitet. Det stilles spesielt spørsmål ved effekten av regler som krever at mangelsalg kun kan foretas i et stigende marked. Av de momenter som tas opp kan det nevnes at en slik regel

kan hindre gjennomføringen av indeksarbitrasje. Det kan resultere i at real- og futuremarkedene kommer i utakt. Mangelsalg kan også replikeres ved samtidig å kjøpe salgsoptionsjoner, selge kjøpsoptionsjoner og låne nåverdien av utøvelsesprisen. Videre kan slike regler omgås ved handelsstrategier som innebærer at en samtidig kjøper underliggende og en salgsoption, for deretter i et fallende marked å selge underliggende (married puts), uten hensyn til om markedet er nedadgående. Investor står da igjen med salgsoptionen som et effektivt veddemål på en lavere kurs.

Norges Bank mener god gjennomlysning av markedet gjennom daglig, eller etter børsens vurdering fortløpende, offentliggjøring av mangelsalg på de enkelte omsetninger eller intervaller av omsetninger vil gi markedet tilstrekkelig informasjon til å forhindre en prisutvikling som ikke har rot i den alminnelige markedsoppfatning. I tillegg vil den foreslåtte ukentlige offentliggjøring av akkumulert lånevolum i de enkelte egenkapitalinstrumentene styrke gjennomlysningen av markedet ytterligere. Norges Bank forutsetter at markedsaktørenes identitet ikke framkommer ved offentliggjøring av mangelsalg og akkumulert lånevolum i de enkelte egenkapitalinstrumentene. Identifisering av markedsaktørene bak mangelsalg vil etter Norges Banks syn kunne gi andre markedsaktører en type informasjon som kan bidra til spekulasjon rettet mot enkeltaktører.

Norges Bank ser positivt på forslaget om å innføre regler for rapportering av mangelsalg av egenkapitalinstrumenter og innlån av slike. Regelmessig rapportering og offentliggjøring av mangelsalg vil etter Norges Banks syn være et viktig bidrag til å forbedre gjennomlysningen i markedet. Dette er i tråd med den vekt vi la på god gjennomlysning i vår høringsuttalelse av 6. mars 1998 om nye handelsregler ved Oslo Børs.

Utvalget konkluderer med at den mest hensiktsmessige metoden for rapportering av mangelsalg ville vært om slike ordre kunne merkes i handelssystemet. Utvalget foreslår imidlertid ikke dette fordi man i dag ikke har tilstrekkelig oversikt over alle tekniske aspekter ved en slik rapportering i handelssystemet og tilknyttede datasystemer. Utvalget ønsker at en slik rapportering utredes nærmere av Oslo Børs. Norges Bank slutter seg til at dette bør utredes nærmere med sikte på å få til rapportering av mangelsalg i børsens handelssystem.

Norges Bank mener det er et mål å fornorske språket i verdipapirmarkedene og foreslår at shortsalg og marked maker defineres som henholdsvis «mangelsalg» og «prisstiller».

## Norges Banks brev av 6. mai 1999 til Finansdepartementet

### *Høring - forslag om endring av finansieringsvirksomhetsloven vedrørende etablering av finanskonsern med morselskap som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav d)*

Vi viser til brev fra Finansdepartementet datert 13. april 1999 vedlagt forslag til endringer i finansieringsvirksomhetsloven fremmet av advokatfirmaet BAHR.

Forslaget som er sendt på høring vil gjøre det enklere å omdanne et finanskonsern fra en modell med et operativt selskap som morselskap til en holdingmodell. BAHRs forslag er blant annet begrunnet i Finansdepartementets krav om at DnB-konsernet skal omdannes fra en datterdattermodell til holdingmodellen.

Norges Bank har tidligere, blant annet i høringsuttalelsen til NOU 1998:14 Finansforetak mv., vist til at holdingmodellen ser ut til å ha enkelte fordeler i forhold til

## Norges Banks brev av 7. mai 1999 til Finansdepartementet

### *Høringsuttalelse om organisering av børsvirksomhet mm., NOU 1998:3*

Det vises til Finansdepartementets brev 11. februar 1999 der det bes om merknader til forslag til ny lov om børser mv.

#### **Innledning**

Norges Bank er enig i at det er viktig med et regelverk for børsvirksomhet som er effektivt og velordnet, slik at det ligger til rette for etablering av markedsplasser i Norge. En effektiv omsetning av et foretaks egenkapital kan bidra til bedre eierkontroll og dermed ha en disiplineringseffekt ovenfor selskapene. Dette letter foretakenes tilgang til kapital og reduserer kostnadene.

Den mer liberaliserte internasjonale handelen med finansielle aktiva og den teknologiske utviklingen er med på å globalisere markedene, og det er derfor viktig med et fremtidsrettet regelverk som kan bidra til konkurransedyktige markedsplasser i Norge. Reguleringen må være fleksibel, slik at børsene kan endres ved behov, drive kostnadseffektivt og tilby tjenester som tiltrekker seg både investorer, utstedere og kapital. For å oppnå et konkurransedyktig verdipapirmarked må markedsplassen foruten å tilby børstjenester til konkurransedyktige priser, ha tillit blant markedsaktørene. Tilliten aktørene har til markedsplassen er blant annet avhengig av at reguleringen er hensiktsmessig og fører til forutberegnelighet og konsistens.

Norges Bank anser at lovforslaget er fremtidsrettet og åpner for etablering av moderne markedsplasser som kan være konkurransedyktige i fremtiden. Lovutkastet ser

direkteieimodellen både ved ordinær drift og dersom et selskap må settes under offentlig administrasjon. Vi støttet derfor Banklovkommisjonens flertall i at holdingmodellen bør være hovedmodell for blandede finanskonsern som ikke består av selveiende institusjoner.

Norges Bank støtter på denne bankgrunn også lovforslaget som gjør det enklere for finanskonsern å omorganisere seg fra datterdattermodellen til en holdingmodell. Banken støtter også Kredittilsynets forslag til endring i den foreslåtte § 2a-16 første ledd fra totredjedels flertall til «med flertall som for vedtektsendring». Vi vil også vise til at opprettelse av holdingselskap krever tillatelse fra Finansdepartementet, jf. fil § 2a-3 første ledd, slik at myndighetene i alle tilfelle vil ha kontroll med organiseringen av finanskonsernet. Norges Bank har ingen merknader til Kredittilsynets kommentar om at muligheten for omdanning ikke nødvendigvis bør begrenses til kun å gjelde blandede finanskonsern, men at den også kan anvendes på ordinære finanskonsern, f.eks. rene forsikringskonsern.

ikke ut til å være til hinder for kostnadseffektiv drift. Den nødvendige fleksibilitet er ivaretatt innenfor de rammer som er satt med hensyn til notering, omsetning og gjennomsiktighet i markedet. Videre legger lovutkastet opp til at det kan etableres ulike typer markedsplasser. Norges Bank er i store trekk enig i utvalgets innstilling. I det videre kommenteres problemstillinger rundt tilsyn, organisering av markedsplasser og deretter gis det merknader til de punktene hvor det var dissens i utvalget.

#### **Tilsyn**

Tilsyn skal sikre børsens integritet og likebehandling av aktørene. For at en markedsplass skal være konkurransedyktig er det en forutsetning at den fungerer slik at den oppnår tillit blant markedsaktørene. Offentlig tilsyn vil være med på å skape tillit fordi en respektert instans følger med på at alt går rett for seg. Tilsynsorganet bør også være nøytralt i forhold til aktørene i markedet. Et offentlig tilsynsorgan bør ha det overordnede tilsynet, mens det praktiske, daglige tilsynet med handelen bør utføres av markedsplassen som har de beste forutsetninger til å overvåke markedet kontinuerlig. Oppgaven til tilsynsorganet blir da å påse at markedsplassen utfører de oppgavene som er pålagt dem og har de adekvate rutiner for det. Utvalget har foreslått at den overordnede funksjonen legges til Kredittilsynet som driver tilsyn på heltid.

Selv om Kredittilsynet skal ha det eksterne tilsynet, skal børsen eller markedsplassen selv overvåke handelen og kursnoteringene. Kredittilsynet bør gis mulighet til å følge opp markedsovervåkingen. Det må tas hensyn til at børsen og dens ansatte er nær markedet og aktørene i markedet og at det derfor er et poeng i at et offentlig organ tar de overordnede avgjørelsene. Kredittilsynet bør også gis mulighet til å suspendere finansielle instrumenter når forholdene i markedet tilsier det og børsen har

unnlatt å gjøre det. Videre kan det være hensiktsmessig at Kredittilsynet får ansvaret for at regelen om pliktig og frivillig tilbud overholdes. Bakgrunnen for at Kredittilsynet bør få dette ansvaret er at børsen ikke har noe direkte avtaleforhold til investorene. Videre bør Kredittilsynet som overordnet tilsynsinstitusjon ha mulighet til å gripe inn i forhold til børsers drift og markedsregulering der Kredittilsynet anser slik inngripen som nødvendig. Finansdepartementet vil være den naturlige klageinstans i forhold til pålegg eller andre former for inngripen fra Kredittilsynet. Norges Bank støtter ellers utvalgets forslag.

Denne måten å organisere tilsynet med handelen på, det daglige tilsyn i børsen og tilsyn med at dette holder adekvat standard i Kredittilsynet, er i samsvar med den tilsynsfilosofi som har utviklet seg internasjonalt. Det er her også en viktig erfaring at de som står for tilsynet med handelen i børsen har en separat og uavhengig rapporteringsvei i forhold til børsens kommersielle virksomhet. Det er i denne sammenheng viktig å se på forslaget om kontrollkomite.

### **Kontrollkomite**

En kontrollkomite vil påse at virksomheten drives på en betryggende måte ved å føre tilsyn med at børser følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår. Kontrollkomite har frem til i dag vært et lovkrav for kredittinstitusjoner, forsikringselskaper, Verdipapirsentralen og oppgjørssentraler. Utvalgets flertall foreslår at børser skal ha kontrollkomite valgt av generalforsamlingen, og viser blant annet til at tilsvarende organ hos henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral synes å fungere bra. Videre vises det til at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomite. Mindretallet er skeptiske til et lovpålagt krav om kontrollkomiteer for børser, og viser blant annet til argumentene som ligger til grunn for Banklovkommisjonens forslag om ikke å videreføre ordningen for finansforetakene.

Norges Bank legger vekt på at det ikke må bli en sammenblanding mellom den kommersielle virksomheten en børs driver og tilsynet av virksomheten. En kontrollkomite kan etter Norges Banks syn bidra til å skape tillit i markedet og støtter flertallets forslag.

### **Børs, autorisert markeds plass med og uten autorisasjon**

Etter forslaget skal det være krav om offentlig konsesjon for å drive børsvirksomhet. Videre er det foreslått at det kan etableres en mellomkategori av markeds plass som ikke er børs. En autorisert markeds plass med konsesjon i forhold til børsloven har mange likhetstrekk med børs, men må ikke tilfredsstillende samme strenge krav som en børs, blant annet må utstederne på en markeds plass ikke oppfylle kravene til opptak på en børs. En tredje kategori er autorisert markeds plass som ikke søker konsesjon i forhold til børsloven, men som likevel vil ha konsesjon i forhold til verdipapirhandellovens § 7-1 for i det hele tatt å kunne drive med omsetning av finansielle instrumenter.

Formålet med en autorisert markeds plass som ikke er børs, er etter utvalgets syn at det er behov for tillitvekkende og regulert organisering av markeder også for ikke-børsnoterte verdipapirer. Tanken er at nyetablerte og mindre selskaper som ikke er kvalifisert for børsnotering, men som har behov for å hente inn kapital, vil kunne være utstederne i et slikt marked. På denne måten vil man kunne tilby investorene en velordnet markeds plass basert på markeds plassens regulering av informasjons- og rapporteringskrav for utstederne og offentliggjøring av handelsinformasjon. Det må for øvrig foretas en avveining mellom kravet til kontroll, innsyn og gjennomsiktighet mot de kostnader slike prosedyrer fordrer. En autorisert markeds plass bør etter formålet ikke underlegges like strenge regulatoriske krav som en børs.

Forskjellen mellom en autorisert markeds plass med konsesjon og en markeds plass uten konsesjon er at sistnevnte ikke underlegges særskilt offentlig regulering etter børsloven. Utvalget legger opp til at det skal være opp til den enkelte markeds plass å gjøre en avveining av fordeler og ulemper ved å være underlagt slik regulering. Bakgrunnen for utvalgets forslag, om at det skal kunne være mulig å formidle finansielle instrumenter uten konsesjon etter børsloven, er at det skal være et fleksibelt konsesjonsregime for ulike former for markeds plassvirksomhet.

Virksomhetsavgrensningen mellom børs og andre former for markeds plasser kan være tvetydig. Dersom en markeds plass har fått konsesjon som børs, må den oppfylle de krav som stilles. Andre markeds plasser kan imidlertid også i sine vedtekter stille de samme strenge kravene som en børs er pålagt. Slik sett kan det i realiteten oppstå situasjoner hvor virksomheten er den samme, og hvor eneste forskjell er basert i det regulatoriske regime markeds plasseren har valgt.

Det er hensiktsmessig med hierarki, men det er etter Norges Banks syn misvisende å kalle en markeds plass uten konsesjon i forhold til børsloven for autorisert markeds plass. Hierarkiet bør derfor være børs, autorisert markeds plass og markeds plass. Norges Bank er enig med utvalget i at det kan være behov for markeds plasser med ulik grad av regulering, selv om en kan anta at markeds plasser uten konsesjon vil innebære dårligere investorinformasjon. Dette vil imidlertid investorer være kjent med når de investerer i en slik markeds plass. Vi antar at den notering og omsetning av såkalte unoterte papirer, som i dag forekommer i enkelte verdipapirforetak, vil falle inn under definisjonen markeds plass. For disse papirene vil forslaget innebære en forbedring av dagens situasjon ved at det blir bedre investorinformasjon.

### **Omdannelse fra selveiende stiftelse til allmennaksjeselskap**

Dagens børslov inneholder ingen omdannelsesregler eller regler for avvikling av en børs. Utvalget har derfor i sin innstilling beskrevet hvordan eksisterende børs kan omdannes fra en selveiende institusjon til et aksjeselskap, samt gitt generelle regler for omdannelse av en børs.

Det er uenighet om det skal lovfestes hvem som eventuelt skal være børsens initiale eiere og hvordan et even-

tuelt spredningssalg skal gjennomføres. Utvalgets flertall mener at det initiale salget av aksjer bør gjøres til de foretak som er utstedere og børsmedlemmer på Oslo Børs. Det begrunnes blant annet med at disse gruppene har strategiske interesser i utvikling av børsen som vil kunne bidra til å bevare børsens tillit i en periode den ellers vil kunne være sårbar. Utvalgets flertall mener at det bør tilligge børsen, som eventuelt skal omdannes, å fastsette den nærmere fordeling innenfor hver gruppe, etter godkjenning av Finansdepartementet.

Utvalgets mindretall mener at utstedere og børsmedlemmer ikke skal gis noe fortrinn, men gis anledning til å delta på lik linje med andre interesserte i det initiale salget av aksjer. Aksjene bør selges til best mulig pris, med den prisreducerende virkning eierbegrensingsregler mv. vil medføre. Mindretallet anbefaler at salget av aksjer gjennomføres ved bruk av auksjon eller andre alminnelig aksepterte plasseringsteknikker. Etter mindretallets oppfatning vil den fordeling som flertallet skisserer kunne gi en rabatt til enkelte grupper og denne vil være uberettiget. Mindretallet påpeker i innstillingen at det kan være vanskelig å finne objektive tildelingskriterier i tillegg til at børsnoterte utstedere og børsmedlemmer har variert såpass mye over tid, slik at tildelingen kan gi urimelige utslag.

En avhending som skissert av utvalgets mindretall, gjør at en slipper å ta stilling til verdien av børsens «goodwill» og de merverdier som er avleiret ved dagens børs. En «goodwill» er opparbeidet gjennom mange år. Den har sammenheng med den allmenne verdiskapning, børsens rolle i samfunnet og samarbeidet med myndigheter. Norges Bank slutter seg til utvalgets betraktning om at merverdier i første omgang er betaling for tjenester børsen har utført. De som har betalt, har imidlertid kunnet velte kostnadene over på samfunnet, og betydelige bidrag til å skape den nødvendige tillit er ytt gjennom bidrag fra offentlige myndigheter. Derfor er det ikke riktig at de opparbeidede verdier tilfaller dagens deltakere. Det kan også diskuteres om det er børsens nåværende brukere (utstedere, meglerforetak, investorer og myndigheter) som vil være de beste eierne for fremtiden, eller om det er viktigere å finne de aktører som har størst betalingsvilighet, da disse presumptivt antas å ha de beste ideene for videreutvikling av børsen, gitt at de søker størst mulig avkastning på sin investering. Dette løser også problematikken i forhold til hvem som skal få tilbud om eierskap ved at dette overlates til markedet.

Norges Bank mener i likhet med mindretallet at det initiale salget av aksjer bør foregå i en åpen auksjon, slik at alle som ønsker det, gis mulighet til å by på børsens aksjer. Verdierne børsen representerer, er bygget opp av et stort antall aktører, og andre salgsteknikker/fordelinger enn auksjon vil innebære verdioverføringer fra fellesskapet til enkelte aktører. Et slikt prinsipp reduserer også behovet for bindingstid etter det initiale salget er sluttført, da det ikke vil oppstå en umiddelbar gevinst fordi aksjene er omsatt til markedsbetingelser. Det må tvert imot påregnes at flertallet av de høystbydende investorene vil ha anskaffet aksjen i strategisk sammenheng for

å utvikle børsen. Før auksjonen må det utarbeides prospekt etter loven hvor blant annet eventuelle statlige styrerepresentanter, eierbegrensninger og lignende fremkommer. Før auksjonen bør også alt være klart for omdannelse til ASA og notering på Oslo Børs.

Utvalget har i sin drøfting av hvem som skal tildeles salgssummen ved en eventuell omdannelse av Oslo børs til ASA, vurdert om børsen kan karakteriseres som et offentlig fond, og om salgssummen kan overføres til statskassen. Det konkluderes med at børsen er en stiftelse og at summen må overføres til en børsstiftelse under stiftelsesloven. Norges Bank slutter seg i lys av utvalgets vurdering til forslaget om at salgssummen overføres til en selveiende børsstiftelse. Børsstiftelsen reguleres av stiftelsesloven med et formål som kan tolkes innenfor formålet til den avviklede institusjonen. Dette kan typisk være gjennom å yte bidrag til økonomisk og næringsmessig forskning, utdanning, samt til markedsføring og opplysningsvirksomhet knyttet til formålet. Slik vil verdiene ved børsen kunne bidra til økt kunnskap om og innsikt i verdipapirmarkedets rolle i økonomien. Videre er Norges Bank enig i at det etableres et overordnet organ som betegnes som børsstiftelsens råd hvor brukere, representanter for det offentlige og representanter for forsknings- og undervisningsinstitusjoner er representert.

#### **Eiere og kapitalforhold for børsvirksomhet**

I Norge er det tradisjon for at institusjoner i finansmarkedet er underlagt eierbegrensninger. Begrunnelsen for eierspredning er behovet for å forhindre maktkonsentrasjoner i institusjoner som har vesentlig samfunnsmessig betydning. Utvalget er enig i behovet for eierbegrensninger, men har ulikt syn på hvor grensen skal gå. Utvalgets flertall foreslår 20 prosent, mens mindretallet foreslår 10 prosent. Flertallet mener at stramme eierbegrensningsregler kan bidra til å redusere eiernes motivasjon til å delta aktivt og kan medvirke til at det kommer færre langsiktige investorer inn på eiersiden. Mindretallet viser til viktigheten av børsens integritet og tillit blant aktørene og påpeker at en eierbegrensning på 20 prosent tilsvarer den grensen regnskapsloven angir som «betydelig innflytelse» i forhold til tilknyttet selskap.

Hele utvalget foreslår dispensasjonsregler for eierandeler utover 20 prosent. Det åpnes f.eks for at rene holdingselskaper vil kunne eie 100 prosent av en børs og at 30 prosent kan eies av et foretak som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom partene. I tillegg er det en generell unntakshjemmel fra 20-prosentnivået. Dersom eierbegrensningen settes til 20 prosent, foreslår utvalget at det etableres et egnethetskrav for eiere som har kontroll over aksjer som representerer 10 prosent eller mer av børsens kapital eller stemmer, eller på annen måte har dominerende innflytelse over børsens beslutninger.

Det er også uenighet om behov for stemmerettsbegrensninger. Utvalgets flertall antar at eierbegrensningsreglene er tilstrekkelig til å forhindre uønsket maktkonsentrasjon eller dominans fra enkelteiere. Utvalgets mindretall vil supplere eierbegrensningsregler med stemmerettsbegrensninger i tråd med de forslag

Banklovkommissjonen foreslår i NOU 1998:14 §5-3, i hovedsak 10 prosent av kapitalen eller 20 prosent av de stemmene som er representert på generalforsamlingen.

Norges Bank legger vekt på at markedsplassen vil ha samfunnsmessig betydning og at det derfor er vesentlig at det ikke oppstår en maktkonsentrasjon. Samtidig er det viktig for driften av markedsplassen at eierne kan utøve sin innflytelse slik at man unngår en administrasjonsstyrt institusjon. På den annen side kan markedet miste tillit til en markedsplass med for stor eierdominans, noe eierne ikke er tjent med. Markedet vil derfor være med på å regulere dette. Norges Bank mener at et eierbegrensningsnivå på 20 prosent gir en balansert avveining mellom disse argumentene og støtter utvalgets flertall. Det vises til at eierbegrensningen for oppgjørssentraler er satt til 20 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 6-1.

Utvalget mener børser skal underlegges kapitalkrav, på linje med andre sentrale aktører i finansmarkedet, og foreslår at foretak til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra omfanget og risikoen ved virksomheten. Utvalgets flertall antar at samme kapitalkrav som gjelder for verdipapirforetak skal gjelde for foretak som driver børsvirksomhet, dvs at den ansvarlige kapital ikke på noe tidspunkt kan være lavere enn et beløp i norske kroner tilsvarende 730.000 ECU. Flertallet presiserer at kravet er et formelt minstekrav og at en børs til enhver tid skal ha en forsvarlig kapital som fastlegges ut fra omfanget og risikoen av virksomheten. Mindretallet støtter ikke forslaget om en særskilt fastsatt

minstekapital. Etter mindretallets syn vil et minstekrav gi feil signaler til markedet om den vekt myndighetene tillegger at en børs må ha tilstrekkelig kapitalforhold. Det blir også foreslått av utvalget at det inntas et generelt krav til betryggende likviditetsbeholdning for børser.

Norges Bank vil peke på at kravet til minstekapital for verdipapirforetak er supplert med et kapitaldekningskrav som innebærer at kapitalen øker med virksomhetens omfang og den markedsrisiko verdipapirforetaket dermed påtar seg. For oppgjørsvirksomhet presiserer verdipapirhandelloven kravet til en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner, jf. verdipapirhandelloven § 6-2. Oppgjørssentraler går inn som part i handelen, og det er derfor trolig større grunn til å lovfeste et stort kapitalkrav for denne type institusjoner. Norges Bank kan ikke se at det er noen særlig god parallell med henvisning til verdipapirforetak for å finne hva som er tilstrekkelig for børser. Norges Bank støtter utvalgets mindretall og forutsetter at kravet baseres på en konkret vurdering av risikoene ved virksomheten.

Det vil kunne være stor forskjell på størrelsen på børser under den nye loven. Siden det er progresjon til de regulative kravene som stilles til en markedsplass, avhengig om det er en autorisert markedsplass med eller uten konsesjon eller en børs, er det naturlig at det også er progresjon i kapitalkravet. Norges Bank anser likevel mindretallets forslag om at kapitalkravet skal fastsettes skjønsmessig i hht. begrepet forsvarlig kapitaldekning som mest praktisk.

## **Norges Banks brev av 31. mai 1999 til Finansdepartementet**

### *Høring av NOU 1998:19 Fleksibel pensjonering*

Det vises til Finansdepartementets brev av 9. februar der det bes om Norges Banks kommentarer til NOU 1998:19 Fleksibel pensjonering.

#### **1. Bakgrunn**

Verdiskapingen og velferdsutviklingen i Norge er avhengig av at arbeidsmarkedet fungerer godt, og at flest mulig av de som ønsker det, er sysselsatt. Samtidig er velferdsstaten utviklet med sikte på å sikre et inntektsgrunnlag for personer som faller utenfor arbeidsmarkedet. Utformingen av et alderspensjonssystem står sentralt i avveiningen mellom fordelingen av velferdsgodene på den ene siden og på den andre siden hensynet til å ivareta grunnlaget for verdiskapingen.

Arbeidstakerne trekker seg stadig tidligere ut av arbeidslivet. Mens det i 1980 var rundt 50 prosent i aldersgruppen 64-66 år som var yrkesaktive, har denne andelen falt til om lag 35 prosent i dag. I løpet av perioden 1994-1997 sank den forventede pensjoneringsalderen for en 50-åring med om lag syv måneder (til 62 år og 9 måneder). Det innebærer at det både absolutt sett og i

forhold til antall trygdede blir færre yrkesaktive i befolkningen. Dermed øker også forsørgelsesbyrden for de yrkesaktive.

Belastningen på de yrkesaktive har et motstykke i virkningene på statens finanser. De etablerte tidligpensjonsordningene vil legge beslag på en økende andel av statens utgifter. Demografiske forhold og en økende tendens til at folk trekker seg tidligere ut av arbeidslivet vil medføre en rask og betydelig økning i finansieringsbyrden. Befolkningsfremskrivninger viser at antall alderspensjonister (inkludert AFP-pensjonister) vil øke med 70 prosent over en periode på 50 år. Selv om det legges til grunn uendret yrkesfrekvens, vil antall yrkesaktive pr. pensjonist falle fra om lag 2,5 til 1,7 over den samme perioden. I tillegg bidrar opparbeidingen av større tilleggs pensjoner til økte fremtidige pensjoner til den enkelte pensjonist. Som andel av BNP har utvalget anslått folketrygdens utgifter til å bli mer enn fordoblet (fra 8 til 17 prosent) frem mot år 2050.

#### **2. Vurdering**

Etter Norges Banks syn bør det gjennomføres tiltak som kan øke eldre arbeidstakeres insentiv til å bli lenger i arbeid. Det vil være viktig å fjerne sterke økonomiske insentiver til tidligpensjonering og disinsentiver til å utsette pensjoneringstidspunktet. Dersom den gjennom-

snittlige pensjoneringsalderen fortsetter å falle, vil både det fremtidige fallet i arbeidsstyrken og økningen i de fremtidige pensjonsforpliktelsene forsterkes. Dette vil svekke mulighetene til å løse andre viktige velferdsoppgaver.

Fallet i yrkesdeltakingen blant eldre henger sammen med økt andel uføretrygdede og økt utnyttelse av ulike tidligpensjonsordninger. Andelen AFP-pensjonister har økt gjennom hele 1990-tallet. Ordningen er utvidet og den nedre aldersgrensen har falt. Ifølge utvalget var tilgangen av nye AFP-pensjonister spesielt stor i 1998, da den økte med nær 55 prosent i løpet av årets ti første måneder. Det er grunn til å tro at utnyttelsen av AFP-ordningen vil tilta i årene fremover, dels fordi flere vil kunne benytte ordningen og dels fordi økt bruk av ordningen vil påvirke holdningen til tidligpensjonering, slik utvalget påpeker. I løpet av en 20-årsperiode vil antallet personer mellom 60 og 66 år øke med 60 prosent. Potensialet for en økning i antall tidligpensjonister er dermed betydelig i løpet av en relativt kort periode. Norges Bank deler utvalgets syn på at dette over tid kan få alvorlige samfunnsmessige konsekvenser i form av økt forsørgelsesbyrde for fremtidige yrkesaktive.

Store inntekter fra oljeproduksjonen bidrar i dag til at den norske stat har store budsjettoverskudd. Den kraftige økningen i pensjonsutgiftene kommer imidlertid etter at oljeproduksjonen har passert toppen, og statens oljeinntekter vil gradvis bli redusert. Et system som gjør tidligpensjonering attraktivt både for arbeidstakere og arbeidsgivere vil være særlig uheldig fordi det både fører til økte utgifter og lavere yrkesdeltaking.

Det norske arbeidsmarkedet er i utgangspunktet relativt stramt med knapp tilgang på arbeidskraft til mange prioriterte oppgaver blant annet i offentlig sektor. Dersom stadig flere trekker seg tidlig ut av arbeidslivet, kan vi få en situasjon der det blir vanskelig å løse viktige oppgaver i velferdsstaten.

Finansieringsbyrden for de yrkesaktive kan reduseres ved å øke den gjennomsnittlige avgangsalderen. En slik løsning kan bety lavere samlet velferd dersom det viser seg at den økende tidligavgangen er et resultat av en gjennomgående økning i preferansene for fritid, for eksempel som følge av den generelle velstandsutviklingen. Det blir da en avveining om velferdsøkningen som følger av mer fritid (tidligere pensjonering) er større enn den velferdsøkningen som følger av økt verdiskaping ved at den enkelte blir lenger i arbeid.

Problemet med det nåværende systemet for førtidspensjonering er at den enkelte arbeidstaker ikke konfronteres med denne avveiningen. Kostnadene forbundet med pensjonsbeslutningen veltes i stor grad over på samfunnet, herunder på generasjoner av fremtidige yrkesdeltakere som ikke nå har muligheter til å påvirke beslutningen. Norges Bank vil peke på at det å belaste fremtidige generasjoner på denne måten utgjør et demokratisk problem. Det tilsier varsomhet med å innføre eller utvide denne type ordninger.

Utvalget foreslår at de årlige pensjonsutbetalingene skal bli lavere desto tidligere man går av med pensjon,

og høyere jo lenger en blir i arbeid. Den oppsamlede pensjonsinntekten for den enkelte blir dermed i større grad uavhengig av pensjoneringstidspunktet enn nå. Norges Bank mener at det gir en bedre avveining mellom ulike hensyn at den enkelte selv i større grad blir stilt overfor kostnadene ved tidligpensjonering.

Norges Bank ser at en slik løsning kan ha andre fordelingseffekter enn dagens ordninger. Det kan blant annet bli vanskeligere å gå tidlig av med pensjon for lavinntektsgrupper og grupper som i perioder har vært borte fra arbeidsmarkedet. Det har på den annen side vist seg vanskelig å etablere selektive ordninger som skal treffe bestemte grupper. AFP er et eksempel på dette. Ordningen ble opprettet med det formål å være et tilbud for dem som hadde stått lenge i tungt arbeid. I dag omfattes om lag 60 prosent av de yrkesaktive av AFP-ordningen, og antallet som benytter seg av ordningen øker sterkt. AFP-ordningen slik den i dag virker, er derfor lite treffsikker ut fra fordelingshensyn.

I dag er det forholdsvis kort opptjeningstid for å kvalifisere for AFP-pensjon, samtidig som en betydelig andel av utgiftene til ordningen blir båret av bedriften. Staten finansierer 40 prosent av pensjonsutbetalingene til 64-, 65- og 66-åringer i privat sektor – resten dekkes av bedriftene. Dette innebærer store forventede kostnader for bedrifter som ansetter arbeidstakere som nærmer seg pensjonsalderen. Dette kan gi økt strukturledighet blant arbeidssøkere som er i 50-årene. Norges Bank ser derfor at det ikke bare er på arbeidstakernes side det er behov for tiltak. De nåværende ordningene kan indirekte føre med seg et press på eldre yrkesaktive til å slutte å jobbe. Gråsonen mellom frivillig og «ufrivillig» pensjonering er trolig stor. En kan ikke utelukke at arbeidsgivere har benyttet AFP-ordningen som ledd i å bytte ut eldre arbeidstakere før tiden. Dette kan bidra til at eldre arbeidstakere blir stigmatisert i arbeidsmarkedet. AFP-ordningen innebærer at den samlede pensjonsutbetalingen blir større jo tidligere man går av (etter fylte 62 år). Kombinert med mer lempelige skatteregler for pensjonister, gir dette sterke insentiver for bedriftene til å ansette yngre arbeidstakere, og samtidig sterke insentiver hos arbeidstakere til å pensjonere seg tidlig. Ved å subsidiere tidligpensjonering bidrar dermed myndighetene (og partene i arbeidslivet) aktivt til å stimulere folk til å gå av med pensjon. Dette illustrerer at en tidligpensjonsordning etter dagens modell lett kan bli en normal pensjonsordning.

### 3. Oppsummering

Eldre vil utgjøre en økende andel av Norges befolkning. Folketrygdens utgifter vil øke kraftig de neste tyve årene som en følge av eldrebølgen. Det skal forholdsvis lite til før en ytterligere økning i statens utgifter, ut over det som følger av en nøytral finanspolitikk i årene fremover, fører til at myndighetene får redusert handlefriheten i finanspolitikken vesentlig. Det realøkonomiske motstykket til dette er at utgiftene til livsopphold for de eldre må dekkes av stadig færre yrkesaktive.

De siste årene har andelen eldre arbeidstakere falt betydelig. Statistisk sett er forventet pensjoneringsalder for en

50-åring nå 62 år og 9 måneder. Nye ordninger, som AFP og tidligpensjon, må antas å ha bidratt til denne utviklingen. Det foreligger til dels sterke insentiver både for arbeidstakere og arbeidsgivere til å gå stadig tidligere av med pensjon. Det er derfor sannsynlig at trenden i retning av lavere gjennomsnittlig pensjonsalder vil fortsette med de nåværende ordningene for tidligpensjonering.

Denne utviklingen har to virkninger. For det første

øker utgiftene til pensjoner ytterligere. For det andre reduseres veksten i arbeidsstyrken, og dermed mulighetene for vekst i verdiskapingen. En fortsatt nedgang i den gjennomsnittlige pensjoneringsalderen og en større forsørgerbyrde på de yrkesaktive vil på lang sikt kunne svekke mulighetene for å opprettholde det systemet for alderspensjoner som er bygget opp.

## Norges Banks brev av 31. mai 1999 til Finansdepartementet

### Høring av NOU 1999:7 Flatere skatt

Det vises til Finansdepartementets brev av 19. februar d.å., der Norges Bank bes uttale seg om rapporten fra ekspertgruppen som har kartlagt mulige fordeler og ulemper ved et mer proporsjonalt skattesystem.

Alternative modeller for flatere skatt er vurdert ut fra blant annet hensynet til økt verdiskaping og et enklere skattesystem under forutsetning om samlet provenynøytralitet. Gruppen drøfter både skattemodeller som kun innebærer endringer i satsstrukturen i forhold til gjeldende system, og skattemodeller hvor skattegrunnlaget, herunder fradragreglene, blir endret. Alle systemendringene innebærer at høyeste marginalskatt på arbeidsinntekt reduseres og at skatten på kapitalinntekter øker. Alle modellene innebærer en forflytting av beskatningen fra personer til bedrifter.

Norges Bank vil i hovedsak begrense sine kommentarer til de prinsipielle vurderingene i utredningen som knytter seg til samfunnsøkonomisk effektivitet. Banken finner det ikke hensiktsmessig å kommentere spørsmål knyttet til detaljer i regelverksutforming, inntektsfordeling eller andre hensyn skattesystemet skal ivareta.

Norges Bank vil understreke betydningen av å utforme skattesystemet slik at de samfunnsøkonomiske kostnadene ved overføring av ressurser til offentlig sektor blir minst mulig.

Gruppen har foreslått forenklinger som vil kunne senke de administrative kostnader ved skattesystemet. Dette gjelder blant annet den foreslåtte reduksjonen i toppskatten. En reduksjon i forskjellen mellom høyeste marginale skattesats på arbeidsinntekt og kapitalinntekt, vil redusere insentivene til ressursbruk for å omdefinere arbeidsinntekt til kapitalinntekt. Samtidig kan en høy marginalskatt på arbeidsinntekt gi et betydelig effektivitetstap for økonomien som helhet ved at den driver en kile mellom det skatteyter selv mottar og den verdi som blir skapt for samfunnet.

Gruppen foreslår imidlertid å erstatte tapet av skatteproveny som følge av redusert skatt på personinntekt med en høyere skattesats på alminnelig inntekt. Dette vil føre til en høyere (effektiv) marginalskatt på arbeidsinntekt for flertallet av skatteyttere, som ikke betaler toppskatt. Den effektive lønnen etter skatt påvirker trolig arbeidstilbudet fra arbeidstakere med lav lønnsinntekt i betydelig grad. Økt skatt på alminnelig inntekt kan derfor ha store effektivitetskostnader. Dette er virkninger som

ikke synes tilfredsstillende ivarettatt i den modell for ressursallokering som utvalget baserer seg på.

En økning i skattesatsen på alminnelig inntekt vil også medføre økt skatt på kapitalinntekter. Dette vil kunne ha uheldige virkninger i økonomien. Norges Bank vil peke på noen viktige hensyn i denne sammenheng:

- *Kapitalbeskatning og behovet for stabilitet over tid*  
I forbindelse med reformen i bedrifts- og kapitalbeskatningen i 1992 – som har virket i seks år – ble betydningen av stabilitet over tid i skattereglene fremhevet. Potensielle investorer må se langt frem i tid og danne seg en oppfatning av fremtidig skattemessig behandling av mer eller mindre «innelåste» investeringer. En vurdering av systemet for kapitalbeskatning vil i seg selv kunne få store negative konsekvenser. Dette er en problemstilling som utvalget ikke diskuterer, og som heller ikke ivaretas i den type modellberegninger som er gjort i forbindelse med utredningen.

Norges Bank vil påpeke at betydningen av stabilitet over tid også er viktig fordi Norge er en liten åpen økonomi.

- *Kapitalbeskatning i en åpen økonomi*  
Utvalgets forslag om en økning i skattesatsen på alminnelig inntekt vil innebære økt kildebeskatning av utenlandske direkteinvesteringer i Norge. Utvalget konstaterer at økt selskapsskatt på sikt vil kunne innebære en forskyvning av investeringene i favør av utlandet og foreslår derfor å begrense økningen i satsen på alminnelig inntekt til 1,5 prosentpoeng.

Norges Bank vil påpeke at det i ekspertutredningen om beskatning i en liten åpen økonomi (NOU 1996:17 I Norge – for tiden?) ble foreslått å oppheve kildebeskatningen av normalavkastningen på utenlandske investeringer i Norge.

Norges Bank vil fremheve at utviklingen mot økt økonomisk integrasjon og frie faktorbevegelser mellom land legger klare begrensninger på nasjonal kapitalbeskatning. Under forutsetning av at det etableres en effektiv beskatning av grunnrente, mener Norges Bank at kildebeskatningen av utenlandske investeringer i Norge bør fjernes, jf. bankens høringsuttalelse av 17. oktober 1996. Norges Bank viser til at den foreslåtte økningen i skatten på alminnelig inntekt går i motsatt



retning. Banken vil også poengtere at bedrifters lokaliseringssvalg ikke synes tilstrekkelig ivaretatt i den modell for ressursallokering som utvalget baserer sine råd på.

Norges Bank vil også peke på at den effektive beskatningen av bosattes investeringer i utlandet fra et samfunnsøkonomisk synspunkt er for lav i forhold til beskatningen av alternative investeringer i Norge. Dette skyldes særlig to forhold. For det første leder det gjeldende systemet for beskatning av internasjonalt opptjent kapitalinntekt prinsipielt til overinvesteringer i utlandet fra en nasjonal synsvinkel gjennom praktiseringen av den såkalte kreditmetoden. For det annet åpner gjeldende regelverk for skattekreditter som ikke er forenlig med prinsippet om nøytral beskatning av ulike investeringer, sett fra en nasjonal synsvinkel. De svakheter som her er nevnt ved det gjeldende skattesystem, vil forsterkes ved en økning i skatten på alminnelig inntekt.

- *Kapitalbeskatning, sparing og inflasjon*

Utvalget har dokumentert at det i samspillet mellom inntekts-, formues- og kapitalbeskatningen (herunder prinsipper for verdiansettelse mv.) oppstår en rekke skattekilner som varierer med investeringsobjekt og kjennetegn ved investor. Utvalget konstaterer at den effektive beskatningen av kapitalinntekter i mange tilfeller kan bli høyere enn den effektive beskatningen av arbeidsinntekter.

Norges Bank har i tidligere uttalelser påpekt svakheter i kapitalbeskatningen (herunder prinsipper for verdiansettelse mv.) som har konsekvenser både med hensyn til sammensetningen av og nivået på samlet sparing. Kapitalbeskatningen øker prisen på konsum i fremtiden relativt til konsum i dag, og gir for lave insentiver til sparing i forhold til den samfunnsøkonomiske avkastningen. Den viktigste vridningseffekten er overinvestering i bolig i forhold til finansaktiva. Norges Bank er enig med utvalget i at en bør legge opp til en mer realistisk verdsetting av boligkapital ved skatteligningen.

Norges Bank har i tidligere uttalelser påpekt at den nominelt baserte kapitalbeskatningen innebærer at ikke bare realavkastning av kapital beskattes, men også den del av avkastningen som er kompensasjon for inflasjon. Skattesatsen og inflasjonsraten virker gjensidig forsterkende på denne skjevheten. Norges Bank vil i denne sammenheng vise til nyere studier om sammenhengen mellom inflasjon, kapitalbeskatning og ressursallokering som underbygger dette. Store samfunnsøkonomiske kostnader ved kapitalbeskatningen skyldes blant annet at de totale skattekilene virker på nivået i verdiskapingen i all fremtid.

Formuesskatten innfører i tillegg et progressivt element i kapitalbeskatningen. Dersom denne skatteformen skal opprettholdes, er det ut fra hensynet til sparingen etter Norges Banks syn ønskelig å utligne skatten etter

lavere satser og med et bredere formuesgrunnlag.

De svakheter som her er nevnt ved skattesystemet vil forsterkes ved en økning i skattesatsen på alminnelig inntekt, og systemet blir mer sårbart overfor inflasjon.

Norges Bank vil for øvrig påpeke at eventuelle sparestimulerende tiltak bør være generelle. Banken er på dette grunnlag enig med utvalget i at AMS- og BSU-ordningen bør oppheves.

Norges Bank vil understreke betydningen av å bevare helheten i skattesystemet etter de overordnede prinsipper som ligger til grunn for skattereformen av 1992. Det er i denne sammenheng særlig viktig å understreke behovet for et regelsett som ivaretar hensynet til konsistens over tid, som gir nøytralitet i valget mellom ulike realinvesteringer, og som i et internasjonalt perspektiv sikrer kapitalbasen i Norge. Utvalget er selv inne på at det er ønskelig å styrke verdiskapingen i fastlandsbasert næringsvirksomhet. Norges Bank kan ikke se at disse hensyn er tilstrekkelig ivaretatt i utvalgets forslag til implementering av et mer proporsjonalt skattesystem.

Norges Bank er enig med utvalget i at det er viktig å redusere forskjellen mellom skattesatsen på arbeidsinntekt og kapitalinntekt, men mener ut fra diskusjonen ovenfor at denne tilnærming bør skje gjennom en reduksjon i beskatningen av personinntekt, også innenfor rammen av et uendret skatteproveny. Banken vil i denne sammenheng peke på at toppskatten i 1997 kun utgjorde 6 prosent av de direkte skatter fra husholdningene, og kun 2 prosent av samlede skatter og trygdepremier. Ved en provenynøytral omlegging mot et mer proporsjonalt skattesystem, vil banken fremheve brede skattebaser, en effektiv grunnrentebeskatning og avgifter som korrigerer for markedssvikt som viktige elementer i et godt skattesystem.

*Hovedstyrets medlem Velsand* er enig i at forskjellen mellom beskatningen av arbeidsinntekt og kapitalinntekt bør reduseres, men mener prinsipielt at det bør skje gjennom en økning i beskatningen av kapitalinntekter. Samtidig er det viktig at både beskatningen av arbeidsinntekt og kapitalinntekt utformes slik at det gir en reell effekt på inntektsfordelingen i samfunnet.

Etter *dette medlems* oppfatning er det lite grunnlag for oppfatningen om at det samlede arbeidstilbudet påvirkes i særlig grad gjennom en reduksjon av marginalbeskatningen. I den grad økte samfunnsøkonomiske kostnader kan påvises ved å beholde en slik beskatning, må det veies opp mot de utjevningshensyn som også skattesystemet skal ivareta.

*Dette medlem* har tidligere, i forbindelse med Norges Banks høringsuttalelse av 17. oktober 1996, gått imot en generell tilslutning til en grunnrentebeskatning uten nærmere konsekvensutredninger. Dette medlem kan derfor ikke nå tilrå at kildebeskatningen av utenlandske investeringer fjernes og erstattes med en beskatning av grunnrente.

## Norges Banks brev av 2. juni 1999 til Justisdepartementet

### Høring - utkast til forskrift om betalingsoppdrag til og fra utlandet

#### 1. Innledning

Vi viser til Justisdepartementets høringsbrev 9.4.99 vedlagt utkast til ovennevnte forskrift om betalingsoppdrag til og fra utlandet. Etter avtale med departementet har Norges Bank fått utsatt høringsfrist til 3.6. då.

Forskriften skal gjennomføre EU-direktivet 97/5/EF om pengeoverføringer på tvers av landegrensene som er innlemmet i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning 30.1.98. I hovedsak bygger forskriften på direktivet. Departementet foreslår imidlertid at forskriften gis et videre virkeområde enn direktivet, slik at den skal gjelde for ethvert betalingsoppdrag til og fra Norge som omfattes av norske lovvalgsregler. Direktivet gjelder for oppdrag mellom EØS-statene i deres valuta, eller euro, og for beløp opp til 50 000 euro, eller inntil motverdien av dette. Direktivet skal sikre forbrukere og mindre næringsdrivende. Justisdepartementet begrunner sitt forslag om et bredt virkeområde for forskriften ut fra hensynet til at forbruker og mindre næringsdrivende har behov for et tilsvarende vern også for betalingsoppdrag som ikke omfattes av direktivet.

Norges Bank har særlig vurdert forskriften ut fra hensynet til effektive systemer for betalingstjenester og til norske bankers konkurransevne. Av særlig betydning her er om forskriftens virkeområde kan tenkes å få virkninger for norske bankers konkurransevne, samt om det i praksis vil være mulig for bankene å oppfylle forskriftens krav for betalingsoppdrag som ikke omfattes av direktivet.

#### 2. Nærmere om direktivet og andre lands gjennomføring

Direktivet begrenser bankenes erstatningsansvar for det overførte beløp nokså betydelig, og kan derfor synes å gi forbrukerne et begrenset vern i forhold til hva som må antas å gjelde for betalingsoppdrag innen Norge. Det synes å herske en viss uklarhet om direktivets karakter av minimumsdirektiv eller totalharmoniseringsdirektiv. Vi legger imidlertid til grunn at andre nasjonale regler kan supplere direktivet, jf. blant annet fortalens pkt. 12 og opplysningene nedenfor om andre lands rett. Det antas at bankene i flere EØS-land etter eksisterende intern rett allerede er pålagt og vil opprettholde et tilnærmet objektivt ansvar for betalingsoppdrag over landegrensene, og at dette ansvaret som et utgangspunkt ikke er begrenset verken til beløp, valuta eller geografisk virkeområde.

Generelt kan det sies at blant annet reglene om informasjonsplikt og prissetting bidrar til å sikre effektiv konkurranse i markedet for utenlandsk betalingsformidling. Vi antar også at dette er et marked hvor effektiviseringspotensialet er betydelig. Gjennomføringen av direktivet i norsk rett kan derfor gi positive effekter for effektiviteten i forhold til utenlandsk betalingsformidling.

I dag varierer bankenes forretningspraksis mht hvilke kostnader kunden må dekke for betalingsoppdrag mellom EØS-landene og når det gjelder tidsrammer for overføringsoppdraget. I praksis dekker banken ofte sine kostnader ved å motregne i overføringsbeløpet. Direktivet etablerer en harmonisert lovgivning på disse feltene som styrker kundenes rettigheter. For å sikre at forretningspraksis samsvarer med direktivet, antar vi at EØS-bankene må etablere nye standardtjenester og inngå nye standardavtaler blant annet om fordeling av kostnadene mellom betalers bank, dennes medhjelper og mottakerbanken. Utenfor EØS-området kan det i praksis by på vansker å oppfylle krav om å gi bindende pris og tidsramme for betalingsoppdrag, jf. våre forslag nedenfor om å myke opp reglene på enkelte punkter.

Vi viser her til at virkeområdene for den svenske og danske loven som gjennomfører EU direktivet er avgrenset til EØS-området. Dette innebærer imidlertid ikke at svenske og danske bankers erstatningsansvar for betalingsoppdrag er begrenset til direktivets regler. Det fremgår f eks uttrykkelig av den danske loven at kundens rettigheter suppleres av øvrig dansk rett. Den danske loven gir også hjemmel til å gi gjennomføringsloven anvendelse i forhold til tredjeland. Dette gjelder imidlertid bare i de land som gir kunden tilsvarende rettigheter som direktivet. Kunden vil likevel ha vern etter øvrig dansk rett. Etter det vi kjenner til følger det også av gjeldende engelsk rett at bankene har et tilnærmet objektivt ansvar for betalingsoppdrag. I forhold til enkelte av de foreslåtte reglene kan det imidlertid sies at direktivet styrker forbrukervernet (f eks regler om overføringstid, og forbud mot motregning).

Som en oppsummering må det antakelig kunne sies at EU direktivet ikke gir et fullstendig bilde av hvilket ansvar banker innenfor EØS-området har når det gjelder betalingsoppdrag mellom medlemsstatene og utenfor EØS-området. Selv om forskriften om betalingsoppdrag til og fra Norge gis et videre virkeområde enn direktivet, innebærer dette derfor ikke nødvendigvis at norske bankers ansvar på feltet er strengere enn i andre EØS-land.

#### 3. Merknader til utkastet til forskrifter

Justisdepartementet foreslår at forskriften skal gjelde for ethvert betalingsoppdrag til og fra Norge, slik at den ikke begrenses til geografisk virkeområde, valuta og beløp, jf. §1. Det foreslås at forskriften kan fravikes til skade for kunden når beløpet er over 50 000 euro, eller motverdien av dette, og kunden ikke er forbruker, jf. § 2. Videre foreslås det at oppdragsbanken som hovedregel skal ha et tilnærmet objektivt ansvar for overføringsbeløpet, men slik at bankens ansvar kan begrenses i avtale. Ansvaret kan likevel ikke settes lavere enn 12 500 euro, jf. §§ 11 og 12.

Justisdepartementets forslag til forskrift vil langt på vei innebære en kodifisering av gjeldende norsk rett, og Norges Bank støtter i hovedsak departementets forslag. Som nevnt over, antar vi at banker i de fleste andre EØS-land i realiteten har et tilsvarende ansvar for betalingsoppdrag som foreslått av departementet, selv etter innfø-

ringen av direktivet. Betalingssystemene i enkelte land kan imidlertid være mindre effektive og sikre enn systemene innen EØS-området. Dette kan medføre risiko for at betalingsoppdrag forsinkes eller ikke gjennomføres. I særlige tilfelle kan det derfor være behov for ytterligere ansvarsbegrensninger enn hva som følger av forslaget til § 12 første ledd, siste setning for oppdrag utenfor EØS-området. Slike ansvarsbegrensninger bør imidlertid avtales uttrykkelig, og kun gjelde for de tilfelle den norske oppdragsbanken ikke har mulighet til å inngå bindende avtaler med de øvrige medvirkende bankene.

Ellers peker vi på at etter forskriftens § 11 har også oppdragsbankens medhjelpere ansvar for å tilbakeføre beløp som ikke kommer frem. Dette forslaget bygger på tilsvarende regler i EU-direktivet, som etablerer en harmonisert lovgivning innen EØS-området om medvirkende bankers regressansvar overfor oppdragsbanken. Vi peker på at utenfor virkeområdet for direktivet må regressansvaret fortsatt bygge på avtaler og øvrig uskrevet rett mellom de involverte bankene, slik situasjonen er i dag.

Videre peker vi på at etter forskriften § 6 skal en avtale om betalingsoppdrag angi tidsrammen for pengeoverføringen og størrelsen på de provisjoner og gebyrer kunden skal betale. Dette forslaget samsvarer med tilsvarende regler i direktivet. Som nevnt over innebærer EU-direktivet at bankene innen EØS-området antakelig må utvikle nye standardavtaler for å oppfylle disse kravene, noe som antas å kunne bedre effektiviseringen av utenlandsk betalingsformidling. Utenfor virkeområde for direktivet har imidlertid involverte banker ikke samme insentiv til å utvikle en slik praksis. Norske banker kan derfor få vansker med å oppfylle forskriften § 6 for betalingsoppdrag som ikke omfattes av EU-direktivet, og vi foreslår derfor at Justisdepartementet vurderer om reglene kan mykes

noe opp for slike oppdrag.

Som nevnt over forekommer det i dag at de banker som er involvert i betalingsoppdrag som sendes over landegrensene, dekker sine kostnader ved å trekke disse fra overføringsbeløpet. Denne praksis medfører at betaler ikke er sikret at hele overføringsbeløpet kommer frem til mottaker. EU-direktivet fastsetter derfor som hovedregel at bankene er forpliktet til å overføre hele beløpet uten fradrag for omkostninger. Forslaget til forskriften § 7 bygger på direktivet på dette punktet, og åpner for at betaler kan inngå avtale med sin bank om at gebyr og provisjoner likevel kan fratrekkes overføringsbeløpet. I hovedsak gir forskriften § 7 de involverte bankene den nødvendige fleksibilitet når det gjelder prisingen, herunder adgangen til å dekke inn sine kostnader.

Etter forskriften § 7 kan imidlertid mottakerbanker i Norge få vansker med å dekke sine kostnader pga. manglende regelharmonisering utenfor EØS. Også på dette punktet vil vi derfor foreslå at det vurderes å gjøre unntak for betalinger som ikke omfattes av direktivet.

Avslutningsvis peker vi på at etter gjeldende valutabestemmelser er det utelukkende valutabankene som kan drive ervervsmessig betalingsformidling med utlandet, jf. her forskriftens § 1 andre ledd som gjør forskriften gjeldende for andre institusjoner enn banker.

Videre peker vi på at betalingsformidling til og fra landet nå vil bli regulert i flere ulike regelverk. Dette er valutaloven med tilhørende forskrifter, ny finansavtalelov med forskrifter, og antakelig også ny lov om betalingssystemer.

Det antas at Finansdepartementet vil fremme forslag til sistnevnte lov i løpet av sommeren 1999. Det er viktig at de ulike regelverk er konsistente, og at de involverte departementer påser at dette oppnås ved utarbeiding av nye forskrifter.

## Norges Banks brev av 3. juni 1999 til Finansdepartementet

### *Tilleggsuttalelse om organisering av børsvirksomhet m.m., NOU 1999:3.*

Det vises til Norges Banks høringsuttalelse av 7. mai 1999. Vi ønsker å tilføye noen merknader til utvalgets forslag om forbud mot å børsnotere børselskapets finansielle instrumenter på egen børs.

Det er forhold som taler både for og imot børsnotering av egne finansielle instrumenter. Utvalget argumenterer for at det kan svekke børsens uavhengighet, tillit og integritet bl.a. fordi beslutninger om opptak av selskaper til notering, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt og strykning vil tilligge børsen selv. Etter Norges Banks oppfatning kan børsnotering av egne finansielle instrumenter sammenlignes med banker som er kursstillere i egne obligasjonslån og som driver mellommannsvirk-

somhet ved kjøp og salg av aksjer i egen bank. Det vil neppe være større problemer med at en børs aksepterer at andre stiller kjøps- og salgsordre på børsen gjennom børsens handelssystem. Det er i Norges Banks høringsuttalelse lagt vekt på at Kredittilsynet bør ha det overordnede tilsynet med børsen og at en kontrollkomite, som er uavhengig i forhold til børsens kommersielle virksomhet, burde være tilstrekkelig til å opprettholde børsens uavhengighet og integritet.

Amsterdam børsen planlegger å notere egne aksjer på egen børs når de midlertidige restriksjonene i omsettelighet utløper. OM-konsernet i Sverige som blant annet eier Stockholms Fondsbørs, er notert på Stockholms Fondsbørs. Det åpnes for tilsvarende notering av konsernselskap i børslovutvalgets forslag til ny børslov § 4-4. Vi kan ikke se at konsernorganisering endrer problemstillingene ved notering på egen børs i særlig grad. Det viktigste forhold for å tillate slik notering vil være at Kredittilsynet har det overordnede tilsyn. Det bør etter

vårt skjønn også tillegges vekt at børsens aksjer i dag ikke kan registreres på andre norske markedsplasser. Et allment eierskap og en noenlunde likvid aksje vil da kreve at børsaksjen registreres på en utenlandsk børs, noe som også strider mot de hensyn som børslovutvalget drøftet under behandlingen av verdien av et nasjonalt

## **Norges Banks brev av 16. juni 1999 til Finansdepartementet**

### ***Høringsuttalelse om forslag til endringer i verdipapirfondloven***

Det vises til brev av 29.03.1999 vedlagt Kredittilsynets forslag til endringer i verdipapirfondloven.

Norges Bank har i brev datert 10.05.99 gitt kommentarer til lovendringsutkastets §§ 3-3, 4-9 og 7-2, om adgang til etablering av ideelle fond. I dette brevet kommenteres de øvrige deler av lovforslaget.

### **Innledning**

Norges Bank ser positivt på at det foretas en revisjon av det rettslige rammeverket for verdipapirfond.

Den økende rolle fondssparing og fondsbaserte produkter har i verdipapirmarkedet medfører en nødvendig harmonisering mellom lovverket for verdipapirfond og beslektede områder innenfor verdipapirhandel. Et klart og veltilpasset regelverk er av stor betydning for å kunne ha et velfungerende marked for fondssparing. Endringen av sparemønsteret i retning av at en stadig større andel av de midler som tidligere ble plassert i banksparing nå plasseres i verdipapirfond, medfører at andelen av ikke profesjonelle investorer øker. Dette øker behovet for et klart regelverk, og et regelverk som er tilpasset slike investorer.

Norges Bank anser at lovendringsutkastet i stor grad tilfredsstillende disse kravene, og slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag. Vi har imidlertid enkelte merknader, særlig når det gjelder fondenes adgang til å utøve stemmerett og informasjon til kunder om avkastning og risiko. Norges Bank vil dessuten påpeke viktigheten av at både utformingen av kontrakter mellom forvaltere og investorer så vel som konkurranse mellom forvaltere bidrar til å gi gode forvaltningsinsitamenter. I fremtiden vil det bli nødvendig å undersøke nærmere samspillet mellom disse to typene insitamenter. Her vil det være mulig å trekke på internasjonal erfaring.

### **Utøvelse av stemmerett for fondene**

Verdipapirfondloven § 4-7 tredje ledd medfører at fondene er avskåret fra å kunne utøve fullstendig stemmerett ved beslutninger som krever tilslutning fra en bestemt andel av den representerte kapital, og at fondene aldri kan utøve stemmerett for mer enn 5% av den stemmeberettigede kapital. Kredittilsynet foreslår at gjeldende § 4-7 oppheves, og at § 4-7 første, annet og fjerde ledd

marked for finansielle instrumenter. Ikke minst småaksjonærer vil bli skadelidende hvis børsen ikke noteres på en anerkjent markedsplass eller om den noteres i utlandet. Ut fra en samlet vurdering kan ikke Norges Bank se at det bør settes forbud mot å børsnotere børselskapets finansielle instrumenter på egen børs.

videreføres i ny § 4-8. I tillegg foreslås det inntatt en ny bestemmelse i § 4-8 tredje ledd om at forvaltningsselskapet ikke kan avgi stemme for mer enn 10% av stemmene som er representert ved generalforsamlingen.

Kredittilsynets begrunnelse for å innta en bestemmelse som begrenser forvaltningsselskapets mulighet til å avgi stemme for mer enn 10% av den representerte kapital, er at fondene reellt sett vil kunne få større innflytelse enn 10% av aksjekapitalen dersom den representerte kapital ved generalforsamlingen er lav.

Norges Bank kan ikke se at det er hensiktsmessig med en slik begrensning av stemmeretten, og foreslår at lovforslagets § 4-8 tredje ledd ikke tas inn.

Etter Norges Banks oppfatning er et forvaltningsselskap like godt egnet til å utøve et fonds aksjonærinnflytelse på en forsvarlig måte som andre investorer. Det vil være i andelseiernes interesse at forvaltningsselskapet kan utøve stemmerett for samtlige av fondets aksjer. At dette gir muligheter for forvaltningsselskapet til misbruk av fondets stemmerett bør etter Norges Banks syn ikke vektlegges i denne sammenheng. Det må kunne forutsettes at forvaltningsselskapet etterlever bestemmelsen i Verdipapirfondloven om at forvaltningsselskapet skal opptre i samsvar med god forretningsskikk og utelukkende handle i andelseiernes interesse. I siste instans vil det være Kredittilsynets oppgave å følge opp at fondene etterlever dette, og om så ikke er tilfelle, treffe adekvate tiltak i forhold til fondets virksomhet.

For øvrig vil en begrensning av stemmeretten for et fonds forvaltningsselskap kunne medføre at øvrige aksjonærer får større innflytelse enn det deres eierandeler skulle tilsi. En slik bestemmelse vil også gjøre det enklere å få kontroll over børsnoterte foretak uten å utløse reglene for tilbudsplikt, jf drøftingen i NOU 1996:2 Verdipapirhandel. Etter Norges Banks syn er dette en uheldig situasjon som bør veies mot stemmerettsbegrensningene som foreslås i lovendringsutkastet § 4-8 tredje ledd. Vi vil også påpeke at forsikringsselskapers stemmerett i Forsikringsvirksomhetslovens § 7-2 er begrenset til maksimal eierandel på 15%.

### **Informasjon til kunder om avkastning og risiko**

Norges Bank deler Kredittilsynets oppfatning om viktigheten av økt fokusering på forvaltningsselskapenes informasjon til andelseierne om avkastning og risiko. Fondets risikoprofil og investeringsunivers anses å være et vesentlig moment for investor ved valg av fondsprodukt, og informasjon om dette vil således ha stor betydning for å kunne ha et velfungerende marked for slike produkter.

Kredittilsynet foreslår endring av bestemmelsene i § 7-1 og § 7-2 som pålegger forvaltningsselskapet å utarbeide årsoppgjør, kvartalsrapporter og prospekt for fondene. Årsoppgjør og øvrige rapporter foreslås minst å inneholde informasjon om avkastning i rapporteringsperioden, og grafisk illustrasjon av siste fem års avkastning.

Norges Bank mener det også bør kunne kreves at forvaltningsselskapet utarbeider tilsvarende informasjon for fondenes standardavvik som for fondenes avkastning. Det bør videre kunne kreves tilsvarende informasjon om referanseindekser i de tilfelle fondene har som mål å følge slike indekser, eller sammenstillter fondenes avkastning mot slike indekser. Redegjørelse for eventuelle avvik fra den plasseringsstrategi og risikoprofil som er fastsatt i fondets prospekt, bør også innbefattes i årsoppgjør og rapporter. En slik utvidelse av informasjonsplikten vil fremdeles være langt mindre omfattende enn de krav Finansdepartementet stiller til Petroleumsfondet. Det er imidlertid ikke rimelig å forlange samme grad av informasjon fra langt mindre fond, men det bør kunne være en standard å strekke seg etter.

### **Plasseringsbestemmelser for verdipapirfond**

Verdipapirfond kan i henhold til forslaget § 1-4 kun plassere midler i omsettelige verdipapirer som nevnt i lov om verdipapirhandel av 19 juni 1997, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og opsjon- og terminkontrakter med omsettelige verdipapirer som underliggende. Departementet kan i forskrift fastsette regler om verdipapirforetaks adgang til å plassere midler i andre finansielle instrumenter enn de som er nevnt. Norges Bank vil påpeke at en begrensning i derivatkontraktene til derivater med omsettelige verdipapirer som underliggende vil kunne hindre fondene i blant annet å foreta effektiv valutakurs- og rentesikring av sine investeringer. Norges Bank anbefaler at departementet i forskrift fastsetter utfyllende regler som åpner for bruk av derivater med annet underliggende enn omsettelige verdipapirer, når dette bidrar til å øke effektiviteten i fondenes porteføljeforvaltning (UCITS artikkel 21).

### **Forvaltningsgodtgjørelse, salgs- og innløsningsprovisjon**

Kredittilsynet har etter en helhetsvurdering valgt å ikke foreslå noen skjerpelse av informasjonsplikten om forvaltningsgodtgjørelse knyttet til fondenes virksomhet.

Provisjonene som kundene betaler ved å gå inn i og ut av fondene, samt forvaltningsgodtgjørelse og andre kostnader som belastes fondene, er etter Norges Banks syn viktige karakteristika ved fondet. Ulike beregningsgrunnlag og ulik fordeling av de forskjellige kostnadskomponentene vil kunne gjøre disse karakteristika vanskelig tilgjengelig for investor ved valg av fond. På bakgrunn av at en stadig større andel av kundene i dagens fondsmarked utgjøres av ikke profesjonelle investorer, mener Norges Bank at det er viktig med klar og entydig informasjon på dette området.

Norges Bank mener derfor at formuleringen om forvaltningsselskapets informasjonsplikt med hensyn til forvaltningsgodtgjørelse, registrerings- og innløsningsprovi-

sjoner, og alle påløpte kostnader som for eksempel kurtsjekostnader, depotkostnader og kostnader som følge av avstand (spread) mellom kjøps- og salgskurser, bør skjerpes. Slike kostnader bør oppgis i prosent av gjennomsnittlig forvaltet verdi. Det kan i denne forbindelse vises til at man i USA siden 1988 har hatt krav om at alle fond blant annet skal utarbeide et hypotetisk eksempel på totale kostnader som kundene belastes over en 10-årshorison, under forutsetning av 5% årlig avkastning.

### **Innløsning av fondsandeler**

I verdipapirfondloven § 6-1 annet ledd heter det at forvaltningsselskapet skal beregne og kunngjøre andelsverdien regelmessig minst en gang hver uke, og oftere i de tilfellene vedtektene bestemmer det. I Kredittilsynets lovendringsutkast er det ikke funnet tungtveiende grunner for å endre gjeldende bestemmelser i § 6-1.

Selv om de fleste fond i dag har fastsatt daglig beregning og kunngjøring av andelsverdier i sine vedtekter, er Norges Bank av den oppfatning at informasjon om andelsverdier er så vidt viktig for andelseiere og potensielle investorer, at det bør kunne stilles lovkrav om en slik praksis.

Norges Bank mener derfor at det bør vurderes inntatt en bestemmelse i verdipapirfondloven om at beregning og kunngjøring skal skje alle virkedager.

### **Tilsyns- og statistikkrapportering til offentlige myndigheter**

Norges Bank har tidligere påpekt behovet for et løpende oppdatert og korrekt Enhetsregister der det er samsvar mellom registreringspliktige enheter og de enheter som inngår i statistikken, jf. redegjørelse til Finansdepartementet i brev av 24.07.97. Behovet kommer til syne ikke minst gjennom banker og finansieringsforetaks tilsyns- og statistikkrapportering til offentlige myndigheter, der tildeling av statistiske kjennetegn skjer via enhetenes organisasjonsnummer. Til tross for at verdipapirfondene er organisert som selvstendige juridiske subjekter og er egne statistikkenheter innenfor finansiell sektor, er fondene ikke registreringspliktige i Enhetsregisteret og blir nå tildelt organisasjonsnummer kun på frivillig basis. For en del av de øvrige fondene benyttes forvaltningsselskapets organisasjonsnummer ved registreringen av eierskap til VPS-registrerte verdipapirer. Dette medfører feil i sektoriseringen av Norges Banks verdipapirstatistikk som bygger på informasjon fra VPS.

På denne bakgrunn vil det av hensyn til kvaliteten på innrapporterte oppgaver og offisiell statistikk være ønskelig om verdipapirfondene blir pålagt registreringsplikt i Enhetsregisteret. Dette spørsmålet er ikke berørt i forslaget som foreligger, men pålegget kunne tenkes gjennomført som en del av rammevilkårene for verdipapirfondenes forvaltningsselskaper.

**Norges Banks brev av 18. juni 1999 til  
Finansdepartementet**

*Utkast til Odelstingsproposisjon om lov om betalingssystemer mv. - merknader*

Vi viser til Finansdepartementets brev 14.6.99 og til vårt brev 16.6.99. Nedenfor følger noen ytterligere kommentarer av mer teknisk karakter til ovennevnte utkast. I tillegg har vi påført merknader direkte i vedlagte utkast til proposisjon. Vi gjør oppmerksom på at våre merknader til forslagene om endringer i sentralbankloven gis i eget brev.

Når det gjelder utformingen av kapittel 6 om gjennomføringen av direktiv 98/26/EF viser vi til våre tidligere forslag om omredigering av kapittelet, samt til merknader påført det vedlagte utkastet. Vi vil særlig peke på at det bør fremgå av lovutkastet § 4-1 første ledd at Norges Bank omfattes av kap 4 om rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler mv. Vi viser her til at Banklovkommisjonen foreslo at Norges Bank skulle unntas fra kravet til konsesjon, men omfattes av lovens kap 4 om rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler, jf § 1-1 tredje ledd. Videre foreslår vi at det i § 4-1 andre ledd første setning presiseres at systemer i andre EØS-land omfattes av loven hvis deltakerne har avtalt at systemet skal underlegges norsk rett. Som påpekt i vårt brev 16.6. støtter vi forslaget til § 4-1 siste ledd, men slik at det i lovteksten ikke vises til § 4-2 andre ledd. Vi peker imidlertid på at § 4-1 siste ledd også viser til § 4-4 om sikkerhet. Departementet har ikke foreslått at sikkerhet stilt overfor systemer kan realiseres umiddelbart uten hinder av pantsetters insolvens, og vi viser i denne forbindelse til vårt brev 16.6.99 hvor vi foreslår at en slik regel lovfestes. Gitt at andre EØS-land lovfester en slik regel, kan en antitetisk tolkning av § 4-1 siste ledd, jf § 4-4 medføre at sikkerhet som f eks en norsk filial har stilt overfor et system i annet EØS-land ikke kan realiseres umiddelbart i samsvar med loven i systemets hjemland.

Videre foreslås det i kap 2 at Norges Bank skal unntas fra konsesjon, samt at Kredittilsynet skal godkjenne verdipapirsystemer som skal meldes til ESA, jf § 4-1. Det foreslås også at Kredittilsynet kan gi regler om når et slikt system har mottatt ordrer mv, jf § 4-2 andre ledd. I den forbindelse viser vi til at Norges Bank gjennomfører pengeoppkjøret mellom verdipapirmeglere fra VPS og derivatoppkjøret fra NOS. Deltakerne i oppkjørene i sentralbanken er utelukkende banker. Uttalelsen om deltakere i verdipapiroppkjøret på s 61 i andre avsnitt i proposisjonen må derfor endres, eventuelt tas ut siden deltakere i VPS er utfyllende beskrevet på s 62. Videre peker vi på at verdipapirsystemer er definert som systemer basert på felles regler for avregning, oppgjør eller overføring av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelens § 1-2 andre ledd. Definisjonen omfatter således ikke pengesiden av oppkjøret etter handel med verdipapirer. Det er imidlertid vanskelig å se for seg en godkjenning av et oppgjørssystem for verdipapirer uten å se rammevilkårene for papiroppkjøret i sammenheng

med pengeoppkjøret. Pengesiden av verdipapiroppkjøret utgjør imidlertid en viktig del av Norges Banks oppgjørssystem, og rammevilkårene for dette oppkjøret har som kjent betydning for likviditetsstyringen og for den finansielle stabilitet. Det er derfor utenkelig at andre enn Norges Bank skal påvirke vilkårene for de oppgjør som skjer i sentralbanken. Vilråene fremgår i dag av avtaler mellom Norges Bank og bankene, samt av forskrift om bankenes adgang til innskudd og lån i Norges Bank fastsatt med hjemmel i sentralbankloven § 19. Når det gjelder verdipapiroppkjøret krever også Norges Bank at verdipapirforetakene stiller bankgarantier i form av trekkadgang på garantibankens foliokonto for foretakenes posisjoner i oppkjørene. (Verdipapirforetak har i dag ikke konto i Norges Bank og deltar derfor ikke direkte i oppkjørene.) Vi anbefaler at disse forholdene omtales i lovmotivene, f eks i kap 4 om interbanksystemer, og/eller i kap 6 om rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler, mv.

Vi støtter forslaget i § 4-1 første ledd om at Kredittilsynet skal godkjenne verdipapirsystemer. I motivene bør det imidlertid fremheves at godkjenning etter verdipapirhandelens lov, samt at verdipapirsentralloven i utgangspunktet må anses som tilstrekkelig. Videre bør det også uttales i motivene at blant annet tilsynsloven gir vide hjemler til å føre tilsyn og gi de nødvendige pålegg overfor de institusjoner som driver systemene. Siden det kan være noe tvil om eksisterende lovgivning gir tilstrekkelig hjemmel til å godkjenne systemets avregnings- og oppgjørsavtaler, herunder gi pålegg om eventuelle endringer i disse, foreslås likevel en hjemmel til særskilt godkjenning i § 4-1.

I denne forbindelse peker vi på at interbanksystemer ifm med søknad om konsesjon må sende inn sine avregnings- og oppgjørsavtaler til Norges Bank, og foreslår at dette fremgår i § 2-5 som ny litra f). Vi viser også til forslaget til § 2-4 siste ledd hvor det heter at Norges Bank kan fastsette kapitalkrav og sikkerhetskrav overfor operatør, oppgjørsbank eller sentral motpart. Vi legger til grunn at dette forslaget gir sentralbanken hjemmel til å pålegge deltakerne i et godkjent system å etablere garantiordninger som sikrer oppkjørene, enten systemet baseres på brutto- eller nettooppkjør, og foreslår at dette uttales uttrykkelig i motivene.

Videre viser vi til departementets forslag om å lovfeste lovvalgsregelen i oppkjørsdirektivet art 9 nr 2, selv om det antas at regelen er i samsvar med norsk og også nordisk rett. Vi antar at de øvrige nordiske landene også vil lovfeste en slik lovvalgsregel for å fjerne eventuell legal risiko og fordi dette anses nødvendig for å gjennomføre direktivet i nasjonal lov. En slik lovfesting vil også bidra til å sikre norske finansinstitusjoner mv adgang til utenlandske internasjonale interbank- og verdipapirsystemer.

Departementet foreslår også at vphl § 10-2 ikke endres, og Norges Bank slutter seg også til dette forslaget. Vi peker på at en endring av vphl § 10-2 antakelig ville medført at adgangen til å motregne valutaavtaler ble begrenset til systemer som omfattes av lovens kap 4 om rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler.

Motregning mellom to parter etter individuelle avtaler ville dermed ikke fått rettsvern, noe som ville ha rammet nær all motregning i dagens valutamarked.

Norges Bank har tidligere overfor departementet sterkt understreket behovet for en mer fullstendig norsk lovgivning for motregning av finansielle instrumenter. Dette gjelder ikke minst for alle typer valutahandler, som daglig påfører det globale finansvesen betydelige oppgjørssiki. Motregning av oppgjørssposisjoner er foreløpig det eneste risikoreducerende arrangement mellom parter, og utviklingen internasjonalt går klart i retning av at motreg-

ningsavtalene gis særskilt rettsvern. Departementets formulering på s 65 første avsnitt i lovmotivene om ikke å «endre bestemmelsen nå» synes derfor å være et forbehold som kan gi uheldige signaler om norske institusjoners fremtidige muligheter til å oppnå samme risikoreduksjon som internasjonale konkurrenter.

Avslutningsvis viser vi til at Banklovkommissjonen foreslo at det åpnes for at sparebanker kan stille sikkerhet overfor andre oppgjørsbanker enn Norges Bank ved at det gjøres unntak fra sparebankloven § 23. Vi foreslår at departementet fremmer forslag om dette.

## Norges Banks brev av 27. juli 1999 til Kredittilsynet

### *Søknad om utvidelse av samarbeid om finanstjenester*

Kredittilsynet ber i brev av 9. juni 1999 om Norges Banks uttalelse vedr. søknad fra Sparebanken NOR om godkjenning av utvidelse av samarbeid om finanstjenester.

#### **Om søknaden**

Sparebanken NOR har tidligere inngått samarbeidsavtaler med hhv. Sparebanken Møre, Sparebanken Rana, Sparebanken Sogn og Fjordane, Sparebanken Sør og Sparebanken Hedmark. Samarbeidsavtalene ble godkjent av Finansdepartementet ved brev av 20. desember 1996 og 11. april 1997. Det vises for øvrig til Norges Banks uttalelser av 7. august 1996 og 21. mars 1997.

Sparebanken NOR har nå inngått:

- nye og mer omfattende samarbeidsavtaler (hovedavtaler) med ovennevnte banker og med Sandnes Sparebank,
- samarbeidsavtaler med Haugesund Sparebank og Kvinnherad Sparebank,
- en mer begrenset forretningsavtale med Spareskillingsbanken.

Det søkes om godkjenning av ovennevnte avtaler, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-7.

#### *Nærmere om hovedavtalene*

Hovedavtalene legger opp til en desentralisert struktur, hvor det på sikt er et mål å få til et enhetlig regionalt nivå med felles ledelse og fullt resultatansvar i hver region for både bank, liv- og skadeforsikringstjenester. Det legges vekt på samlokalisering mellom kontorene til samarbeidsbankene og Sparebanken NOR/Gjensidige NOR. Bankene skal imidlertid ifølge søknaden fortsette som selvstendige enheter.

Det legges opp til at bankene skal ha eksklusive distribusjonsrettigheter for konsernet i sitt område. Bankene vil videre kunne drive landsomfattende telefon- eller nettbankvirksomhet. For andre produkter enn vanlige bankprodukter, skal samarbeidsbankene representere Gjensidige NOR i sin region.

Bankene skal, etter nærmere vurdering, samarbeide med Sparebanken NOR om «engrosprodukter» slik som felles funding, interbankhandel i valuta, rente- og egenkapitalinstrumenter og utenlandsk betalingsformidling. Det åpnes også for at samarbeidsbankene skal kunne tilbys konsernstabttjenester fra Sparebanken NOR. Det eksisterende IT-samarbeidet videreføres.

#### *Nærmere om samarbeidsavtalene*

Samarbeidsavtalene tilsvarer i hovedsak hovedavtalene. Det er imidlertid ikke lagt opp til at det skal etableres en felles IT-løsning.

#### *Nærmere om forretningsavtalen*

Forretningsavtalen med Spareskillingsbanken er en mer begrenset utgave av de to andre avtaletypene. Avtalen innebærer at Gjensidige NOR skal være «den naturlige samarbeidspartneren» dersom Spareskillingsbanken ut fra produkt- eller volummessige årsaker ikke alene kan dekke kunders behov. Videre vil produkter fra forskjellige konsernselskaper i Gjensidige NOR være tilgjengelig for Spareskillingsbanken, og det skal samarbeides om innkjøp av varer og tjenester. Det er imidlertid ikke, slik som i de to andre avtaletypene, lagt opp til eksklusive distribusjonsrettigheter innenfor bankens markedsområde. Det er heller ikke lagt opp til samarbeid om IT-løsninger.

#### **Vurdering**

Det har de siste årene vært en konvergering mot tre grupperinger i sparebanknæringen: Sparebanken NOR-gruppen, Sparebank1-gruppen og Eika-gruppen. Samtidig foregår det en stadig utvikling av samarbeidet i de forskjellige grupperingene, og enkelte banker har skiftet tilholdssted. Den aktuelle søknaden må ses som ledd i denne utviklingen.

Norges Bank vurderer hovedavtalene og samarbeidsavtalene mellom Sparebanken NOR/Gjensidige NOR og de respektive bankene som meget omfattende. Forretningsavtalen med Spareskillingsbanken er av mer begrenset art enn de to andre avtaletypene, men vurderes også som relativt omfattende.

Hovedavtalene representerer en utvidelse av de tidligere samarbeidsavtalene mellom Sparebanken NOR og

fem av bankene. Blant annet er produktsamarbeidet utviklet, og omfatter nå også tradisjonelle banktjenester. Det vil også bli stor grad av organisatorisk koordinering. Det opplyses i søknaden blant annet at «...det på sikt er et mål å få til et enhetlig regionalt nivå med felles ledelse og fullt forretningsansvar i hver region for både bank-, liv- og skadeforsikringstjenester. Det legges vekt på samlokalisering mellom bankenes salgskontorer og de tilsvarende forsikringskontorer i Gjensidige NOR.»

Ifølge søknaden skal bankene fortsette som selvstendige banker. Med det tette samarbeidet som det legges opp til, kan det være spørsmål om hvor selvstendige deltakerbankene reelt sett vil være selv om de fortsetter som egne juridiske enheter. Norges Bank har imidlertid ikke i utgangspunktet noen innvendinger til at banker går inn i tette samarbeid. En kan blant annet ikke se bort fra at tette samarbeid kan være lettere å styre enn løse samarbeid. Norges Bank vil imidlertid, som i tilsvarende saker, vurdere om det er forhold av konkurransemessig eller soliditetsmessig art som taler imot at samarbeidsavtalene godkjennes.

Geografisk sett er det en viss, men begrenset overlapping mellom de involverte bankene. De eksklusive distribusjonsrettighetene for enkeltbanker innebærer at andre banker i gruppen ikke vil kunne drive konkurrerende aktivitet i de respektive områdene. Dette betyr både at eksisterende konkurrerende aktivitet (som riktignok er av begrenset omfang) må avvikles, og at potensiell nyetablering ikke vil bli gjennomført. Spesielt det siste forholdet vil isolert sett kunne bidra til å redusere konkurransen noe.

Det må imidlertid også tillegges vekt at avtalene gir samarbeidsbankene tilgang på en rekke produkter og tje-

nester innenfor Gjensidige NOR-konsernet. I tillegg vil bankene kunne samarbeide med Gjensidige NOR om store kreditter til næringslivet, og oppnå besparelser gjennom forskjellige former for koordinering av oppgaver mv. Dette gir de små og mellomstore samarbeidsbankene muligheten til å tilby et bredt produktspekter og oppnå stordriftsfordeler, noe som banker av beskjedne størrelse vanskelig kan makte på egenhånd.

Etter Norges Banks vurdering vil de forskjellige samarbeidsavtalene kunne bidra til å styrke de involverte bankenes konkurransekraft, noe som kan virke positivt på konkurransen både i bankmarkedet og i andre deler av finansmarkedet. Alt i alt kan Norges Bank ikke se konkurransemessige forhold som skulle tilsi avslag på søknaden.

Alle bankene som omfattes av søknaden oppfylte ved utgangen av første kvartal 1999 kapitaldekningskravene med god margin. Søker oppgir at avtalene antas ikke å få soliditetsmessige konsekvenser for de involverte bankene. Norges Bank vil påpeke at dersom samarbeidet over tid kan bidra til å bedre bankenes resultater, vil dette ha en positiv effekt på bankenes soliditet. Vi har ellers ikke merknader knyttet til soliditetsmessige forhold.

#### **Tilråding**

Ut fra en samlet vurdering kan Norges Bank ikke se at de forskjellige samarbeidsavtalene vil ha vesentlige negative konsekvenser for stabiliteten i finansnæringen. Norges Bank tilrår derfor at avtalene godkjennes, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-7.

#### **Norges Banks brev av 25. august 1999 til Finansdepartementet**

##### *Høring på forskrift om adgang til å unnta visse utenlandske foretak fra regnskapsplikt i Norge*

Vi viser til Finansdepartementets brev av 9.7.1999 med utkast til forskrift om adgang til å unnta visse utenlandske foretak fra regnskapsplikt i Norge. Med hjemmel i regnskapslovens §9-1, tredje ledd foreslår Finansdepartementet at det åpnes adgang for departementet ved enkeltvedtak å unnta visse utenlandske foretak fra regnskapsplikt i Norge. Dette gjelder utenlandske foretak som utøver eller deltar i virksomhet her i riket eller på norsk kontinentalsokkel, og som er skattepliktig til Norge etter overenskomst med annet lands regjering sluttet i henhold til skattelovens § 35.

Norges Bank innhenter statistikkdata fra finansinstitusjoner som opererer i Norge samt fra alle typer foretak mv. som foretar betalinger overfor utlandet. Datainnsamling fra foretak som foretar betalinger til/fra Norge, er hjemlet i valutaloven, mens data som innhentes for statistikk og tilsynsformål for finansinstitusjoner er hjemlet i kredittilsynsloven med tilhørende forskrifter.

Statistikkloven nyttes ikke som hjemmel for data som innhentes av Norges Bank.

Statistikkdata Norges Bank innhenter nyttes blant annet til offentlig kredittmarkedstatistikk, til valutastatistikk og utenriksregnskap samt som grunnlag for rapporter til internasjonale organisasjoner basert på internasjonale avtaler. Statistikkdataene inneholder både regnskapsdata i foretakene og data avledet av disse. Regnskapsdata er således både en meget viktig primær datakilde og et viktig grunnlag for kvalitetskontroll av andre statistikkdata. Et bortfall av regnskapsplikt for foretak ut fra skattemessige hensyn, vil gjøre det vanskeligere å innhente regnskapsinformasjon fra disse til statistikkformål.

Norges Bank har ingen kommentarer til selve ordlyden i forskriften, men ut fra det overstående vil vi anmode om at Finansdepartementet legger til grunn en restriktiv praksis med hensyn til å innvilge fritak fra regnskapsplikt, og at slikt fritak som kan svekke muligheten til å innhente statistikk av tilfredsstillende kvalitet blir tillagt vekt i vurderingen. Vi vil også anmode om at det overfor de foretak som gis fritak fra regnskapsplikt presiseres at fritaket ikke omfatter leveranser av statistiske opplysninger til myndighetene.



## Norges Banks brev av 26. august 1999 til Finansdepartementet

### *Statens petroleumsfond - vurdering av nye markeder*

#### 1. Innledning

I Revidert nasjonalbudsjett 1999 varslet Regjeringen at den i Nasjonalbudsjettet 2000 ville foreta en vurdering av hvilke framvoksende økonomier som kan inkluderes i landlisten til Petroleumsfondet. Det tas sikte på at eventuelle endringer i landlisten vil gjøres gjeldende fra 1 januar 2000. I dette brevet vil Norges Bank gi en vurdering av hvilke land som kan være aktuelle for Petroleumsfondets landliste.

I Norges Banks brev datert 16. mars i år ble kriteriene for å inkludere nye land diskutert, og følgende fremgangsmåte ble anbefalt:

«En vurdering av aktuelle land bør ta utgangspunkt i IFCs<sup>1</sup> definisjon og avgrensning av framvoksende markeder. Disse markedene må deretter vurderes ut fra de krav som bør stilles til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Etter å ha innskrenket mulighetsområdet basert på en vurdering av de ulike markedenes åpenhet, oppgjørssystemer, lovgivning og likviditet, anbefaler Norges Bank å vurdere gjenværende land ut fra krav til politisk og økonomisk stabilitet. For å sikre konsistens med gjeldende portefølje, bør gjenværende kandidater deretter vurderes ut fra landenes bidrag til Petroleumsfondets avkastning og risiko.»

I Revidert nasjonalbudsjett sa Regjeringen seg enig i denne vektleggingen av de ulike kriteriene. I det følgende vurderes nye land med utgangspunkt i disse kriteriene. Det gis en vurdering av hvilke land som tilfredsstiller de minimumskravene som det er rimelig å stille til land som skal inkluderes i landlisten til Petroleumsfondet. Vurderingene har tatt utgangspunkt i formålet med fondet, som er å maksimere fremtidig formue for et akseptabelt nivå på risikoen, og vi har derfor bare vurdert økonomiske forhold relatert til investeringer i framvoksende markeder. Dette innebærer blant annet at politiske forhold i disse landene ikke er omtalt.

Under punkt 2 vurderes oppgjørssystemer i framvoksende markeder. Det understrekes at oppgjørssystemer er større enn i utviklede markeder og at det juridiske rammeverket er noe mindre betryggende.

Det er viktig at finansmarkedene det skal investeres i, er av en viss størrelse og relativt likvide. Under punkt 3 nyttes kriterier knyttet til størrelse og likviditet til å skille mellom framvoksende markeder.

I punkt 4 drøftes den historiske avkastningen og risikoen i framvoksende aksjemarkeder. Et sentralt poeng er at risikoen i framvoksende markeder er vesentlig større enn i utviklede markeder. Det betyr at en med jevne mellomrom vil oppleve betydelige tap på investeringer i enkeltland. Risikoen er mindre dersom investeringene spres

over flere framvoksende markeder. Selv når en investerer i flere framvoksende markeder samtidig, vil en likevel ha perioder der avkastningen vil være sterkt negativ, og fortsatt vil risikoen være vesentlig større enn ved investeringer i utviklede markeder.

Fra et porteføljesynspunkt er det ikke risikoen knyttet til investeringer i enkelte framvoksende markeder eller grupper av framvoksende markeder som er mest relevant, men risikoen knyttet til kombinasjoner av Petroleumsfondets eksisterende portefølje og plasseringer i framvoksende markeder. I dette brevet presenteres beregninger som viser at det historisk ville vært mulig å plassere en mindre andel i framvoksende markeder og samtidig oppnå en viss reduksjon i porteføljens risiko uten at det ville redusert avkastningen. Det understrekes at beregningene er utført på historiske data og at en ikke uten videre kan legge til grunn at historien vil gjenta seg. Som et supplement til analyser av de historiske avkastningsdataene drøfter vi derfor også enkelte landrisikoinndikatorer siden disse tar utgangspunkt i den gjeldende situasjonen i landene.

I det forrige brevet ble det uttalt at en utvidelse av landlisten i prinsippet kan gjelde for både aksjer og obligasjoner. Det ble vist til at det meste av omtalen i teoretisk og empirisk litteratur er konsentrert om framvoksende aksjemarkeder, og at det er lettere å skaffe gode referanseindekser for aksjer. Dette gjør det enklere å vurdere virkningen på Petroleumsfondets risiko av å investere i aksjer enn obligasjoner. I dette brevet vil vi derfor konsentrere oss om aksjemarkedene i framvoksende økonomier. Tre andre forhold styrker denne konklusjonen. For det første er det slik at selv om aksjemarkedet i et land tilfredsstiller gitte minimumskrav, følger det ikke automatisk at obligasjonsmarkedet i landet også vil tilfredsstille lignende krav. På samme måte kan obligasjonsmarkedet i et land tilfredsstille minimumskravene uten at aksjemarkedet gjør det. En konsekvens av dette vil kunne være at landlisten for aksjer vil måtte avvike fra landlisten for obligasjoner. For det andre vises det i litteraturen til at obligasjonsmarkedene i framvoksende økonomier har noen av de samme avkastnings- og risiko-karakteristika som aksjemarkedene, dvs at avkastningen i markedene i stor grad samvarierer. I en slik sammenheng er det viktig å vurdere den marginale nytten av å investere i obligasjoner i tillegg til aksjer. Den tredje grunnen til at vi i dette brevet konsentrerer oss om aksjemarkedene har sammenheng med strukturen til obligasjonsmarkedene i framvoksende økonomier. En viktig del av disse markedene består av obligasjoner som er denominert i amerikanske dollar. Obligasjonsmarkedene i lokal valuta er som hovedregel ikke spesielt godt utviklede. I begge disse markedene er kredittrisikoen betydelig større enn i obligasjonsmarkedene i utviklede økonomier, og i mange tilfeller oppfyller ikke landene de retningslinjene som er fastsatt for kredittrisikoen i Petroleumsfondet. Det kan også nevnes at en nylig har åpnet for at inntil 10 prosent av den rentebærende porteføljen i Petroleumsfondet skal kunne investeres i private obligasjoner i utviklede markeder. Dette er en endring som forutsetter tilpasninger i den

<sup>1</sup>) International Finance Corporation (IFC) er et datterselskap av Verdensbanken.

**Tabell 1: Framvoksende markeder som inngår i IFC-I.**

Latin Amerika (33,79%)	Asia (28,8%)	Midtøsten/Afrika (17,38%)	Europa (20,45%)
Argentina (4,36)	Kina (2,26)	Egypt (0,84)	Tsjekkia (0,52)
Brasil (10,64)	Indonesia (1,83)	Israel (2,85)	Hellas (7,15)
Chile (5,32)	Sør-Korea (9,78)	Jordan (0,26)	Ungarn (1,90)
Colombia (0,86)	Malaysia (-) <sup>1</sup>	Marokko (1,37)	Polen (1,42)
Mexico (10,86)	Filippinene (1,84)	Sør Afrika (12,03)	Portugal (5,51) <sup>2</sup>
Peru (0,95)	Taiwan (8,39)	Zimbabwe (0,03)	Russland (0,89)
Venezuela (0,81)	Thailand (1,58)		Slovakia (0,09)
	India (2,31)		Tyrkia (2,97)
	Pakistan (0,35)		
	Sri Lanka (0,06)		

<sup>1</sup>) I Malaysia ble det høsten 1998 innført restriksjoner på utgående kapitalstrømmer.

<sup>2</sup>) Portugal ble i mars 1999 klassifisert som et utviklet marked og inngår følgelig ikke lenger i IFC sine indekser over fremvoksende markeder.

operative forvaltningen, som ennå ikke er gjort. Det kan derfor være hensiktsmessig å vente med å åpne opp for investeringer i framvoksende obligasjonsmarkeder til en har fått implementert investeringene i private obligasjoner.

Norges Bank tar sikte på å analysere framvoksende obligasjonsmarkeder på et senere tidspunkt og vil da legge frem en anbefaling om en eventuell utvidelse av landlisten for obligasjoner.

Drøftingene i brevet er partielle i den forstand at de ulike risikoelementene diskuteres uavhengig av hverandre. I virkeligheten henger oppgjørs-, likviditets- og prisrisiko nært sammen. Eksempelvis kan et eksogent sjokk i form av en kraftig prisreduksjon på en viktig eksportvare føre til en konjunkturedgang, som reflekteres i et kraftig kursfall i aksjemarkedet og kanskje også til en depresierende valuta. Dette kan igjen føre til at internasjonale og nasjonale investorer trekker kapital ut av landet. I tillegg til å forsterke kursfallet i aksjemarkedet og valutakursdepresieringen kan disse kapitalstrømmene føre til en sterk svekkelse av likviditeten i verdipapirmarkedene.

Resultatet kan bli at mange investorer først kommer seg ut av markedet etter at kursene er betydelig svekket og store tap er pådratt. Betydelig kursfall og kapitalstrømmer ut av landet kan destabilisere det finansielle systemet i landet og dermed føre til en kraftig økning i oppgjørsrisikoen. Denne formen for dynamiske sammenhenger er meget viktige i praksis, og det finnes en rekke eksempler på slike sammensatte kriser i framvoksende økonomier. Det betyr at når en først velger å investere i disse markedene, vil risikoen i enkelte perioder kunne bli meget høy og i tillegg vil den kunne endre seg raskt. Dette tilsier at investeringer i framvoksende markeder må følges nøye opp og dermed være mer ressurskrevende enn investeringer i utviklede markeder.

## 2. Oppgjørssystemer og lovgivning

Norges Bank har valgt å ta utgangspunkt i IFCs definisjon og avgrensning av framvoksende markeder. IFC deler markedene inn i tre hovedkategorier; utviklede markeder, framvoksende markeder og grensemarkeder. IFC klassifiserer et aksjemarked som framvoksende dersom minst ett av to generelle kriterier er oppfylt;

- 1) Verdensbanken klassifiserer landet som en økonomi med lav eller middels gjennomsnittsinntekt. Dette kriteriet reflekterer landets økonomiske utvikling.
- 2) Den delen av markedsverdien som kan erverves av utlendinger er sammenlignet med utviklede markeder lav i forhold til bruttonasjonalproduktet (BNP). Dette kriteriet gjenspeiler hvor utviklet verdipapirmarkedet er.

Den tredje kategorien markeder, grensemarkedene, er små, illikvide og med en informasjonsflyt som er dårlig selv etter målestokken som nyttes på framvoksende markeder.

IFC har konstruert aksjeindekser for framvoksende markeder. Indeksen IFC-I ble etablert i desember 1988 og inneholder selskaper og land som utlendinger faktisk kan investere i. Det betyr at landene i stor grad er åpne for utenlandske porteføljeinvesteringer og at størrelsen på selskapene og likviditeten i markedet tilfredsstillende visse minimumskrav. Tabell 1 gir en oversikt over hvilke framvoksende markeder som inngår i indeksen (andel av samlet markedsverdi i indeksen er oppgitt i parentes):

Det er imidlertid viktig å understreke at det forhold at en investeringsbank eller en internasjonal organisasjon beslutter å produsere indekser for aksjemarkedet i en framvoksende økonomi eller inkluderer markedet i en indeks som måler den regionale eller globale aksjemarkedsutviklingen, ikke i seg selv kan nyttes som et kriterium for kvaliteten på eller risikoen i markedet. I noen tilfeller konstruerer investeringsbanker indekser for å tilfredsstillende konkrete forespørsler fra investorer, som ønsker å investere i gitte markeder og derfor har behov for en referanseindeks. Dette innebærer at et marked kan bli definert som framvoksende fordi enkelte investorer ønsker det. Generelt gjelder at kriteriene som indeksprodusentene nytter i vurderinger av aktuelle land, ikke sikrer at likviditeten i markedene er tilfredsstillende, at markedene er store nok eller at transaksjonskostnadene ikke i vesentlig grad overstiger kostnadene i utviklede markeder. At et marked inngår i IFC-I eller en annen indeks, er heller ikke en garanti for at risikoen i oppgjørs- og avregningssystemene er akseptabel eller at lovgivningen i landet ivaretar de kravene som det er naturlig at en investor

som Petroleumsfondet, stiller. Det er heller ikke gitt at samtlige land som inngår i en samleindeks, utgjør et naturlig komplement til Petroleumsfondets eksisterende verdipapirportefølje. Disse forholdene tilsier at det må foretas en selvstendig vurdering av hvilke land som bør inngå i Petroleumsfondets landliste.

I det forrige brevet ble det pekt på at oppgjørssrisikoen i framvoksende markeder er større enn i utviklede markeder og at det juridiske rammeverket er noe mindre betryggende, og det ble vist til risikoindeksene til GSCS2<sup>2)</sup>. I dette punktet beskrives oppgjørssrisikoen i framvoksende markeder med utgangspunkt i disse indeksene, vurderings-systemet til Norges Banks globale depotinstitusjon<sup>3)</sup> og anbefalinger fra internasjonale institusjoner.

Depotinstitusjoner har en detaljert innsikt i oppgjørssystemene i ulike land, som det er naturlig å nytte i vurderingen av oppgjørssrisikoen i framvoksende aksjemarkeder.

Eksempelvis inngår globale depotinstitusjoner regelmessig avtaler med underdepotene i de forskjellige landene og har ansvar for at rett eier er oppført som rettighetshaver til verdipapirene. Depotinstitusjonene har i tillegg ansvar for at betaling for og levering av verdipapirer skjer til rett tid. Ofte administrerer den globale depotinstitusjonen også skatteforhold og sørger for at renteinntekter og utbytter blir betalt til rett tid. Videre kan en depotinstitusjon føre regnskap for verdipapirene og beregne avkastningen på porteføljen.

En sentral målsetning for oppgjørssystemer verden rundt er å redusere risikoen knyttet til oppgjøret av verdipapirer, og flere internasjonale organisasjoner har anbefalt etablering av systemer som tilfredsstillende visse krav til organisering av oppgjøret i verdipapirhandelen. G-30 har definert «beste praksis» innenfor oppgjør og avregning av verdipapirhandel.<sup>4)</sup> Både depotinstitusjoner og andre som vurderer risikoen i ulike lands oppgjørssystemer tar ofte utgangspunkt i anbefalingene til G-30 eller BIS<sup>5)</sup>.

Risikoen knyttet til oppgjørs- og avregningssystemer kan (noe forenklet) splittes i to hovedtyper; risiko knyttet til at markedsverdien på verdipapiret kan endre seg fra handelsdato til oppgjør dato («markedseksponering») og risiko for at motparten ikke gjør opp for seg («motpartsrisiko») på eller etter oppgjør dagen.

I den første hovedkategorien er det naturlig å vurdere flere forhold. Disse omtales i korte trekk nedenfor:

- **Kopling av handler:** Dersom alle handler koples før oppgjør, reduseres risikoen for at en handel skal «falle». Kopling av handler innebærer at motparter identifiseres og kontraktsvilkår kontrolleres slik at misforståelser unngås. Når en handel faller, godkjennes den ikke av systemet, noe som kan spre seg videre til andre investorer. G-

30 uttaler at det bør være etablert et system som sikrer at direkte markedsdeltakere (meglere, market makere etc.) kontrollerer at handler er riktig registrert senest dagen etter handelsdagen. Videre at indirekte markedsdeltakere som institusjonelle investorer bør inngå i et sammenligningssystem der detaljer ved transaksjonene blir positivt bekreftet av aktørene. Et sentralt element i denne prosessen er etablering av et verdipapiridentifikasjonssystem, som for eksempel ISIN (International Securities Identification System).

- **Type oppgjør:** I mange oppgjørssystemer kreves at markedsaktørene har betydelig kapital og likviditet til å finansiere virksomheten i perioden fram til betaling for salg av verdipapirer mottas. Desto større de utestående beløpene er, desto større vil risikoen være for at betalingsinnstillinger fra en bank eller en megler sprer seg til andre aktører slik at systemet bryter sammen. Realtids brutto oppgjørssystemer (RTGS) innebærer at eiendomsrett og betaling overføres elektronisk og simultant og muliggjør utnyttning av likvider samme dag, noe som reduserer tidsetterslepet i tradisjonelle oppgjørssystem. Det eksisterer også typer av «netting»-systemer som reduserer oppgjørssrisikoen. G-30 anbefaler at det innføres systemer for netting av betaling og verdipapirer dersom det bidrar til å redusere risiko eller øke effektiviteten i oppgjøret.
- **Type verdipapir:** I mange markeder finnes verdipapirene fortsatt i fysisk form, mens verdipapirene i andre markeder, som f.eks. det norske, kun finnes i elektronisk form i ett eller flere registre. G-30 fremhever at oppgjørssrisikoen vil være lavere i systemer der verdipapirene kun finnes som elektroniske posteringer på en konto i et rettighetsregister.
- **Rettighetsregister:** G-30 uttaler at hvert land bør ha et sentralt rettighetsregister, som er organisert på en slik måte at flest mulig direkte og indirekte markedsaktører deltar i systemet.
- **Behandling av handler som faller:** For å unngå at handler ikke godkjennes, kan det være nødvendig å ilegge bøter eller på annen måte straffe markedsaktørene, operere med regler for dekningshandler samt etablere systemer for verdipapirlån og gjenkjøpsavtaler. Slike regler og prosedyrer kan enten hindre en handel fra å falle eller på en rask og effektiv måte bidra til å korrigere feilhandler.
- **Tid fra handel til oppgjør:** Desto kortere perioden er fra en handel inngås til den gjøres opp, desto mindre er markedseksponeringen. G-30 fremhever at risikoen er lavest i et rullerende oppgjørssystem, og at oppgjørperioden ikke bør overstige 3 dager.
- **Tilsyn:** Det beste er om markedsregler håndheves konsistent og effektivt. Det er i denne sammenheng viktig at tilsynsmyndighetene har betydelig erfaring med kompliserte markedsspørsmål og samtidig bidrar til stabile markedsforhold.
- **Verdipapirlovgivning:** Etablering av et effektivt legalt rammeverk og en arbitreringsprosess som sikrer tilfredsstillende løsninger på konflikter mellom aktørene i oppgjørssystemet, anses som viktig for å redusere risikoen i oppgjørssystemet.

<sup>2</sup> Dette er et privat britisk aksjeselskap som utarbeider indekser som blant annet måler oppgjørssrisikoen i framvoksende markeder.

<sup>3</sup> The Chase Manhattan Bank.

<sup>4</sup> G-30 er en privat sammenslutning av internasjonale investeringsbanker, banker og andre sentrale private aktører innenfor det finansielle systemet. Se: «Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets», mars 1989, Group of Thirty.

<sup>5</sup> Bank for International Settlements.

**Tabell 2:**  
**Vurdering oppgjørssystemer**

	<b>Kategori 1</b> markeds- eksponering	<b>Kategori 2a</b> motpartsrisiko kjøper	<b>Kategori 2b</b> motpartsrisiko selger	Samlet gjennomsnitt
<b>Latin-Amerika</b>				
Argentina	1,75	1,67	1,33	1,64
Brasil	1,38	2,00	2,00	1,50
Chile	2,25	2,67	2,67	2,43
Colombia	2,50	2,00	2,33	2,36
Mexico	1,75	1,33	2,33	1,79
Peru	1,63	2,00	2,33	1,86
Venezuela	2,75	2,67	3,00	2,79
<b>Asia</b>				
Kina, Shanghai	2,00	1,67	2,33	2,00
Kina, Shenzhen	2,00	2,00	2,33	2,07
India, NSDL	1,88	1,67	2,00	1,86
India, Bombay	2,63	2,33	2,33	2,50
India, National SE	2,63	2,33	2,33	2,50
Indonesia	2,63	3,00	3,00	2,79
Sør-Korea	1,63	1,67	2,00	1,71
Malaysia	2,13	1,33	1,33	1,79
Pakistan, CDC	2,00	1,33	2,33	1,93
Pakistan, fysisk	2,63	2,33	2,33	2,50
Filippinene, CDI	2,38	2,00	3,00	2,43
Filippinene, fysisk	2,63	3,00	3,00	2,79
Sri Lanka	1,75	1,67	2,00	1,79
Taiwan	1,63	1,33	2,00	1,64
Thailand	1,38	1,33	2,33	1,57
<b>Europa</b>				
Tsjekkia	1,63	1,67	2,00	1,71
Hellas	2,13	1,67	2,67	2,14
Ungarn	1,88	2,00	2,00	1,93
Polen	2,00	1,67	1,33	1,79
Russland	2,75	2,33	2,67	2,64
Slovakia	1,50	1,67	2,00	1,64
Tyrkia	1,88	1,33	2,67	1,93
<b>Midt-Østen/Afrika</b>				
Egypt	2,63	2,67	2,33	2,57
Israel	2,00	1,67	2,00	1,93
Jordan	2,25	2,33	2,67	2,36
Marokko	2,13	1,33	2,00	1,93
Sør-Afrika	2,63	1,67	2,00	2,29
Zimbabwe	2,75	2,00	3,00	2,64
<b>Utviklede markeder</b>				
USA	1,38	1,00	1,67	1,36
Finland	1,38	1,33	2,00	1,50
Hong Kong	1,88	1,33	2,00	1,79
Nederland	1,13	1,33	2,00	1,36
Norge	1,25	1,33	1,00	1,21
UK	1,25	1,00	1,67	1,29
New Zealand	1,63	1,00	1,67	1,50
Canada	1,38	1,00	1,67	1,36
Sverige	1,25	1,33	2,00	1,43
Portugal	1,50	1,67	1,33	1,50
Sveits	1,13	1,00	1,00	1,07

I tabellen oppgis gjennomsnittskarakterene for ulike aspekter av oppgjørssystemet i utvalgte aksjemarkeder. Graderingen under de ulike kategoriene indikerer hvor godt de enkelte aspektene ved oppgjørssystemene virker relativt til henholdsvis beste, gjennomsnittlig og verste praksis i verden. Karakteren 1 reflekterer et oppgjørssystem som er på nivå med det beste i verden, karakteren 2 innebærer at systemet er som gjennomsnittet i verden og karakteren 3 at systemet fungerer dårligere enn gjennomsnittet. Dette er således en ganske grov sortering av framvoksende markeder. Under kategori 1 vurderes risikoen knyttet til at markedsverdien på verdipapiret kan endre seg fra handelsdato til oppgjør dato. I kategori 2a vurderes hvor godt systemet sikrer at kjøperen faktisk får overført eiendomsretten til verdipapirer han har betalt for. Innenfor kategori 2b vurderes hvor godt systemet sikrer at selger av verdipapirer får betaling for salget. I hovedkategori 1 er det 8 underkategorier. I hovedkategori 2 er det 6 underkategorier; 3 sett fra kjøpers side og 3 sett fra selgers side. Den siste tallkolonnen fremkommer som et gjennomsnitt av graderingene i kategoriene 1, 2a og b.

I tabell 2 gjengis gjennomsnittskarakteren for de 8 vurderingsfaktorene som inngår i den første hovedkategorien. For sammenligningens skyld er også graderingen av flere utviklede markeder, som alle inngår i Petroleumsfondets investeringsunivers, oppgitt. Tallkarakterene er basert på Chase Manhattan Bank sine vurderinger av de ulike elementene i de enkelte landenes oppgjørssystemer. Dersom et element i oppgjøret i et land vurderes å være på samme nivå som det beste i verden, gis tallkarakteren 1 («beste praksis»). I de tilfeller organiseringen er på nivå med gjennomsnittet i verden, tildeles tallkarakteren 2 («gjennomsnittlig praksis»), mens en organisering på nivå med dårligste praksis i verden gis karakteren 3. Norges Bank har valgt å gi de ulike kategoriene samme vekt i beregningene av gjennomsnittskarakterene. Dette er ikke nødvendigvis den beste løsningen, men det er heller ikke opplagt hvilke risikokomponenter som bør veie tyngst i en vurdering av den samlede risikoen i oppgjørssystemene.

Av tabellen fremgår det at markedsrisikoen i oppgjørssystemene i de utviklede økonomiene er betydelig lavere enn i framvoksende økonomier. Dette understreker det kvalitative skillet mellom utviklede og framvoksende markeder, og er en klar advarsel om at når en først åpner for investeringer i denne typen markeder, kan en forvente at flere uforutsette hendelser vil inntreffe over tid.

I den andre hovedkategorien (motpartsrisiko) vurderes tre forhold sett fra kjøpers side og de samme tre forholdene sett fra selgers side. I det følgende gis en kort beskrivelse av de faktorene som vurderes innenfor denne kategorien.

- **Tidspunkt for overføring av eiendomsrett:** I enkelte oppgjørssystemer går det noe tid fra oppgjør dato til verdipapirene er rettskraftig overført til kjøper. Dersom selgers megler, og i noen tilfeller også selger selv, går konkurs, kan investor ha betalt for verdipapirene uten å ha annen sikkerhet enn et krav mot motparten. Noen ganger nyttes sjekker eller ugjenkallelige betalingsløfter som betalingsmiddel. I slike systemer vil selger av verdipapirer bære risikoen for at megler eller meglers bankforbindelse ikke står ved sjekken eller betalingsløftet i en konkurssituasjon. Eksponeringen øker med lengden på perioden fra oppgjør dato til «god» betaling mottas.
- **Type eksponering i mellomliggende periode:** Den faktiske overføringen av eiendomsretten til verdipapirer kan i praksis gjøres på flere måter. Det mest betryggende er når overføringen skjer i et elektronisk bokføringssystem organisert og operert av et sentralt rettighetsregister. Manuell overføring/registrering utført av en uavhengig part, som en børs eller depotbank, er noe mindre betryggende, mens manuell overføring/registrering utført av en megler eller motpart, representerer verste praksis. For selger av verdipapirer kan risikoeksponeringen bestå mot en sentralbank, en lokal privat bank eller et meglerforetak. Eksponering mot en sentralbank er mer betryggende enn eksponering mot et meglerforetak.
- **Beskyttelse mot manglende oppgjør:** Dersom beskyttelsen mot manglende oppgjør er god, reduseres risikoeksponeringen som er beskrevet i de to foregående punktene. Slik beskyttelse kan bestå av garantier eller sikker-

heter fra børser, sikringsfond etablert av markedsaktørene, forsikringsfond, regler for tapsdeling mellom aktørene og garantier fra sentralbanker. G-30 vurderer systemer der betaling og levering skjer simultant (DVP) som en type system som fjerner risikoen knyttet til at en av partene ikke gjør opp for seg.

Tabell 2 gir en oversikt over graderingen av motpartsrisiko i oppgjørssystemene. Beregningene tar utgangspunkt i vurderingssystemet til Chase Manhattan Bank, men Norges Bank har selv beregnet gjennomsnittskarakteren ved å gi de ulike underkategoriene samme vekt. Fra tabellen ser vi at de framvoksende markedene kommer dårligere ut enn utviklede markeder, og forskjellene er særlig store vurdert fra kjøpers side. Dette forsterker konklusjonen om at oppgjørskrisikoen i framvoksende markeder er vesentlig høyere enn i utviklede markeder.

Den nest siste kolonnen i tabellen viser gjennomsnittlig karakter for de to hovedkategoriene. Tallkarakteren 2 innebærer at risikoeksponeringen i oppgjørssystemet er som det globale gjennomsnittet. De utviklede aksjemarkedene har en vesentlig bedre standard enn gjennomsnittet. Det sveitsiske aksjemarkedet synes å representere den laveste oppgjørskrisikoen, men også Norge ligger godt an, og Portugal som er det nyeste landet i investeringsuniverset har en gjennomsnittlig karakter på 1.5.

Det synes naturlig å kreve en minste standard på oppgjørssystemene i de markedene fondets midler kan investeres i. Nivået for et minimumskrav kan diskuteres, men det er for Petroleumsfondet neppe tilrådelig å investere i markeder som i gjennomsnitt tildeles særlig dårligere karakter enn 2.0, som innebærer at følgende framvoksende markeder vil tilfredsstillende kravet til oppgjør- og avregningssystemer:

Argentina, Brasil, Mexico, Peru, Sør-Korea, Malaysia, Sri Lanka, Taiwan, Thailand, Tsjekkia, Hellas, Ungarn, Polen, Slovakia, Tyrkia, Israel og Marokko.

Det er generelt høy grad av konsistens i vurderingene fra produsenter av risikoindekser og globale depotinstitusjoner. Av tabellen fremgår det at Hellas har et gjennomsnitt på 2.14 og av den grunn ikke burde inngått i listen over. Hellas er likevel tatt med fordi Norges Banks globale depotinstitusjon gjennom ulike tiltak har redusert risikoen i det greske oppgjørssystemet slik at karakteren etter justering for disse tiltakene er lik 2.0. og Kina er et eksempel på et land som har en gjennomsnittskarakter som er marginalt dårligere enn minimumskravet.

### 3. Størrelse og likviditet

#### i) Størrelse

Det er viktig at markedene er av en viss størrelse både absolutt og i forhold til Petroleumsfondets investeringer. På dette punktet er forskjellene mellom de ulike markedene store. Fordi markedsverdien i USD svinger sterkt som følge av endringer i dollarkursen og fordi markedsverdiene i lokal valuta også er forholdsvis volatile, bør et krav til størrelse knyttes til et gjennomsnitt av markedsverdiene over en viss periode.

I tabell 3 vises markedsverdien for 30 framvoksende aksjemarkeder, som inngår i IFC-I, beregnet som et gjennomsnitt av markedsverdien ved utgangen av året for de tre siste årene. For å kunne foreta relevante sammenligninger fremgår i tillegg markedsverdier for et utvalg av utviklede markeder, som allerede inngår i investeringsuniverset til Petroleumsfondet. Videre viser tabellen det enkelte markedets andel av den samlede verdien til alle framvoksende markeder og antall børsnoterte selskaper. Også disse datasettene er beregnet ut fra data for de tre siste årene.

Det har vært en betydelig vekst i størrelsen på de fleste framvoksende aksjemarkedene i den siste tiårsperioden. Samlet sett har veksten i framvoksende markeder vært noe større enn i utviklede markeder.

Et naturlig utgangspunkt for et minimumskrav kan være størrelsen på et av de minste markedene som det i dag kan investeres midler i. Portugal er både et av de minste markedene og samtidig det landet som senest ble inkludert i landlisten til Petroleumsfondet. Den gjennomsnittlige markedsverdien i det portugisiske markedet de siste tre årene har vært på noe i overkant av 40 milliarder USD. Til sammenligning har verdien på det norske markedet, som også er et lite marked, vært på om lag 60 milliarder USD.

Det kan virke vilkårlig å sette et absolutt minimumskrav til markedets størrelse siden det kan finnes små markeder som representerer interessante investeringsmuligheter. Små markeder er imidlertid ofte volatile samtidig som de for en investor som Petroleumsfondet ikke tilbyr særlige diversifiseringsgevinster. Av operative hensyn kan det være nødvendig å begrense antall nye land i investeringsuniverset.

En måte å oppnå en slik avgrensning på er å sortere land etter blant annet størrelse.

I følgende land/område overstiger verdien av aksjemarkedet 40 milliarder USD:

Argentina, Brasil, Chile, Mexico, Kina, India, Indonesia, Sør-Korea, Malaysia, Filippinene, Taiwan, Thailand, Hellas, Russland, Tyrkia, Israel og Sør-Afrika.

Den samlede verdien av disse 17 markedene utgjør om lag 88 prosent av den samlede markedsverdien i alle framvoksende aksjemarkeder.

#### ii) Likviditet

Det er viktig at likviditeten i markedene er god og ikke vesentlig dårligere enn i utviklede markeder. God likviditet er viktig av flere grunner. For det første må investorer kunne kjøpe og selge aksjer i normale kvanta i et selskap og i et marked uten at transaksjonene fører til store endringer i prisene. Lav likviditet kan innebære at et salg vil presse prisen ned og et kjøp presse prisen opp. I begge tilfeller vil investoren tape i forhold til en situasjon der likviditeten er bedre og markedspåvirkningen mindre. For det andre er det viktig at en investor kan «komme seg ut av» et marked i kriselignende situasjoner uten å pådra seg store tap. Dette siste er særlig vanskelig i framvoksende markeder, som typisk er karakterisert ved at likviditeten svekkes betydelig når volatiliteten øker sterkt.

I tabell 3 vises gjennomsnittlig daglig omsetning (252 handelsdager) i perioden 1996-98, det enkelte markedets andel av samlet omsetning i framvoksende markeder,

**Tabell 3:**

	Markedsverdi	Andel av total	Ant. børs-selskap	Omsetning per dag	Andel av tot omsetning	Omløps-hastighet	Omsetning pr selskap
<b>Latin-Amerika</b>							
Argentina	49754	2,40 %	138	60	0,7 %	31,7	112
Brasil	211118	10,06 %	538	611	7,6 %	72,6	287
Chile	63284	3,03 %	444	27	0,4 %	9,9	18
Colombia	16674	0,80 %	180	6	0,1 %	9,3	9
Mexico	118294	5,65 %	195	171	2,2 %	36,9	221
Peru	13841	0,66 %	245	14	0,2 %	25,5	15
Venezuela	10741	0,51 %	91	9	0,1 %	21,6	24
Sum	483706	23,11 %	1831	898	11,2 %		
<b>Asia</b>							
Kina	183814	9,05 %	712	1204	15,3 %	230,0	435
India	118753	5,70 %	5901	192	2,4 %	39,6	8
Indonesia	47408	2,20 %	274	110	1,4 %	54,8	103
Sør-Korea	98430	4,77 %	761	642	8,5 %	155,8	212
Malaysia	166448	7,78 %	688	462	6,2 %	56,2	175
Pakistan	9008	0,42 %	779	35	0,4 %	85,3	11
Filippinene	49108	2,32 %	219	73	1,0 %	34,1	84
Sri Lanka	1883	0,09 %	236	1	0,0 %	12,5	1
Taiwan	273812	13,19 %	408	3508	42,2 %	325,9	2156
Thailand	52756	2,47 %	434	117	1,6 %	49,0	67
Sum	1001421	48,00 %	10412	6345	79,1 %		
<b>Europa</b>							
Tsjekkia	14303	0,68 %	708	27	0,4 %	45,4	16

Hellas	46111	2,33 %	233	101	1,3 %	66,7	107
Ungarn	11425	0,56 %	50	34	0,4 %	76,3	162
Polen	13662	0,68 %	141	30	0,4 %	72,5	56
Russland	62012	2,90 %	173	35	0,4 %	13,8	49
Slovakia	1658	0,08 %	842	7	0,1 %	105,7	2
Tyrkia	41585	2,00 %	254	218	2,8 %	133,9	213
<b>Sum</b>	<b>190756</b>	<b>9,23 %</b>	<b>2401</b>	<b>451</b>	<b>5,7 %</b>		

**Midt-Østen/Afrika**

Egypt	19795	0,97 %	721	18	0,2 %	26,0	6
Israel	40277	1,95 %	648	40	0,5 %	26,6	15
Jordan	5278	0,26 %	129	2	0,0 %	9,4	4
Marokko	12186	0,60 %	50	4	0,0 %	8,7	19
Sør-Afrika	214631	10,24 %	645	173	2,2 %	19,9	67
Zimbabwe	2305	0,11 %	65	1	0,0 %	11,7	5

**Sum** 294471 14,12 % 2259 237 3,0 %

**Sum IFC** 1970354 94,46 % 20532 7931 99,0 %

**Sum fremvoksende markeder totalt** 2084822 100,00 % 21979 8014 100,0 %

**memo:****Utviklede markeder**

USA	11081521	51,04 %	8593	40325		100,8	1183
Finland	96973	0,45 %	108	158		49,4	359
Hong Kong	402033	1,85 %	626	1140		70,7	451
Nederland	483546	2,23 %	210	1327		76,8	1590
Norge	60070	0,28 %	197	165		71,6	215
UK	2036915	9,38 %	2293	3406		44,9	377
New Zealand	72832	0,34 %	161	111		39,8	187
Canada	532432	2,45 %	1337	1314		65,6	247
Sverige	266218	1,23 %	244	684		68,7	702
Tyskland	863397	3,98 %	707	4218		135,2	1492
Portugal	42189	0,19 %	147	100		65,4	180
Sveits	555564	2,56 %	220	2017		98,7	2294

**Sum utviklede** 16493691 75,96 % 14843

**Sum utviklede markeder totalt** 21712768 91,24 % 81592 66028

**Sum alle markeder** 23797589 100,00 % 103571 74041

Av tabellen fremgår markedsverdien i USD for utvalgte framvoksende markeder beregnet som et gjennomsnitt av markedsverdiene ved utgangen av de tre siste årene. Tabellen viser også hvor stor andel det enkelte framvoksende marked utgjør av markedsverdien av alle framvoksende markeder samt antall børsnoterte selskaper i hvert marked. I de neste kolonnene vises gjennomsnittlig daglig omsetning (252 handelsdager), det enkelte markeds andel av totalomsetningen og omløpshastighetene i de ulike markedene. Omløpshastigheten er definert som forholdet mellom årlig omsetning og årets gjennomsnittlige markedsverdi. For å kunne vurdere hvor store og likvide de framvoksende markedene er, er tilsvarende informasjon gitt for utviklede markeder, som med unntak for Norge, allerede inngår i Petroleumsfondets portefølje. Alle tall er beregnet som gjennomsnittet for de 3 siste årene. Dataene er hentet fra Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation.

omløpshastigheten og gjennomsnittsomsetningen per selskap.

I flere av de framvoksende markeder har veksten i den årlige omsetningen vært betydelig i perioden 1989-98.

Likevel har veksten i utviklede markeder i gjennomsnitt vært større. Den daglige omsetning er betydelig høyere i de utviklede aksjemarkedene. I noen framvoksende markeder er imidlertid den daglige omsetningen høyere enn i

små utviklede markeder som Portugal, Norge, New Zealand og Finland. Et hensiktsmessig minstekrav til likviditeten i framvoksende markeder er at daglig omsetning ikke er lavere enn omsetningen i de minste markedene i det gjeldende investeringsuniverset. I Portugal var den gjennomsnittlige daglige omsetningen i perioden 1996-98 på 100 millioner USD og i New Zealand på 111 millioner USD.

Et forholdstall som nyttes mye i sammenligninger av likviditeten i ulike markeder er omløpshastigheten. Denne er definert som årlig omsetning dividert med gjennomsnittlig markedsverdi i året, og er et uttrykk for hvor stor andel av samlet markedsverdi som omsettes i løpet av året. I de utviklede markedene var dette forholdstallet lavest i New Zealand der om lag 40 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi ble omsatt i løpet av ett år.

Siden begge forholdstallene måler likviditet, men på en litt forskjellig måte, kan det være hensiktsmessig å stille som krav at markedet minst skal oppfylle ett av de to kravene.

Følgende framvoksende markeder tilfredsstillers minimumskravet til likviditet:

Brasil, Mexico, Kina, India, Indonesia, Sør-Korea, Malaysia, Pakistan, Taiwan, Thailand, Tsjekkia, Hellas, Ungarn, Polen, Slovakia, Tyrkia og Sør-Afrika.

Det er 8 framvoksende markeder som tilfredsstillers minimumskravene til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Dette er markedene i Brasil, Mexico, Sør-Korea, Malaysia, Taiwan, Thailand, Hellas og Tyrkia. Verdien av disse markedene summerer seg til 48 prosent av samlet markedsverdi, mens omsetningen utgjør 73 prosent av omsetningen i alle framvoksende markeder.

I Malaysia førte krisen høsten 1997 til at den faste valutakursen ble oppgitt, rentene ble satt opp og finanspolitikken strammet inn. Høsten 1998 innførte myndighetene en såkalt venteperiode på utgående kapitalstrømmer. Dette innebar at utlendinger først kunne tilbakeføre kapital etter at det var gått en viss tid. Etter dette har rentene falt noe, og venteperioden ble våren 1999 erstattet med skattlegging av kapital som føres ut av landet kort tid etter at den ble ført inn. Dette illustrerer risikoen ved å investere i framvoksende markeder. Så lenge det er restriksjoner på utgående kapitalstrømmer i Malaysia, bør en neppe inkludere landet i landlisten til Petroleumsfondet<sup>6</sup>.

#### 4. Et bedre bytteforhold mellom risiko og avkastning

I dette punktet redegjøres det for historisk avkastning og risiko knyttet til investeringer i konkrete framvoksende aksjemarkeder, og det gjøres sammenligninger mot utviklede markeder.

I tabell 4 vises enkelte sentrale størrelser knyttet til den månedlige avkastningen i noen viktige framvoksende aksjemarkeder; herunder de markedene som tilfredsstillers kravene til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Av tabellen fremgår også avkastningsdata for regionindeksene for de framvoksende markedene i Asia, Europa og Latin-Amerika og for framvoksende aksjemarkeder totalt. For å kunne foreta sammenligninger av avkastning og

risiko mellom framvoksende og utviklede markeder, er tilsvarende informasjon gjengitt for utviklede markeder.

For de fleste av landene er beregningene basert på data for perioden fra januar 1989 til mai 1999. For de resterende landene er tidsseriene noe kortere, jf opplysningene i tabellen. I denne typen sammenligninger er det viktig å være klar over at periodelengden, og herunder start- og sluttidspunktene, har stor betydning for resultatene. I litteraturen er det pekt på at flere av de såkalte framvoksende aksjemarkedene har en betydelig lengre historie enn det som fremgår av indeksproducentenes tallserier.

De globale indeksene fra IFC strekker seg f eks ikke lengre tilbake i tid enn til 1975, mens de indeksene som utlendinger faktisk kunne replikert, starter først i desember 1988. Analyser basert på den siste tiårsperioden, som er den perioden vi faktisk har tall for, behøver derfor ikke å være representative i et lengre historisk tidsperspektiv. Det argentinske aksjemarkedet er et av flere markeder som var åpent for utenlandske investeringer i begynnelsen av 1900-tallet, men som så forsvant som et alternativ for utenlandske investorer i flere tiår. Dersom en inkluderer disse periodene i avkastningsberegningene for framvoksende markeder, viser det seg at avkastningen har vært mindre og risikoen større enn dersom beregningene baseres på f eks den siste tiårsperioden. Det er empirisk grunnlag for å hevde at historiske avkastningsrater og risiko varierer over tid, og at en ikke kan legge til grunn at det historiske gjennomsnittsmønsteret vil gjenta seg i fremtiden.

Tabell 4 viser at det er stor spredning i den månedlige avkastningen mellom de framvoksende markedene og at den er større enn mellom de utviklede markedene<sup>7</sup>. Avkastningen i de latin-amerikanske landene har vært meget høy. Det gjelder også for Hellas og Tyrkia, men for Tyrkia er dataene basert på en noe kortere tidshorisont. I de asiatiske landene har avkastningen i gjennomsnitt vært lavere enn i de latin-amerikanske landene og også lavere enn i svært mange av de utviklede markedene. Avkastningen i Sør-Afrika har vært moderat, men er basert på få observasjoner. Den gjennomsnittlige avkastningen i Kina var negativ i perioden, men beregningene dekker en forholdsvis kort periode (5½ år).

Det er kun i Latin-Amerika at den gjennomsnittlige avkastningen har vært høyere enn i de utviklede landene. Avkastningen i de framvoksende markedene i Europa, Asia og Midt-Østen/Afrika har vært lavere enn i de utviklede markedene.

Den andre tallkolonnen i tabellen viser standardavviket til avkastningen. Dette er et mål på hvor store svingninger det har vært i de månedlige avkastningsratene og beskriver risikoen ved å investere i et enkelt marked. I den fjerde tallkolonnen fremgår den minste månedlige avkastningen som er observert over perioden. Tallene i begge disse kolonnene viser at risikoen i framvoksende aksjemarkeder er betydelig større enn i utviklede markeder. Det norske aksjemarkedet betegnes ofte som et risikabelt marked, men som tabellen viser, er risikoen

<sup>6</sup> Morgan Stanley Capital International, som er en av de store indekserleverandørene, har besluttet å inkludere Malaysia i sine samleindekser fra februar 2000 gitt at den positive utviklingen i landet ikke snur. FT/S&P, som også er en stor indekserleverandør, avventer den videre utviklingen før en beslutning fattes.

<sup>7</sup>For å sikre sammenlignbarhet er alle avkastningsrater beregnet i USD.



Tabell 4

	Gj.snittlig månedlig avkastning	Std.avvik til avk	Største månedlige avk	Minste månedlige avk	Andel måneder med avk <=0	Std.avvik til rullerende std.avvik	Største rullerende std.avvik
<b>Fremvoksende markeder:</b>							
Argentina	4,61 %	24,9 %	175,6 %	-66,6 %	44,0 %	3,5 %	81,0 %
Brasil	3,36 %	20,6 %	85,2 %	-67,9 %	43,2 %	5,6 %	57,5 %
Chile	2,09 %	8,0 %	23,2 %	-26,8 %	43,2 %	2,5 %	14,0 %
Mexico	2,25 %	10,3 %	21,8 %	-33,9 %	40,0 %	4,1 %	20,8 %
Peru	1,23 %	9,8 %	33,2 %	-28,7 %	47,1 %	3,8 %	14,7 %
Hellas	2,77 %	12,4 %	56,4 %	-24,2 %	39,2 %	5,3 %	24,1 %
Tyrkia	2,53 %	18,9 %	71,2 %	-40,7 %	51,3 %	4,0 %	25,5 %
Kina	-0,87 %	13,0 %	37,6 %	-28,9 %	59,7 %	5,7 %	22,9 %
India	0,35 %	8,8 %	22,8 %	-17,6 %	51,3 %	1,8 %	11,5 %
Sør-Korea	0,64 %	14,2 %	72,5 %	-33,0 %	56,8 %	8,7 %	31,4 %
Malaysia	0,92 %	11,5 %	53,6 %	-31,8 %	44,0 %	6,2 %	26,6 %
Taiwan	0,99 %	10,4 %	49,8 %	-20,4 %	48,0 %	2,7 %	16,3 %
Thailand	0,80 %	12,5 %	38,2 %	-33,1 %	48,0 %	6,2 %	27,9 %
Sør-Afrika	0,41 %	8,7 %	21,9 %	-32,8 %	43,8 %	5,0 %	18,8 %
<b>Utviklede markeder:</b>							
Norge	0,78 %	6,8 %	16,9 %	-27,7 %	43,2 %	2,5 %	13,5 %
Danmark	1,22 %	4,7 %	11,9 %	-11,2 %		1,6 %	7,6 %
Portugal	1,52 %	6,1 %	16,5 %	-13,6 %	44,8 %	1,8 %	9,8 %
Nederland	1,62 %	4,5 %	10,3 %	-12,3 %		1,2 %	7,2 %
Østerrike	-0,02 %	5,4 %	12,4 %	-17,6 %		3,5 %	16,9 %
Belgia	1,52 %	3,9 %	11,3 %	-7,4 %		1,5 %	7,3 %
New Zealand	0,45 %	6,7 %	15,9 %	-20,0 %	47,2 %	2,2 %	12,9 %
UK	1,40 %	3,7 %	8,7 %	-7,2 %		1,7 %	8,1 %
Tyskland	1,26 %	4,8 %	9,8 %	-16,4 %		2,4 %	11,9 %
Finland	3,14 %	8,6 %	23,3 %	-19,5 %	46,4 %	1,9 %	12,7 %
USA	1,87 %	3,9 %	7,9 %	-13,9 %	30,4 %	1,4 %	6,5 %
Australia	0,80 %	5,2 %	11,0 %	-13,5 %		1,3 %	7,5 %
Japan	-0,14 %	6,4 %	16,8 %	-16,6 %	53,6 %	2,3 %	14,0 %
HongKong	0,89 %	10,1 %	33,2 %	-28,9 %	42,4 %	3,4 %	15,2 %
Canada	1,08 %	5,3 %	10,2 %	-21,8 %		1,8 %	10,0 %
<b>IFCI samleindekser:</b>							
Asia	0,7 %	8,0 %	24,7 %	-22,2 %	47,2 %	3,4 %	15,2 %
Euro	0,96 %	9,24 %	38,96 %	-28,09 %	50,4 %	3,0 %	13,8 %
Latin Amerika	2,08 %	10,0 %	29,5 %	-33,8 %	36,0 %	3,7 %	18,0 %
Alle regioner	1,1 %	6,7 %	18,3 %	-28,1 %	40,0 %	2,7 %	14,0 %
<b>Ad hoc:</b>							
7 fremvoksende*	2,25 %	8,83 %	30,21 %	-27,97 %	40,0 %	3,3 %	15,0 %
4 fremvoksende	2,25 %	8,15 %	31,16 %	-23,46 %	40,0 %	2,9 %	13,5 %
Petrofond	0,81 %	4,6 %	13,3 %	-12,6 %	37,6 %	1,7 %	8,6 %
MSCI W	0,97 %	4,1 %	11,3 %	-13,3 %	36,8 %	1,4 %	7,2 %

Tabellen viser månedlige historiske avkastningsrater for sentrale framvoksende og utviklede markeder og for utvalgte porteføljer. I tillegg vises standardavviket til avkastningen, største og minste månedlige avkastning i perioden og andelen av måneder med negativ avkastning. Vi har også beregnet standardavviket til de årlige standardavvikene (rullerende standardavvik) som gir uttrykk for hvor variabel risikoen er over tid. Både risikoen og svingningene i risiko er betydelig høyere i framvoksende enn i utviklede markeder. Beregningene for porteføljen «7 framvoksende» er basert på avkastningen i Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Hellas og Tyrkia. Beregningene for porteføljen «4 framvoksende» er basert på avkastningen i Mexico, Korea, Taiwan og Hellas. Petrofondporteføljen består av 50 prosent europeiske aksjer, 30 prosent nord-amerikanske aksjer og 20 prosent i Japan, Australia, Singapore og Hong Kong. MSCI W er verdensindeksen (utviklede markeder) til MSCI.

Kilde primærdata: IFC

For Peru starter indeksserien i september 1993.

For Tyrkia er dataene fra august 1989.

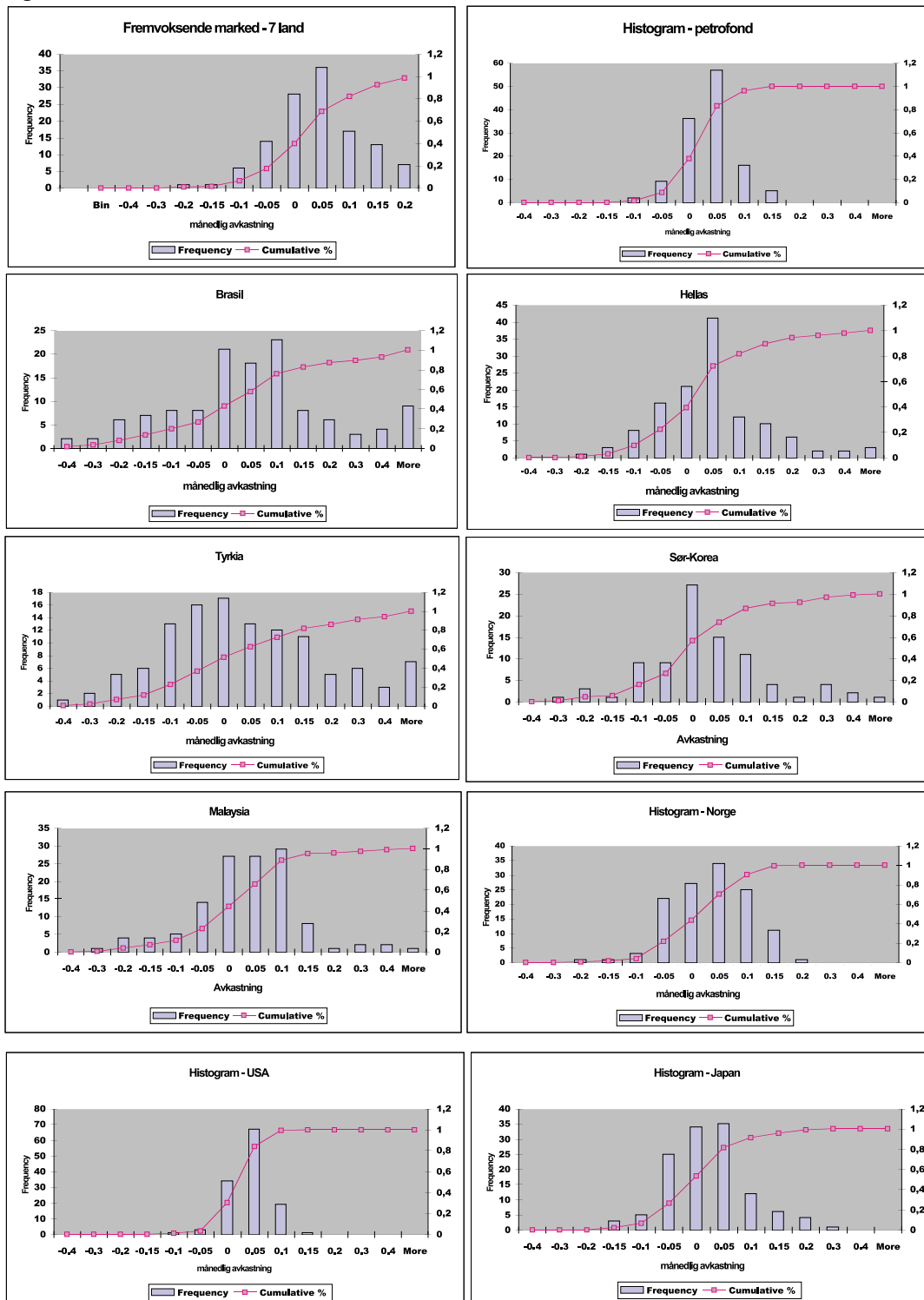
For Taiwan finnes data fra januar 1991 og for Korea fra januar 1992.

For India starter tidsserien i november 1992 og for Kina i oktober 1993.

For Sør-Afrika finnes data fra januar 1994.

Alle andre tidsserier starter i desember 1988.

Figursett 1



I figurene vises spredningen i avkastningen i fremvoksende og utviklede markeder. Månedlig avkastning fremgår av den horisontale aksene, mens antall observasjoner (i prosent) for de ulike avkastningsintervallene vises som søyler der tallverdien kan avleses på den venstre vertikale aksene. Søylen som er avtegnet over tallet 0, viser andelen av måneder med en avkastning mellom -5 og 0 prosent. Tilsvarende tolkning gjelder for de andre avkastningsintervallene. Den heltrukne linjen viser den akkumulerte andelen av måneder med en avkastning som er lavere enn det respektive tallet på den horisontale aksene. Figursettet understøtter konklusjonen om at risikoen i framvoksende markeder er betydelig større enn i utviklede markeder. Spredningen er vesentlig større, og antall måneder med negativ avkastning er, for hvert avkastningsintervall, i gjennomsnitt større ved investeringer i framvoksende markeder.

vesentlig større i de framvoksende markedene. Mens den laveste månedlige avkastningen ligger mellom minus 40 og minus 30 prosent for en betydelig andel av de framvoksende markedene, er det mye mindre vanlig med negative avkastningsrater fra 20 prosent og nedover i de utviklede markedene.

I Brasil er for eksempel den laveste registrerte månedlige avkastningen i perioden minus 67 prosent, som innebærer at en investor i den måneden kunne ha tapt 2/3 av den investerte kapitalen. Tilsvarende ekstremobservasjon er også registrert for Argentina. Dette betyr at en investor i gjennomsnitt kan forvente mindre stabilitet i avkast-

ningen i framvoksende markeder og at de største negative avkastningsratene kan være betydelig større (i absolutt verdi) i framvoksende markeder enn i utviklede markeder.

I den femte tallkolonnen i tabell 4 vises antall måneder, oppgitt som en prosentsats, der avkastningen har vært lavere enn eller lik null. Antall måneder med negativ avkastning er i gjennomsnitt større ved investeringer i framvoksende markeder og spredningen er også større, jf også figursett 1.

I de to siste kolonnene i tabell 4 vises standardavviket til det rullerende standardavviket<sup>8)</sup> og det største rullerende standardavviket. Det rullerende standardavviket er beregnet for de til enhver tid siste 12 månedene, og standardavviket til det rullerende standardavviket er følgelig et mål på hvordan den historiske risikoen i et marked har endret seg. Et høyt tall innebærer store svingninger over tid. Det største standardavviket sier noe om hvor risikabelt et marked kan være i et enkelt år. Tabellen viser at en ved å investere i framvoksende markeder kan vente betydelig større variasjoner i risiko over tid enn ved investeringer i utviklede markeder. Det vil også være slik at de mest risikable periodene i framvoksende markeder er betydelig mer risikable enn i utviklede markeder.

Ved å investere i flere land og regioner vil risikoen reduseres. Det følger av at avkastningsratene ikke er perfekt korrelerte. I figursett 1 vises spredningen i de historiske avkastningsratene for en portefølje bestående av 7 framvoksende aksjemarkeder. Denne porteføljen inkluderer de 7 markedene som tilfredsstill minimumskravene til oppgjørssystemer, lovregulering, størrelse og likviditet med unntak av Malaysia, som har innført restriksjoner på utgående kapitalbevegelser. Porteføljen av framvoksende markeder er likevektet, dvs at hvert land utgjør 1/7 av porteføljen. Figursettet viser i tillegg spredningen i en portefølje av utviklede markeder («petroleumsfondet») og spredningen for enkeltmarkeder. Noen viktige avkastningstall for porteføljene er presentert i tabell 4. Spredningen og det maksimale månedlige tapet i den historiske avkastningen på porteføljen, som består av framvoksende markeder, er betydelig mindre enn for noe framvoksende marked isolert sett, men samtidig vesentlig større enn for «petroleumsfondets» aksjeportefølje. Mens det første illustrerer fordelene ved diversifisering over flere land og regioner, viser det andre at risikoen for porteføljer av framvoksende markeder er større enn for porteføljer av utviklede markeder.

Selv om et framvoksende marked isolert sett kan være meget risikabelt, er det ikke like opplagt at investeringer i et slikt marked på marginen vil bidra til å øke porteføljens samlede risiko. Dersom samvariasjonen mellom avkastningen i et framvoksende marked og avkastningen på den opprinnelige porteføljen er lav, vil en ved å inkludere det framvoksende markedet i investeringsuniverset

kunne redusere risikoen i porteføljen. Dersom svingningene i landets aksjemarked er store relativt til svingningene i de utviklede landenes aksjemarkeder, kan imidlertid risikoen også øke selv om samvariasjonen er lav.

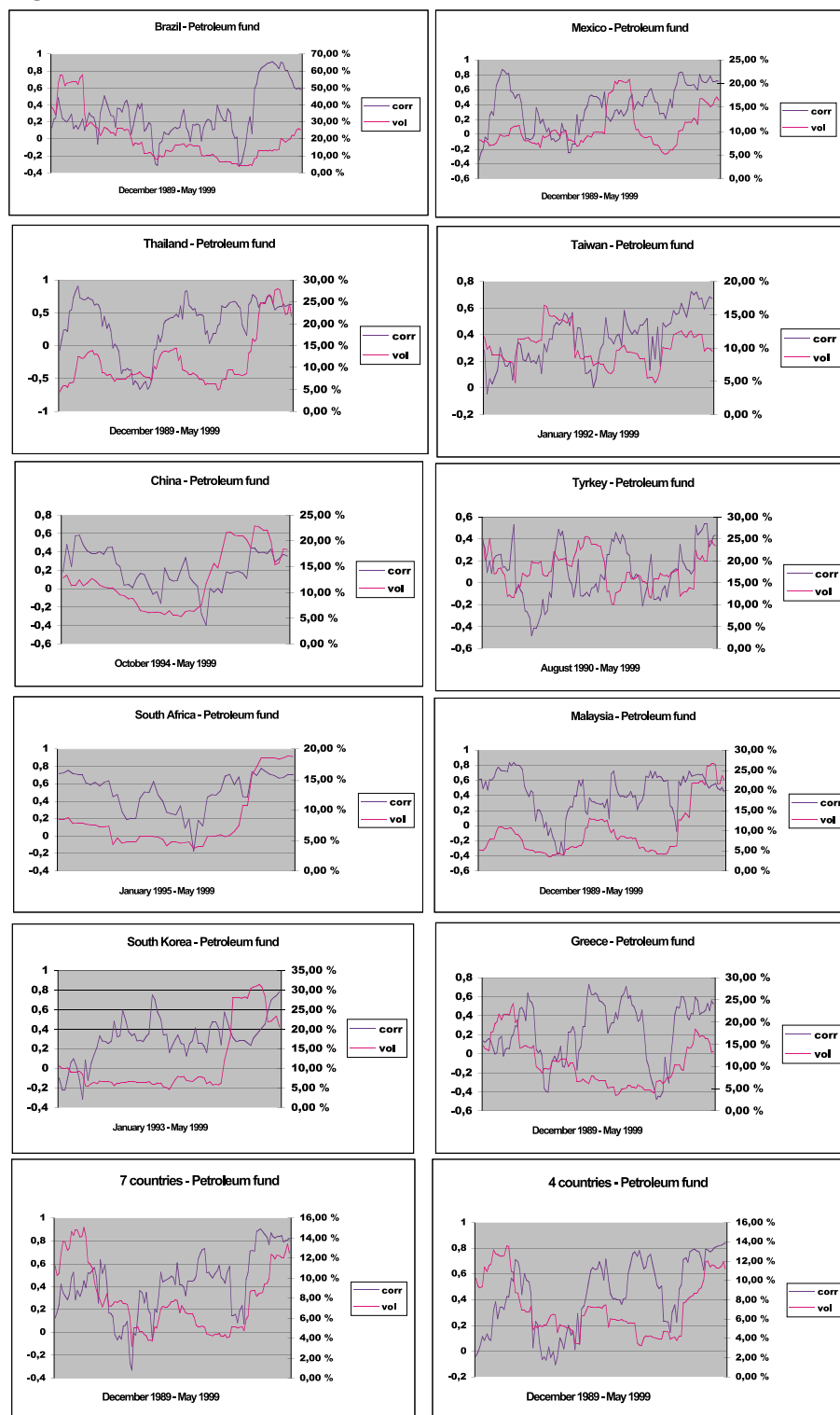
Figursett 2 viser den historiske utviklingen i rullerende 12 måneders korrelasjonskoeffisienter, som nettopp måler graden av samvariasjon, mellom enkelte sentrale framvoksende markeder og aksjedelen av Petroleumsfondets portefølje. Korrelasjonskoeffisientene kan variere mellom minus en og pluss en, og i figuren kan tallverdien leses på den venstre vertikale akse. Denne samvariasjonen svinger betydelig over tid, noe som indikerer at diversifikasjonsgevinstene er mindre i noen perioder enn i andre perioder. For de fleste av de framvoksende markedene synes samvariasjonen å ha økt de siste årene. Ut fra figursettet kan det også synes som om det er en positiv sammenheng mellom utviklingen i standardavviket i det enkelte markedet og utviklingen i samvariasjonen. Dette kan indikere at diversifikasjonsgevinstene er minst når det er mest bruk for dem.

Eventuelle investeringer i framvoksende aksjemarkeder vil komme som et supplement til de investeringene som Petroleumsfondet har i utviklede aksjemarkeder. I beregningene ovenfor ble det tatt utgangspunkt i avkastningen og risikoen på porteføljer som var satt sammen utelukkende av investeringer i framvoksende aksjemarkeder. For å vise effekten på den samlede aksjeporteføljen i Petroleumsfondet, er avkastning og risiko beregnet for porteføljer bestående av investeringer i både framvoksende og utviklede aksjemarkeder. Porteføljen av utviklede aksjemarkeder har tilsvarende sammensetning som Petroleumsfondet. De framvoksende aksjemarkedene er representert ved porteføljen som består av de landene som tilfredsstill kravene til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet med unntak av Malaysia. For å illustrere virkningen av å redusere antall framvoksende markeder har vi også beregnet avkastning og risiko for kombinasjoner av Petroleumsfondet og en portefølje av 4 framvoksende aksjemarkeder. I den siste porteføljen inngår ikke Brasil og Tyrkia fordi risikoen ved å investere i disse landene i perioder har vært til dels betydelig større enn i de andre landene og fordi landrisikoen vurderes som relativt høy og høyere enn i de gjenværende landene. Fordi Asia er representert med 3 land er også Thailand utelatt siden dette markedet er både mindre og har dårligere likviditet enn markedene i Taiwan og Sør-Korea. Tabell 5 viser månedlig avkastning og standardavvik for ulike kombinasjoner (vekt) av investeringer i framvoksende og utviklede markeder. Andelen investert i framvoksende markeder varierer fra 0 til 100 prosent.

Fra tabellen fremgår det at risikoen for Petroleumsfondet kunne vært redusert ved å investere en liten andel i framvoksende aksjemarkeder. Disse gevinstene har imidlertid ikke vært særlig store. Den største risikoreduksjonen ville vært oppnådd ved å investere i den porteføljen som er satt sammen av 4 framvoksende markeder. Dette resultatet kan virke noe overraskende siden en normalt venter at risikoen reduseres desto flere land en inkluderer. I dette tilfellet kan mye forklares med at kor-

<sup>8</sup> Standardavviket til avkastningen måler spredningen i avkastningen rundt gjennomsnittlig avkastning i perioden. Det rullerende standardavviket måler denne spredningen hver måned på basis av avkastningen de siste 12 månedene.

Figursett 2



Figurene viser utviklingen i korrelasjonen mellom avkastningen i framvoksende markeder og avkastningen på en portefølje som har samme sammensetning som petroleumsfondet. Korrelasjonskoeffisientene kan variere mellom -1 og +1. En korrelasjonskoeffisient større enn 0 innebærer at når avkastningen i framvoksende markeder er høy, så er den i gjennomsnitt også høy i utviklede markeder og når avkastningen er lav i framvoksende markeder, er den i gjennomsnitt også lav i utviklede markeder.

Koeffisienter som er mindre enn 0, innebærer at høy avkastning i framvoksende markeder i gjennomsnitt følges av lav avkastning i utviklede markeder og motsatt.

Fra et porteføljesynspunkt er det gunstig med lave korrelasjonskoeffisienter fordi en da vil kunne redusere risikoen uten å samtidig redusere avkastningen.

Et tilfeldig punkt på kurven viser korrelasjonen de siste 12 månedene fram til skjæringspunktet med tidsaksen.

Figurene viser volatiliteten i framvoksende markeder i tillegg til utviklingen i korrelasjonen.

Volatiliteten (standardavviket) i et marked gjenspeiler risikoen i markedet isolert sett.

Dersom det er slik at volatiliteten er høy samtidig som korrelasjonen er høy, reduseres diversifiseringsgevinstene i en periode der det kanskje er mest bruk for dem.

**Tabell 5:**  
Avkastning og risiko for kombinasjoner av Petroleumsfondet og investeringer i fremvoksende markeder.

vekt EM	7 land, st avvik	likevektet avk	4 land, st avvik	likevektet avk
0	4,60 %	0,81 %	4,60 %	0,81 %
0,05	4,49 %	0,88 %	4,47 %	0,88 %
0,075	4,44 %	0,92 %	4,42 %	0,92 %
0,1	4,42 %	0,95 %	4,38 %	0,95 %
0,125	4,40 %	0,99 %	4,35 %	0,99 %
0,15	4,39 %	1,03 %	4,33 %	1,03 %
0,2	4,41 %	1,10 %	4,31 %	1,10 %
0,25	4,48 %	1,17 %	4,35 %	1,17 %
0,3	4,59 %	1,24 %	4,42 %	1,24 %
0,35	4,74 %	1,31 %	4,53 %	1,31 %
0,4	4,93 %	1,39 %	4,68 %	1,39 %
0,45	5,15 %	1,46 %	4,86 %	1,46 %
0,5	5,40 %	1,53 %	5,07 %	1,53 %
0,55	5,68 %	1,60 %	5,30 %	1,60 %
0,6	5,97 %	1,67 %	5,56 %	1,68 %
0,65	6,29 %	1,75 %	5,84 %	1,75 %
0,7	6,62 %	1,82 %	6,14 %	1,82 %
0,75	6,96 %	1,89 %	6,45 %	1,89 %
0,8	7,32 %	1,96 %	6,77 %	1,96 %
0,85	7,68 %	2,03 %	7,10 %	2,04 %
0,9	8,06 %	2,11 %	7,44 %	2,11 %
0,95	8,44 %	2,18 %	7,79 %	2,18 %
1	8,83 %	2,25 %	8,15 %	2,25 %

Tabellen viser standardavviket og avkastningen på en portefølje som består av investeringer i framvoksende og utviklede markeder. I det ene tilfellet består porteføljen av framvoksende markeder av investeringer i 7 land, mens den i det andre tilfellet består av investeringer i 4 land. Dersom en ikke investerte i framvoksende markeder, ville avkastningen i denne perioden vært på om lag 0.8 prosent per måned, mens standardavviket til avkastningen ville vært 4.6 prosent. Dersom hele porteføljen ble investert i framvoksende markeder ville avkastningen vært 2.25 prosent per måned, mens standardavviket ville vært 8.83 prosent for porteføljen av 7 land og 8.15 prosent for porteføljen av 4 land. Av tabellen fremgår det at den samlede risikoen kunne vært redusert ved å investere en begrenset andel i framvoksende markeder. For 7-lands porteføljen ser vi at en andel på opp til 30 prosent ikke vil gi større risiko enn dersom petroleumsfondet bare investerer i utviklede markeder.

Kilde primærdata: IFC

relasjonskoeffisienten mellom avkastningen på Petroleumsfondet og «7-lands»-porteføljen er høyere (0,43) enn mellom Petroleumsfondet og «4-lands»-porteføljen (0,40) og med at risikoen i Brasil og Tyrkia isolert sett er vesentlig større enn i de andre landene.

Denne typen analyser er meget følsomme for endringer i avkastningsrater og risikoparametre, og det er stor usikkerhet knyttet til anslagene på avkastningsrater, standardavvik og korrelasjonskoeffisienter. Det hefter også andre svakheter ved verktøyet. Beslutninger om utvidelser av investeringsuniverset kan derfor ikke baseres på slike analyser alene. Det synes mer hensiktsmessig å nytte denne typen analyser som et supplement til de vurderingene som gjøres av oppgjørssystemer, lovgivning, størrelse og likviditet.

Svingningene i aksjekursene gjenspeiler i stor grad endringer i makroøkonomisk og politisk stabilitet.

Erfaringsmessig er dette forhold som kan endre seg raskt i framvoksende markeder. Det betyr at studier av historiske avkastningstall i disse markedene ikke nødvendigvis gir noen god prediksjon på hvordan risikoen vil være i tiden fremover. Flere institusjoner beregner imidlertid indekser for å måle risikoen knyttet til investeringer i ulike land. Slike landrisikoindekser er fremadskuende og kan være et nyttig supplement til risikovurderinger basert på volatiliteten i historiske avkastningsrater. Tabell 6 viser hvordan fem institusjoner sommeren 1999 vurderte den makroøkonomiske og politiske risikoen i noen framvoksende markeder. Fra tabellen ser vi at risikoen knyttet til investeringer i Tyrkia og Brasil for tiden vurderes som høy, mens den vurderes som lav i Taiwan, Chile, Sør-Korea og Malaysia. Dette understreker igjen viktigheten av å spre investeringene over flere land for å redusere den landspesifikke risikoen. En

**Tabell 6:**  
**Landrisikoindikatorer**

	Economist	GIEK	JPMorgan	Moodys	Standard & Poor
Argentina	55	5	47	Ba3	BB
Brasil	61	6	72	B2	B+
Chile	30	2	29	Baa1	A-
Mexico	51	4	44	Ba2	BB
Hellas	39	n.a.	36	Baa1	BBB
Tyrkia	66	5	57	B1	B
Kina	43	2	41	A3	BBB+
Malaysia	36	3	27	Baa3	BBB-
Sør-Korea	36	n.a.	24	Baa3	BBB-
Taiwan	23	1	29	Aa3	AA+
Thailand	42	4	36	Ba1	BBB-
Sør-Afrika	52	3	39	Baa3	BB+

Kilder:

The Economist, skala fra 0 til 100 med 100 som høyeste risiko

GIEK (Garantiinstituttet for Eksportkreditt), skala fra 1 til 7 med 7 som høyeste risiko

JPMorgan, skala fra 0 til 100 med 100 som høyeste risiko

Moodys, bokstavkarakterer med skala fra Aaa (beste) til C (dårligste).

Baa representerer for eksempel lavere risiko enn B

Standard & Poor, bokstavkarakterer fra AAA (beste) til CC (dårligste).

Bb representerer mindre risiko enn B.

The Economist Intelligence Unit, GIEK og JPMorgan er tre av mange institusjoner som graderer landrisikoen i framvoksende økonomier. Skalaen til GIEK går fra 1 til 7 med 1 som lavest og 7 som høyest risiko. Skalaene til the Economist og JPMorgan går fra 0 til 100, og risikoen øker med tallverdien. Både Taiwan og Chile oppfattes som lavrisikoland, mens Brasil og Tyrkia er høyrisikoland. For en investor kunne det være nyttig å sette en øvre grense for landrisiko. Det er imidlertid vanskelig både fordi det verken er teoretisk eller empirisk grunnlag for å sette en slik grense og fordi graderingen av land endres relativt hyppig. Det fremgår også av tabellen at det mellom de tre institusjonene er en viss forskjell i rangeringen av land. I tillegg kan det være slik at høy landrisiko gir utslag i høy forventet avkastning i verdipapirmarkedet. Gitt en slik sammenheng vil en investor kunne ønske å investere i høyrisikoland.

Moodys og Standard & Poor er to kredittvurderingsbyråer, som nyttes av mange investorer til å sette investeringsrammer. Begge byråene tildeler bokstavkarakterer til obligasjoner utstedt av blant annet nasjonalstater, og det er disse som er gjengitt i tabellen. Moodys skala går fra Aaa (beste) til C (dårligste), og Baa impliserer lavere risiko enn for eksempel B. Standard & Poors skala går fra AAA (beste) til CC (dårligste), og Bb representerer for eksempel mindre risiko enn B. Etter de gjeldende retningslinjer for kredittrisiko i petroleumsfondet, ville fondet ikke kunne investere i obligasjoner med dårligere karakter enn Baa3 (Moodys) og BBB- (Standard & Poor). Dermed ville for eksempel Thailand (Ba1) falt ut etter Moodys graderingssystem og Sør Afrika (BB+) etter Standard & Poor sitt system.

ulempe ved slike risikoindeks er at de ofte er basert på forventet utvikling for relativt korte tidshorisoner, mens investeringshorisonten til Petroleumsfondet er meget langsiktig. Den korte tidshorisonten gjør at indekssnivåene for de enkelte landene kan variere mye over tid. Et land som synes risikabelt på kort sikt, kan representere tilfredsstillende investeringsmuligheter på noe lengre sikt. Begge disse forholdene gjør at en skal være forsiktig med å basere en anbefaling om en utvidelse av landlisten på slike indekser og rangeringer.

## 5. Oppsummering

For å kunne investere deler av Petroleumsfondets midler i nye land, må det forutsettes at de nye markedene har tilfredsstillende oppgjørs- og avregningssystemer, størrelse

og likviditet. Videre er det en forutsetning at lovgivningen sikrer ordnede og gjennomsluttelige forhold i verdipapirmarkedene og at tilsynet av finansmarkedene er organisert på en betryggende måte. Ut fra et porteføljesynspunkt er det viktig at de nye markedene utfyller den gjeldende land- og aktivafordelingen. I dette brevet har Norges Bank vurdert hvilke framvoksende aksjemarkeder som tilfredsstillende disse kriteriene. Vurderingene har tatt utgangspunkt i formålet med fondet, som er å maksimere fremtidig formue for et akseptabelt nivå på risikoen. Norges Bank har derfor bare fokusert på økonomiske forhold i vurderingen av landene og politiske forhold er følgelig ikke omtalt.

Det er svært ressurskrevende å investere i framvoksende markeder. Operasjonelle hensyn tilsier således at

landlisten i første omgang ikke utvides med for mange nye land. Enkelte land anbefales derfor ikke som del av den nye landlisten, selv om markedene i disse landene etter forholdsvis objektive kriterier ikke skiller seg vesentlig fra markedene i de landene som foreslås inkludert i landlisten. Videre er det ikke drøftet om andre utvidelser av investeringsuniverset enn å inkludere nye land, ville gi en bedre måloppnåelse for fondet. Behovet for å prioritere ressurser i den operative forvaltningen, innebærer at det prinsipielt sett burde foreligge en slik samlet vurdering før en eventuelt investerer i framvoksende økonomier.

Vurderingene i brevet er begrenset til aksjemarkedene i framvoksende økonomier. Norges Bank tar sikte på å gjennomføre en grundig evaluering av obligasjonsmarkedene på et senere tidspunkt, og vil da fremme forslag om en eventuell utvidelse av landlisten for obligasjoner.

Framvoksende markeder er i gjennomsnitt mindre og har dårligere likviditet enn utviklede markeder. Risikoen i oppgjørs- og avregningssystemene i framvoksende aksjemarkeder, herunder de markedene som passerer minimumskravene, er generelt til dels betydelig høyere enn i utviklede markeder. Det er et generelt trekk at lovgivningen ikke i samme grad som i utviklede markeder, sikrer ordnede forhold i verdipapirmarkedet og at tilsynet med aktørene i finansmarkedene er noe dårligere utviklet. Som påpekt i dette brevet, er de ulike elementene i oppgjørssystemene gitt samme vekt i den endelige vurderingen og minimumskravet til oppgjørssystemer er skjønnsmessig satt. Norges Bank må derfor gjøre en særskilt vurdering av oppgjørsrisikoen før det investeres i et marked.

Avkastningen i framvoksende aksjemarkeder varierer mer enn avkastningen i utviklede markeder. Med jevne mellomrom vil det derfor oppstå betydelige tap både på investeringer i enkelte framvoksende markeder og på investeringer i framvoksende markeder sett som gruppe. For Petroleumsfondet som helhet begrenses risikoen noe av forholdsvis lav samvariasjon mellom avkastningen i framvoksende og utviklede markeder.

I våre vurderinger av nye land er det ikke forutsatt noe om den fremtidige avkastningen i de ulike markedene, og utvalget av land er ikke basert på forventninger om at avkastningen i disse landene vil være større enn avkastningen i de andre framvoksende økonomiene eller større enn avkastningen i utviklede markeder.

Etter å ha vurdert de ulike landene ut fra de kriteriene som det er redegjort for foran, gjenstår en kjerne av framvoksende markeder som oppfyller minstekravene. I Latin-Amerika er dette Brasil og Mexico og i Asia er det Sør-Korea, Malaysia, Taiwan og Thailand. I Europa er det Hellas og Tyrkia. I Malaysia er det for tiden restriksjoner på utgående kapitalbevegelser, som reduserer markedets attraktivitet. Den makroøkonomiske risikoen i Brasil og Tyrkia vurderes for tiden som høy. Det synes imidlertid ikke hensiktsmessig å legge for stor vekt på den til enhver tid gjeldende økonomiske situasjonen i vurderingen av nye land.

I flere av de framvoksende markedene pågår det et

betydelig arbeid for å effektivisere oppgjørs- og avregningssystemer og bedre verdipapir- og selskapslovgivningen. Samtidig pågår arbeid for å bedre stabiliteten i de finansielle systemene og offentlig eide selskaper privatiseres. Disse faktorene vil kunne bidra til å bedre likviditeten slik at en større del av kapitalformidlingen vil finne sted i verdipapirmarkedene. I fremtiden vil derfor flere land kunne tilfredsstillere minimumskravene.

Et sentralt spørsmål når det gjelder utvidelse av landlisten til Petroleumsfondet er om de nye landene også bør inngå i fondets referanseportefølje. Dersom framvoksende markeder inkluderes i referanseporteføljen, vil Norges Bank ha sterke insentiver til å investere i disse landene. Det skyldes at den andelen de nye landene vil ha i referanseporteføljen vil være det nøytrale utgangspunktet for Norges Bank i forvaltningen av fondet. Dersom banken velger å avvike fra denne andelen, vil avkastningen på fondet kunne variere mye i forhold til avkastningen på referanseporteføljen, som følge av de store kortsiktige svingningene i framvoksende aksjemarkeder. Fordi forvaltningen i Norges Bank evalueres relativt til referanseporteføljen, vil Norges Bank derfor være forsiktig med å avvike fra den andelen framvoksende markeder vil ha i referanseporteføljen. Dette betyr at Norges Bank mest sannsynlig ikke vil investere i framvoksende markeder før de nye landene inkluderes i fondets referanseportefølje.

Det er vanskelig å vurdere om framvoksende markeder bør inkluderes i Petroleumsfondets referanseportefølje. Den mest vanlige måten å vurdere dette på er å benytte en empirisk porteføljemodell til å se hvordan fondets avkastning og risiko blir påvirket av å inkludere nye land. I dette brevet har vi presentert resultatene fra en slik modell, som viser at det å inkludere framvoksende markeder i fondets portefølje kan gi noe lavere risiko. Denne type studier fokuserer imidlertid på kortsiktige variasjoner i avkastningen, mens en i forvaltningen av Petroleumsfondet har en langsiktig investeringshorisont og følgelig er mest interessert i avkastning og risiko på lang sikt. Siden en ikke har tilstrekkelig data til å kunne studere avkastning og risiko over lange investeringshorisonter, kan en alternativt legge mer generelle prinsipper til grunn når en skal vurdere om framvoksende markeder bør inkluderes i Petroleumsfondets referanseportefølje. Ved fastleggelsen av de gjeldende landvektene i Petroleumsfondet la en for eksempel betydelig vekt på landenes importvekter og BNP-vekter. Framvoksende økonomier utgjør om lag 20 prosent av verdens BNP og de står for rundt 15 prosent av Norges import. Dette kan isolert sett tilsi at framvoksende markeder bør inkluderes i fondets referanseportefølje. En skal imidlertid være forsiktig med å bruke slike analyser når det gjelder framvoksende markeder. Det skyldes blant annet at oppgjørsrisikoen i disse landene er betydelig og at det er usedvanlig store variasjoner i avkastningen på investeringer i slike land. Det er dessuten mye mer ressurskrevende å investere i framvoksende markeder enn i utviklede land. Siden Norges Bank allerede står overfor betydelige utfordringer i den operative forvaltning av Petroleumsfondet,

vil vi tilrå at en venter med å inkludere framvoksende markeder i fondets referanseportefølje. En utvidelse av landlisten vil imidlertid føre til økt fokus på de nye markedene, og det vil arbeides videre med spørsmål i tilknytning til oppgjørssystemene, markedenes likviditet, fremtidig avkastning og risiko. Det vil være naturlig å vurdere spørsmålet om referanseporteføljen på nytt ut fra den innsikt en etterhvert vil oppnå om blant annet oppgjørssikoen ved å investere i slike markeder.

Forskriften om Petroleumsfondet inneholder bestemmelser som regulerer fordelingen av verdipapirer på regi-

oner. En nærliggende løsning kan være å inkludere investeringene i framvoksende aksjemarkeder under de tilhørende regionene. Det innebærer for eksempel at investeringer i Mexico inngår i den amerikanske regionen, mens investeringer i Hellas inngår i den europeiske regionen. I tillegg må det settes en grense for hvor stor den samlede andelen av investeringer i framvoksende aksjemarkeder maksimalt kan utgjøre av Petroleumsfondets aksjeportefølje. Denne andelen bør etter Norges Banks mening ikke overstige 5 prosent så lenge disse markedene ikke inngår i referanseporteføljen.

## Norges Banks brev av 31. august 1999 til Finansdepartementet

### *Etablering av frittstående vekslingskontorer*

#### 1. Innledning

Vi viser til Finansdepartementets brev av 10. juni 1999 hvor det bes om Norges Banks merknader til utkast til lovregulering av frittstående vekslingskontorer. Videre viser vi til Norges Banks brev av 30.04. og 12.08.98 til Finansdepartementet, og til rapport 29.01.98 utarbeidet av en arbeidsgruppe med representanter fra Norges Bank og Kredittilsynet.

Vi vil for ordens skyld påpeke at bankens merknader i denne omgang hovedsakelig er av lovteknisk karakter. Vi viser ellers til at Norges Bank i sin uttalelse av 30.04.98 anbefalte at vekslingskontorer underlegges registreringsplikt i stedet for konsesjon, og at bankens prinsipielle holdning til dette ikke er endret.

I utkastet av 10.06. er det foreslått at reguleringen inntas i finansieringsvirksomhetsloven (fil). Det er videre foreslått en rekke vilkår for foretak som skal drive valutaveksling - herunder krav om konsesjon for å kunne etablere slik virksomhet. Det vil i tillegg bli foretatt endringer i kredittilsynsloven, slik at Kredittilsynet skal kunne føre tilsyn med virksomheten. Vekslingskontorer vil dessuten bli underlagt bestemmelsene om hvitvasking av penger i fil.

#### 2. Merknader til utkast til proposisjon

Vi anbefaler at departementet vurderer en noe annen utforming av forslaget til ny § 4a-1 (1). Etter Norges Banks syn bør det komme klarere frem at det er forretningsmessig valutavekslingsvirksomhet overfor en ubestemt krets som skal underlegges konsesjon.

Det må også tas konkret stilling til hva som er ubetydelig valutavekslingsvirksomhet.

I denne forbindelse vil vi peke på at Norges Bank i brev av 30.04.98 uttalte at også ubetydelig valutavekslingsvirksomhet bør kunne underlegges hvitvaskingsreglene. Det synes som om departementet ikke har fulgt opp dette forslaget, idet forslaget til fil § 2 annet ledd nr. 6 bare gjelder for vekslingskontorer som er underlagt konsesjon.

§ 4a-1 bør videre utformes slik at det fremgår tydeligere at valutavekslingsvirksomhet kan drives i frittstående vekslingskontorer, samt i foretak som driver virksomhet som har naturlig sammenheng med vekslingsvirksomhet, for eksempel reisebyråer, hoteller eller lignende. Som hovedregel foreslås det at frittstående vekslingskontorer organiseres som aksjeselskap, men slik at Kredittilsynet kan gjøre unntak fra kravet i særlige tilfeller, jf. ny fil § 4a-1 (2). Vi antar at den foreslåtte unntaksbestemmelsen bør komme til anvendelse overfor for eksempel reisebyråer eller hoteller som ikke er organisert som aksjeselskap, og som søker om å få drive valutavekslingsvirksomhet. På bakgrunn av dette kan det reises spørsmål om det bør være en noe videre adgang til å gjøre unntak fra hovedregelen enn hva som synes å følge av ordlyden i ny fil § 4a-1 (2).

Arbeidsgruppen mellom Norges Bank og Kredittilsynet foreslo at andre finansinstitusjoner enn banker, som for eksempel finansieringsforetak, burde gis adgang til å drive valutavekslingsvirksomhet på lik linje med banker. Gruppen la til grunn at finansieringsvirksomhetsloven ikke hindrer dette. Ifølge forslaget til ny fil § 4a-1 (1) kan valutaveksling drives av foretak som nevnt i fil § 1-5 samt i frittstående vekslingskontorer. Ordlyden i forslaget tyder på at departementet slutter seg til arbeidsgruppens forslag til tolkningen av fil, men omtaler ikke forslaget nærmere i utkastet til generelle merknader. Norges Bank anbefaler at departementet omtaler adgangen til å drive valutaveksling i finansieringsforetak spesielt i proposisjonsutkastet.

Videre tilrå Norges Bank at det i ny fil § 4a-1 tas inn et nytt punkt som lyder:

«Vekslingskontorer plikter å rapportere kjøp og salg av utenlandske betalingsmidler til Norges Bank iht. de krav banken setter». Dette fordi dette bør være et sentralt vilkår for å få konsesjon. Unnlattelse av å oppfylle denne plikten bør medføre tilbakekalling av tillatelsen.

Norges Bank vil antyde følgende forslag til formulering av kapitteloverskrift og § 4a-1 mv.

#### Kap 4a-1 Valutavekslingsvirksomhet

##### § 4a-1 Adgang til å drive valutavekslingsvirksomhet



- (1) Forretningsmessig valutavekslingsvirksomhet kan bare drives av foretak som nevnt i § 1-5 eller vekslingskontor med tillatelse fra Kredittilsynet etter reglene i dette kapittel.
- (2) Med forretningsmessig valutavekslingsvirksomhet forstås kjøp eller salg av utenlandske sedler, mynter, utstedelse eller innløsning av reisesjekker utstedt i fremmed valuta overfor en ubestemt krets når virksomheten ikke er av ubetydelig omfang. Kongen kan fastsette at reglene i dette kapittel helt eller delvis skal gjelde også når virksomheten er av ubetydelig omfang, herunder at virksomheten skal være underlagt bestemmelsene om hvitvasking av penger.
- (3) Vekslingskontor kan bare drive annen virksomhet som har naturlig sammenheng med valutavekslingsvirksomheten.

#### §4a-2 Organisering og virksomhet

Som departementets forslag til § 4a-1 annet til femte ledd.

### 3. Andre merknader

Det lå utenfor arbeidsgruppens mandat å vurdere om valutabankenes enerett til å drive forretningsmessig betalingsformidling med utlandet bør oppheves - jf. arbeidsgruppens rapport side 5, 10 og 51. Det er imidlertid behov for å få avklart om andre finansinstitusjoner enn banker skal gis adgang til å drive slik virksomhet, og vi foreslår at disse spørsmålene omtales i proposisjonsutkastet. Gitt at finansieringsvirksomhetsloven tillater at finansieringsforetak driver betalingsformidling, bør valutabestemmelsene vurderes endret slik at det blir samsvar mellom de ulike regelverkene. Etter opphevingen av valutareguleringen bør institusjonslovgivningen uttømmende

### Norges Banks brev av 13. oktober 1999 til Finansdepartementet

#### *Høringsuttalelse til lovforslag om likviditetskrav for verdipapirforetak*

Finansdepartementet ber i brev av 28. juni 1999 om Norges Banks uttalelse til et lovforslag fra Kredittilsynet om likviditetskrav for verdipapirforetak. Norges Bank er som det gjøres nærmere rede for i det følgende, enig i at det er grunn til å lovfeste et kvalitativt likviditetskrav for verdipapirforetak.

Norges Bank er enig i at verdipapirforetakenes rolle som garantist overfor investor for oppgjør er en vesentlig faktor i relasjon til verdipapirforetakenes likviditetsrisiko. I tillegg vil verdipapirforetakets handel i finansielle instrumenter for egen regning medføre likviditetsbelastninger.

fastsette hvilke former for virksomhet finansinstitusjoner kan drive. Det er ikke naturlig at valutabestemmelsene begrenser finansinstitusjonens adgang til å drive virksomhet i større grad enn hva som følger av fil eller banklovgivningen.

Vi peker også på at Norges Bank i brev av 30.04.98 reiste spørsmål ved om valutaforskriftens kapittel 14 om autorisasjon av valutabanker kan oppheves. Adgangen til å drive valutavekslingsvirksomhet og betalingsformidling med utlandet følger av den alminnelige bankkonsesjonen. Norges Bank foretar i dag ingen særskilt prøving av om banker skal gis status som valutabank, slik at autorisasjonsordningen praktiseres som en ren registreringsordning. I denne forbindelse viser vi også til at valutaposisjonsreguleringen nå forutsettes innarbeidet i CAD-forskriften - jf. Finansdepartementets brev av 12.04.99. Departementet har ikke uttalt seg om Norges Banks forslag om å oppheve autorisasjonskravet, og vi vil igjen peke på at det er nødvendig at spørsmålet avklares før arbeidet med revisjon av valutaforskriften igangsettes.

Arbeidsgruppen har ikke vurdert om eksisterende finanslovgivning tillater at banker skiller ut valutavekslingsvirksomhet i egne foretak (for eksempel organisert som aksjeselskap), eventuelt om banker kan drive slik virksomhet i utskilte filialer. Departementet bør etter Norges Banks vurdering uttale seg i disse spørsmålene i forbindelse med forslaget til ny lov om finansforetak.

Ellers viser vi til at Norges Bank i brev av 30.04.98 tilrår at adgangen til å utplassere vekslingsautomater samt inngå kommisjonæravtaler fortsatt bør forbeholdes banker og finansieringsforetak. Dette forslaget er ikke nærmere vurdert i utkastet til proposisjon, og etter vår vurdering bør dette spørsmålet avklares i proposisjonsutkastet.

Vi vil til slutt peke på at rådgiver May Helle Lund, Norges Bank, var leder av arbeidsgruppen med representanter fra Kredittilsynet og Norges Bank.

Verdipapirforetakenes likviditet er også helt vesentlig for at verdipapiroppjøret skal fungere betryggende. Verdipapirforetakene inngår sammen med banker og enkelte kredittforetak i verdipapiroppjørssystemet. Hvis en deltaker ikke har pengedekning på sin oppgjørskonto, må hele verdipapiroppjøret gjennomføres på nytt hvor den misligholdende deltakers transaksjoner trekkes ut inntil deltakeren har pengedekning for de gjenstående transaksjoner. De deltakere som er motparter til de transaksjonene som trekkes ut, får redusert sin forventede pengestrøm og kan derved få problemer med å oppfylle andre transaksjoner. Likviditetssvikt hos en deltaker kan derfor få store konsekvenser for alle deltakere i verdipapiroppjøret. Verdipapiroppjøret kan ikke sees isolert fra det øvrige finansielle system. Problemer i verdipapiroppjøret vil kunne føre til reaksjoner i de øvrige deler av systemet som kan forstyrre den finansielle stabilitet. Etter Norges Banks vurdering vil en effektiv inngrepshjemmel

kunne være til hjelp for å forhindre og i noen grad avhjelpe dette.

Norges Bank er enig i at det mest effektive tiltak mot likviditetsproblemer ved falte handler er å legge til rette for ut- og innlån av verdipapirer. Verdipapirsentralen har sammen med Norsk Oppgjørssentral utviklet en automatisk låneordning som fra 3. september 1999 ble satt i produksjon og tilbys deltakere i verdipapiroppgjøret. Ved manglende verdipapirdekning vil det automatisk opprettes et innlån av verdipapirer på vegne av deltakeren. Ordningen er basert på at det finnes aktører som slutter seg til ordningen som mulige utlånere av verdipapirer. Lovverket setter imidlertid beskrankninger som kan gjøre dette vanskelig. For det første regnes utlån etter dagens skattelov som realisasjon. Utlåner må derfor skatte av eventuell verdistigning på utlånstidspunktet. For det andre er lov om verdipapirfond blitt tolket slik at fond som omfattes av loven, ikke har anledning til å låne ut

verdipapirer. Norges Bank vil fremheve betydningen av å få foretatt de nødvendige tilpasninger i lovverket.

Kredittilsynet har ikke påvist at manglende spesifikk hjemmel for likviditetskrav så langt har hemmet tilsynsarbeidet i avgjørende grad. Norges Bank er likevel enig i at det er viktig at Kredittilsynet får et klarere rettslig grunnlag for å forhindre og i noen grad avhjelpe en eventuell likviditetskrise, dersom det skulle bli nødvendig.

Norges Bank mener for øvrig at en generell markering i lovgivningen av vesentligheten av likviditet og likviditetsstyring kan bidra til å markere betydningen og bevisstheten omkring dette i verdipapirforetakene.

Norges Bank er enig i at loven bør inneholde en forskriftshjemmel, men vil anbefale at man er tilbakeholden med å gi detaljerte regler før man har fått mer erfaring med praktisering av bestemmelsen.

Norges Bank har for øvrig ingen merknader til utformingen av lovforslaget.

## **Norges Banks brev av 21. oktober 1999 til Finansdepartementet**

### *Den økonomiske politikken i 2000*

#### **Bakgrunn**

I årene 1986 til 1992 hadde Norge et fastkurssystem, der kursen på kronen ble holdt innenfor et bånd definert av en sentralkurs og maksimalt tillatte svingningsmarginer. Dette systemet måtte vi forlate i desember 1992 etter omfattende spekulasjoner mot kronen under uroen i de europeiske valutamarkedene. Kronen falt noe i verdi like etter denne krisen, men holdt seg deretter stabil uten omfattende bruk av Norges Banks virkemidler. Det er flere årsaker til dette. Norsk økonomi vokste jevnt i første halvdel av 1990-tallet. Prisveksten var lav, finanspolitikken var godt tilpasset, og oljeprisen var forholdsvis stabil.

Siden 1996 har forutsetningene for valutakursstabilitet ikke vært like gode. Høsten 1996 og vinteren 1997 var kronen sterk. Renten ble da redusert for å motvirke appresieringen av kronen. Gjennom 1998 førte krisen i Asia og senere Russland til betydelig finansiell uro internasjonalt. Samtidig var det høy lønnsvekst som følge av et kraftig press i arbeidsmarkedet, og vi fikk en kraftig svekkelse av utenriksøkonomien som følge av lave priser på våre eksportvarer og sterk vekst i importen. Det bidro samlet til å skape forventninger om at kronekursen skulle falle. Kronen svekket seg gradvis gjennom første halvdel av 1998. Presset mot kronen økte kraftig i august, og kursen var en kort periode nærmere 115 mot ECU-indeksen - noe som i dag ville svart til om lag 9,20 kroner pr. euro.

Norges Bank økte sine styringsrenter syv ganger gjennom 1998 med til sammen 4½ prosentpoeng. Etter den siste renteøkningen 25. august var den viktigste sty-

ringsrenten - renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank - 8 prosent. Den kraftige renteøkningen var ikke på kort sikt tilstrekkelig til å styrke kronen tilbake til utgangsløyet. Norges Bank vurderte det likevel slik at ytterligere renteøkninger ikke ville styrke kronen, fordi det neppe ville blitt oppfattet som en troverdig innretning av pengepolitikken. Blant annet de finanspolitiske innstrammingerne som kom i budsjettet for 1999, bidro til at kursen etter hvert kunne vende tilbake til utgangsløyet.

Det rentenivået som ble etablert, var ikke så høyt at det ville skape et brått omslag i økonomien med kraftig økende ledighet, men likevel høyt nok til å redusere inflasjonsforventningene. Daværende sentralbanksjef Kjell Storvik uttalte i denne forbindelse i et foredrag 28. august 1998 følgende:

«Jeg minner om det velkjente faktum at en lavere kronekurs vil kunne bidra til å forsterke inflasjonsforventningene og at slike forventninger i sin tur vil kunne bidra til forventninger om en svekkelse av valutakursen og i seg selv forsterke depresieringstendensene. Prisforventningene vil da kunne bli selvoppyllende. Det rentenivå som nå er etablert bør i tillegg til direkte å bidra til å stabilisere kronekursen også begrense prisforventningene, hvilket i sin tur vil innebære at forventningene om ytterligere depresiering etter hvert avtar.»

Kronen har styrket seg gjennom 1999, og kronekursen har i de siste månedene ligget mellom 8,10 og 8,40 mot euro. Norges Bank har hittil i år satt ned sine signalrenter overfor bankene med i alt 2,5 prosentpoeng. Bankenes innskuddsrente i Norges Bank, som er styrende for de kortsiktige pengemarkedsrentene, er for tiden 5,5 prosent.

Utviklingen de siste årene illustrerer at Norges Bank ikke har virkemidler til å finstyre kronekursen, men må

innrette pengepolitikken mot de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet. Utviklingen illustrerer også at det er en nær sammenheng mellom gjennomføringen av pengepolitikken og utformingen av finanspolitikken.

Norges Bank gjør på denne bakgrunn her rede for gjennomføringen av pengepolitikken og gir sitt syn på det samlede opplegget for den økonomiske politikken i 2000.

### Målet for pengepolitikken

De politiske myndighetene gir Norges Bank mandatet for utøvelsen av pengepolitikken. Mandatet er nedfelt i forskriften om kronens kursordning som ble vedtatt ved kongelig resolusjon 6. mai 1994. I forskriften §2 heter det:

«Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervenere i valutamarkedet.»

Norges Bank vil i det følgende gjøre rede for den tolkning av valutakursforskriften som banken bygger på i gjennomføringen av pengepolitikken.

Den første setningen i forskriften viser at vi har en styrt flyt av kronen, med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte i desember 1992. Virkemidlene skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. Referansen «europeiske valutaer» har Norges Bank valgt å definere som euro fra 1. januar 1999.

Forskriften fastsetter ikke en sentralkurs innenfor bestemte svingningsmarginer. Norges Bank forstår begrepet «utgangsleiet» som en bredt tegnet sentralkurs som kronen kan svinge rundt.

Den andre setningen i forskriften omtaler «vesentlige endringer» i kursen i forhold til utgangsleiet. Begrepet «vesentlige endringer» er ikke definert som en tallstørrelse. «Vesentlig» må derfor gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at en «vesentlig endring» er en endring som påvirker forventningene om pris- og kostnadsutviklingen slik at kursendringen blir selvforsterkende.

Uttrykkene «med sikte på», «etter hvert», «rettes inn mot» og «med utgangspunkt i» viser at valutakursforskriften gir Norges Bank rom for å utøve skjønn.

I skjønnsutøvelsen fokuserer Norges Bank på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen: For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

### Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank har to virkemidler i pengepolitikken - valutaintervensjoner og renten. Intervensjoner påvirker tilbudet av kroner i valutamarkedet. En endring i renten påvirker både forholdene i valutamarkedet og samlet etterspørsel og produksjon. Gjennom begge disse kanalene kan pengepolitikken påvirke pris- og kostnadsveksten.

Norges Bank har dårlige erfaringer med omfattende kjøp eller salg i valutamarkedet for å påvirke kronkursen. Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronkursen holdes oppe fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Det er da fristende å ta posisjoner i valutamarkedet mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende intervensjoner over tid kan forsterke presset mot kronen, slik at volumet av nødvendige støttekjøp stadig øker. Også hvis markedsaktørene legger til grunn at Norges Bank vil bruke renten til å forsvare bestemte nivåer på kronkursen, kan det åpne for en spillsituasjon.

Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Banken vil likevel kunne bruke intervensjoner i begrenset omfang, dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold eller ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner kan risikoen være mindre for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet.

Norges Banks viktigste virkemiddel er rentene på bankenes innskudd i og utlån fra sentralbanken. De administrerte rentene har erfaringsmessig nokså stort gjennomslag på de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, det vil si dags- og ukesrentene. Rentene på plasseringer i pengemarkedet med noe lengre løpetider påvirkes ikke like direkte. Her spiller forventningene om sentralbankens handlemønster og den generelle tilliten til pengepolitikken også inn, i tillegg til nivået på de helt kortsiktige rentene.

Renten på de aller lengste plasseringene vil i stor grad reflektere internasjonale forhold og tilliten til den økonomiske politikken i Norge. Dersom det er tillit til at inflasjonen i Norge holder seg lav og at finanspolitikken bærer over tid, vil de langsiktige rentene normalt følge tilsvarende renter i utlandet. Det vil likevel være forskjeller mellom de langsiktige rentene i ulike land. For eksempel vil den effektive renten på en ti-års statsobligasjon påvirkes av den forventede renteutviklingen gjennom hele perioden fram til obligasjonen innløses. I tillegg vil premier for ulike typer risiko, for eksempel mangel på likviditet i små markeder, spille inn. En eventuell mangel på tillit til den økonomiske politikken kan også bli priset inn i de langsiktige rentene.

Tilliten til pengepolitikken er skjør. Det tar tid å bygge opp tillit, og det skal lite til for å ødelegge den. Svikter tilliten, kan det kreve mye å vinne den tilbake. Norges Bank mener at mulighetene for å sikre tilliten til norsk pengepolitikk styrkes ved å fokusere på de grunnleg-

gende forutsetningene for kursstabilitet. Norges Bank legger i denne sammenheng også betydelig vekt på åpenhet og kommunikasjon om gjennomføringen av pengepolitikken.

Erfaringene gjennom de siste femten årene viser at finansielle kriser ofte kan utløse eller forsterke svingningene i konjunktorene. Samtidig kan kraftige og overraskende endringer i pengepolitikken utløse slike finansielle kriser. Norges Bank mener at også hensynet til finansiell stabilitet best kan ivaretas ved å fokusere på de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet, slik at en unngår brå kast i rentedannelsen. I tillegg vil den øvrige økonomiske politikken, herunder blant annet skattesystemet og rammevilkårene i de finansielle markedene, påvirke muligheten for å sikre stabilitet i det finansielle systemet.

Rentene i pengemarkedet påvirker kronekursen direkte gjennom avkastningen som kan oppnås ved å plassere i kroner, men også indirekte via virkningen på utsiktene for realøkonomien og pris- og kostnadsutviklingen i Norge. Normalt vil flere ønske å plassere i kroner dersom renten - og dermed avkastningen på kroneplasseringer - øker. Høyere rente vil derfor normalt føre til at kronen styrker seg på kort sikt. Høy rente kan imidlertid også føre til nedgangstider. Det kan i neste omgang lede til forventninger om svakere krone og lavere renter for å øke produksjonen og sysselsettingen, samtidig som aksjekursene og verdien av andre langsiktige plasseringer faller. Med slike utsikter kan markedsaktørene miste tilliten til pengepolitikken, frykte kurstap på sine plasseringer og selge kroner selv om renten er høy. Norges Bank kan derfor ikke sette renten så høyt at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid av en art som svekker tilliten til kronen.

Tilsvarende vil en nedgang i renten normalt føre til svakere krone. Det betyr at Norges Bank normalt kan motvirke en uønsket styrking av kronen ved å redusere renten. Men hvis renten blir så lav at den bidrar til økt inflasjon, svekkes tilliten til pengepolitikken. Det ville føre med seg en betydelig risiko for en kraftig markedsreaksjon med ustabil kronekurs, og for at det senere blir nødvendig å holde renten høy lenge for å gjenopprette tilliten, selv når kronen i utgangspunktet var sterk.

Kravet i valutakursforskriften om tilbakevending av kronekursen til utgangsleiet kan - om det blir satt på spissen - ha et for sterkt element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor kursleiet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til utgangsleiet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der renten må settes så lavt for å bringe kronekursen tilbake til utgangsleiet at det skapes inflasjon. I begge tilfeller svekkes grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank kan derfor ikke med åpne øyne innrette virkemidlene i pengepolitikken slik at de skaper inflasjon eller nedgangstid med deflasjon.

Dersom det oppstår en situasjon der Norges Bank ikke kan få kursen tilbake uten slike konsekvenser, vil banken

underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken. Det kan da være tale om å tilrå finanspolitiske tiltak som gjør det mulig å bringe kronekursen tilbake mot utgangsleiet og stabilisere den. Ved store og varige skift i økonomien må finanspolitikken og lønnsdannelsen bidra til å gjenvinne balansen i økonomien. Dersom det har skjedd fundamentale og varige endringer i rammevilkårene for norsk økonomi, kan det imidlertid også tenkes at det ville være riktig å endre retningslinjene for pengepolitikken.

Norges Bank innretter pengepolitikken mot å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet. Norges Bank er ikke utstyrt med virkemidler til å finstyre valutakursen. Vi må derfor regne med at kronekursen vil variere på kort sikt. Forsøk på finstyring av kursen kan undergrave troverdigheten i pengepolitikken og dermed kursstabiliteten over tid. Dersom kronekursen endrer seg, er det nødvendig å vurdere renten i lys av kursutviklingen over noe tid, slik at de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet blir oppfylt. Generelt må bakgrunnen for kursutviklingen vurderes nøye før Norges Bank eventuelt treffer pengepolitiske tiltak.

### Samspeillet i den økonomiske politikken

Finanspolitikken har i Norge hatt en viktig rolle i stabiliseringspolitikken. Den realøkonomiske utviklingen har imidlertid også betydning for pris- og kostnadsutviklingen, og dermed for hvilken rente det er riktig av Norges Bank å sette. Samtidig vil endringer i renten og valutakursen på kort sikt påvirke den realøkonomiske utviklingen. Dette betyr at utformingen av finans- og pengepolitikken gjensidig påvirker det samlede aktivitetsnivået i økonomien. Det er derfor viktig å se disse to elementene i den økonomiske politikken i sammenheng.

I Nasjonalbudsjettet heter det:

«Regjeringens økonomiske politikk er basert på følgende hovedelementer:

- Finanspolitikken har et hovedansvar for å stabilisere utviklingen i etterspørselen etter varer og tjenester.
- Pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere kronens verdi overfor europeiske valutaer.
- Det inntektspolitiske samarbeidet skal bidra til moderat pris- og kostnadsvekst.
- Strukturpolitikken skal bidra til at arbeidskraft, kapital og naturressurser forvaltes best mulig.»

Pengepolitikken viktigste oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Siden 1986 har myndighetene rettet pengepolitikken inn mot å holde verdien av kronen fast eller stabil i forhold til andre valutaer. Norges Bank vil vise til gjennomgangen ovenfor, der det fremgår at banken innretter pengepolitikken mot å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet.

Norges Bank vil peke på at partene i arbeidslivet gjennom inntektsoppkjørene har mulighet til å påvirke det samlede nivået på sysselsettingen over tid. Sammenliknet med andre land, har Norge gjennomgå-

ende hatt et lavt ledighetsnivå og en høy andel av befolkningen i arbeid de siste tjuefem årene. Mange land som har vært gjennom lange og dype lavkonjunkturer, har opplevd en betydelig og langvarig økning i arbeidsledigheten. Et særtrekk ved lønnsdannelsen i Norge har vært at konkurransevilkårene i næringslivet er blitt tillagt betydelig vekt i lønnsforhandlingene, også for lønningene i sektorer som ikke har vesentlige konkurranseflater mot utlandet. Det har bidratt til stabilitet i grunnlaget for den konkurranseutsatte sektoren og for sysselsettingen. Norges Bank mener på denne bakgrunn at det viktigste bidraget det inntektspolitiske samarbeidet kan gi, er å legge forholdene til rette for at den strukturelle ledigheten i Norge forblir lav og sysselsettingen høy.

Finanspolitikken kan påvirke svingninger i produksjonen og sysselsettingen. På lang sikt vil strukturen i finanspolitikken, herunder skattesystemet og offentlige investeringer, kunne påvirke vekstpotensialet i økonomien. I tillegg vil den vekst i offentlig sektor som myndighetene legger opp til, påvirke fordelingen av arbeidskraft og kapital mellom ulike sektorer. Med mindre det er store uutnyttede reserver av arbeidskraft eller kapital, er imidlertid stabiliseringspolitiske tiltak ikke egnet til å påvirke det samlede nivået på produksjon og sysselsetting over tid. En ekspansjon av offentlig sektor i en økonomi med høy kapasitetsutnyttning vil således over tid føre til en tilsvarende reduksjon av aktiviteten i privat sektor.

Over tid kan utviklingen i prisnivået påvirkes gjennom pengepolitikken. Sysselsettingen kan påvirkes gjennom lønnsdannelsen. Fordelingen av ressursene mellom skjermet sektor og det konkurranseutsatte næringslivet kan påvirkes gjennom finanspolitikken. Størrelsen på konkurranseutsatt sektor bestemmes over tid i en kamp om realressursene mellom det offentlige og næringslivet.

På kort sikt kan både pengepolitikken og finanspolitikken påvirke utviklingen i sysselsettingen, prisutviklingen og ressursfordelingen mellom sektorer. Finanspolitikken spiller en vesentlig rolle for stabiliteten i kronen og for norske renter. Det er derfor vesentlig at de to politikkområdene er tilpasset hverandre.

En spesiell situasjon oppstår dersom finanspolitikken stimulerer til økt vekst i etterspørselen rettet mot skjermede næringer, og det fortsatt er betydelig press i økonomien. Kampen om realressursene må i en slik situasjon føre til at konkurranseevnen svekkes og verdiskapingen i konkurranseutsatt sektor reduseres. Hvis det er liten tillit til norsk økonomisk politikk, kan en slik utvikling føre til forventninger om fremtidig inflasjon og en ustabil krone. Norges Bank må motvirke en utvikling som på denne måten kan svekke grunnlaget for kursstabilitet. Hvis det derimot er tillit til at pengepolitikken er rettet inn mot de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet, altså at pengepolitikken ikke vil inflatere økonomien, vil markedsaktørene kunne forvente at konkurranseevnen svekkes gjennom en styrking av kronen. Norges Bank vil ikke kunne motvirke en slik appresiering uten samtidig å skape inflasjon. Norges Banks første tiltak når banken ser at det bygger seg opp et slikt press mot kronen, vil være å gi råd om endringer i statsbudsjettet. Dersom en even-

tuell appresiering av kronen reflekterer et politisk ønske om å ekspandere offentlig aktivitet, og dette prioriteres sterkere enn fortsatt vekst i konkurranseutsatt virksomhet, bør det imidlertid også være aktuelt å endre retningslinjene for pengepolitikken.

Ut fra sitt mandat og ansvar kan Norges Bank trolig best bidra til at pengepolitikken og finanspolitikken blir tilpasset hverandre med å være åpen om sine analyser og reaksjonsmønstre, slik at statsmyndighetene tar hensyn til virkningen på Norges Banks rentesetting når vedtak om statsbudsjettet blir fattet.

Et mål på budsjettets samlede virkning på etterspørselen kan være det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte budsjettunderskuddet. Dette er imidlertid en grov indikator for budsjettets samlede virkning. Det er derfor også nødvendig å vurdere budsjettets sammensetning, herunder veksten i utgiftene, for å danne seg en oppfatning av den samlede virkningen av finanspolitikken.

Økte offentlige utgifter kan i prinsippet nøytraliseres gjennom en økning av skattene, slik at økt offentlig aktivitet motsvares av en tilsvarende nedgang i husholdningenes etterspørsel. Imidlertid er det i praksis vanskelig å få til en økning i skatter eller avgifter som ikke også rammer næringslivet. Lønnstakere og andre vil kunne reagere med krav om inntektsøkninger for å hindre at økte skatter og avgifter demper veksten i realinntektene, og de vil gjennomgående lykkes bedre dess strammere arbeidsmarkedet er. I skjermet sektor vil bedriftene søke å velte økte kostnader tilbake på husholdningene, og de vil lykkes bedre dess høyere aktivitetsnivået er. I næringer som er utsatt for sterk utenlandsk konkurranse, har bedriftene ikke denne muligheten.

Økte utgifter til offentlig sysselsetting vil i tillegg ha direkte innvirkning på arbeidsmarkedet. En tilsvarende innstramming i husholdningenes skattenivå vil normalt ikke ha like sterke virkninger i arbeidsmarkedet, blant annet fordi det private forbruket i større grad er rettet mot import og fordi en del av skatteinndragningen kan motsvares av redusert privat sparing. Det synes lite trolig at det over tid vil være mulig å gjennomføre en politikk med stadige innstramminger overfor husholdningene gjennom skatte- og avgiftsøkninger. En vesentlig ekspansjon i offentlig sektor ut over det den underliggende veksten i økonomien tilsier, vil derfor normalt innebære en overføring av realressurser fra konkurranseutsatt til skjermet virksomhet.

Det er ikke gitt hva som er den riktige størrelsen på offentlig sektor, og etterspørselen etter tjenester fra det offentlige kan endre seg over tid. En sterk og effektiv offentlig sektor er et viktig element i samspillet i økonomien som kan bidra til økt vekst og velferd. Imidlertid er også den offentlige sektoren avhengig av at det skapes verdier i næringslivet som kan holde inntektene oppe når oljevirkosomheten ikke lenger dominerer økonomien. Den konkurranseutsatte sektoren er sårbar. Det er store svingninger i inntektene og globaliseringen tiltar. Med den oljeavhengigheten norsk økonomi allerede har, tar vi en risiko dersom vi svekker grunnlaget for fastlandets næringsliv ytterligere. Det tilsier at veksten i utgiftene i

statsbudsjettet normalt ikke bør være større enn den trendmessige veksten i fastlandsøkonomien.

Utredningene foretatt av det såkalte «Moland-utvalget», viser at staten står overfor betydelige utfordringer når de store etterkrigskullene skal pensjoneres. De omstillingene som eldrebølgen vil innebære for statens finanser, vil melde seg med full styrke før det neste tiåret er omme. I budsjettet for 2000 er det gjort nye anslag for generasjonsregnskapet. De viser at overskuddet i offentlig forvaltning på varig basis måtte ha vært i størrelsesorden 5-20 milliarder kroner høyere enn i budsjettet for 2000 for å unngå økte skattebyrder for framtidige generasjoner.

Staten har nå store overskudd som følge av kontantstrømmen fra oljevirkksomheten. Denne kontantstrømmen reflekterer en omplassering av formue fra olje og gass til andre plasseringer. Samtidig er den samlede fremtidige kontantstrømmen, som utgjør statens del av oljeformuen, svært usikker. Oljeprisen svinger. Også utviklingen i produksjonen av olje og gass er svært usikker. Det fremgår av figur 2.28 i Nasjonalbudsjettet at det er om lag 10 prosent risiko for at oljeproduksjonen faller med 50 prosent eller mer i løpet av de neste ti årene. Mange husholdninger og bedrifter ville ha vært villige til å betale en betydelig forsikringspremie for å unngå en så stor risiko for inntektsbortfall.

Staten har også betydelig formue gjennom sitt eierskap i norske selskaper. Inntektene i mange av disse selskapene vil være avhengig av utviklingen i oljeprisen, enten direkte i selskaper tilknyttet oljevirkksomheten eller indirekte gjennom nivået på inntektene og etterspørselen i Norge.

Gjennom Petroleumsfondet vil staten etter hvert bygge opp en kilde til inntekter som ikke er avhengig av oljeprisen eller aktivitetsnivået innenlands. Det vil over tid gjøre statsfinansene mindre sårbare overfor svingningene i oljeprisen og oljeproduksjonen.

Statens petroleumsfond spiller en viktig rolle også for gjennomføringen av pengepolitikken. Gjennom fondet blir en stor del av statens valutainntekter fra olje og gass investert i utlandet. Ved at valutainntektene plasseres i utlandet, opprettholdes balansen i markedet for norske kroner.

Petroleumsfondet skal virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkksomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen primært resultere i endringer i avsetningene til fondet. Fordi Petroleumsfondet i sin helhet plasseres i utlandet, vil slike endringer i utgangspunktet ikke påvirke aktiviteten i økonomien.

Dersom kortsiktige svingninger i oljeinntektene imidlertid skulle bli tatt inn i økonomien gjennom finanspolitikken, kan valutakursen bli buffer i stedet for Petroleumsfondet.

Petroleumsfondet kan dempe gjennomslag fra oljeprisen til kronekursen. En vesentlig endring i oljeformuen kan imidlertid føre til at norske og utenlandske investorer flytter sine plasseringer fra eller til Norge fordi fremtidsutsiktene for norsk økonomi er endret. Slike portefølje-

skift påvirker kronekursen. En kan heller ikke se bort fra at husholdningene vil tilpasse sin sparerate til sparingen i offentlig sektor. Det betyr at etterspørselen innenlands endres. Selv om budsjettpolitikken ligger fast og den innenlandske anvendelsen av petroleumsinntektene er uendret på kort sikt, er det på denne bakgrunn vanskelig å unngå at store endringer i oljeprisen i noen grad slår inn i norsk økonomi gjennom endringer i kronekursen eller i husholdningenes etterspørsel. Slike prisendringer inntreffer imidlertid sjelden og burde ikke være til hinder for lange perioder med stabilitet i valutakursen.

### Den økonomiske utviklingen

Norsk økonomi har vært inne i en periode med høy vekst. Den gjennomsnittlige veksten i BNP for Fastlands-Norge fra og med 1993 til og med 1998 var på vel 3½ prosent. Sysselsettingen økte med over 240 000 personer i samme periode. En vesentlig del av denne veksten har vært drevet av innenlandsk etterspørsel. Veksten i etterspørselen var imidlertid høyere enn trendveksten i økonomien, slik at presset i økonomien gradvis økte. Det stadig strammere arbeidsmarkedet har bidratt til at Norge har hatt en høyere pris- og kostnadsvekst enn gjennomsnittet i Europa de seneste årene. Særlig som følge av inntektsoppgjøret i 1998 har vi gjennom de to siste årene samlet hatt en lønnsvekst på vel 10 prosent. De relative lønnskostnadene overfor handelspartnerne er nå tilbake om lag på samme nivå som i 1992. Siden 1994 har time-lønnskostnadene i Norge økt med over 6 prosent mer enn blant våre handelspartnere, uten at det ser ut til at dette reflekterte høyere vekst i produktiviteten.

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen bygger på en del sentrale forutsetninger om blant annet renten, valutakursen og finanspolitikken. Som en teknisk forutsetning antas det at pengemarkedsrentene følger markedets renteforventninger, representert ved terminrentene. Det er lagt til grunn en kronekurs på 8,30 per euro. Anslagene bygger også på en reell vekst i offentlige utgifter på om lag 2 prosent de neste to årene, det vil si omtrent på linje med trendveksten i BNP for Fastlands-Norge.

Norges Bank venter at lønns- og prisveksten etter hvert vil avta og komme ned mot den stigningstakten eurolandene sikter mot. Den sterke oppgangen Norge har hatt siden 1992, er nå blitt avløst av en periode med svakere vekst. Vi regner med at veksten i fastlandsøkonomien blir lavere enn trendveksten både i år og neste år, slik at presset blant annet i arbeidsmarkedet avtar noe. Det er trolig også nødvendig for at pris- og kostnadsveksten ikke skal bli høyere enn i Europa. Det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til de økonomiske utsiktene. Men utviklingen peker i retning av at veksten i fastlandsøkonomien i løpet av 2001 vil være på god vei tilbake mot trend. Dette er viktig å ha for øye ved innretningen av den økonomiske politikken.

### Statsbudsjettet for 2000

Forslaget til statsbudsjett for 2000 innebærer at finanspolitikken vil virke om lag nøytralt på samlet innenlandsk

etterspørsel, målt ved det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte underskuddet. Den underliggende realveksten i statsbudsjettets utgifter anslås til 2½ prosent i forhold til anslag på regnskap for 1999. Dette er noe høyere enn den trendmessige veksten i BNP for Fastlands-Norge, og det er betydelig høyere enn vekstanslaget for neste år. De budsjetterte utgiftene er 3½ prosent høyere enn i vedtatt budsjett for 1999.

Det fremgår av budsjettokumentene at det har funnet sted en betydelig glidning i statsbudsjettets utgifter gjennom inneværende år. Vedtatt budsjett for 1999 innebar en underliggende realvekst i statsbudsjettets utgifter på vel ½ prosent. Anslag på regnskap for 1999 viser en underliggende realvekst i statsbudsjettets utgifter på om lag 1½ prosent, hovedsakelig som følge av tilleggsbevilgninger i forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett. I gjennomsnitt er den underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter de siste fire årene blitt om lag 1¼ prosentpoeng høyere enn anslått i Nasjonalbudsjettet for det aktuelle budsjettåret.

Norges Bank vil peke på at en slik systematisk glidning i budsjettopplegget over tid kan reise spørsmålet om hvilken budsjettpolitikk som skal legges til grunn i utformingen av de øvrige delene av den økonomiske politikken og blant private aktører i økonomien. Norges Bank vil videre peke på at en tilsvarende glidning nå i første rekke ville påvirke etterspørselen i tjenesteytende næringer og i offentlig sektor, hvor presset allerede er høyt og potensialet for å øke sysselsettingen trolig er begrenset. Samtidig ville grunnlaget for ny vekst i det konkurranseutsatte næringslivet bli svekket.

Budsjettet for 2000 viser et generasjonsmessig underskudd på mellom 5 og 20 milliarder kroner. Bindingene som ligger i utgifter til Folketrygden og lovfestede rettigheter, gir et betydelig bidrag til den samlede utgiftsveksten. Det er vesentlig at disse ubalansene ikke festner seg over tid.

Over tid vil overskuddet i offentlig forvaltning i stor grad reflektere overskuddet på statsbudsjettet. Den olje- og aktivitetskorrigerte budsjettindikatoren vil derfor i hovedsak være en brukbar indikator også for offentlig forvaltning samlet. Derimot vil den samlede veksten i offentlige utgifter avhenge av opplegget for kommuneøkonomien, i tillegg til utgiftsveksten i statsbudsjettet.

Opplegget for kommuneøkonomien innebærer en reell økning i kommunenes inntekter på om lag ½ prosent, eller om lag 1,1 mrd. kroner, fra 1999 til 2000. Det er da tatt hensyn til at anslaget for kommunenes inntekter i 1999 er oppjustert med knapt 2 mrd. kroner etter at kommuneøkonomiproposisjonen ble lagt fram. Det er videre

lagt til grunn et samlet underskudd i kommunesektoren i 2000 på vel 3,2 mrd. kroner. Dette opplegget innebærer at utgiftsveksten i kommunene vil kunne bli vesentlig lavere enn den underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter. Det kan dermed ligge an til en underliggende vekst i de samlede utgiftene i offentlig forvaltning om lag på linje med den trendmessige veksten i fastlandsøkonomien, eller noe i underkant.

Også veksten i samlet offentlig forbruk har de siste årene vært høyere enn anslått på forhånd. Anslaget for veksten i offentlig konsum i 1999 er oppjustert fra 1,1 prosent i Nasjonalbudsjettet 1999 til 2,0 prosent nå, til tross for at det vedtatte budsjettet for 1999 innebar en lavere vekst enn lagt til grunn i det opprinnelige budsjettforslaget. I gjennomsnitt er veksten i offentlig konsum gjennom 1990-årene blitt om lag 1½ prosentpoeng høyere enn anslått i Nasjonalbudsjettet for det aktuelle budsjettåret. Dette har dels skyldtes endringer i statsbudsjettets utgifter og dels høyere inntekts- og utgiftsvekst i kommunesektoren enn forutsatt i budsjettopplegget.

Regjeringen foreslår en økning i enkelte avgifter, blant annet elektrisitetsavgiften, som samlet vil bidra til en økning i konsumprisveksten neste år med om lag ¼ prosentpoeng. En slik virkning av avgiftsøkninger kan betraktes som et enkeltstående tilfelle som ikke vil ha varige virkninger på pris- og kostnadsveksten i Norge. Norges Bank vil derfor normalt ikke ta hensyn til den direkte virkningen av slike avgiftsøkninger på prisnivået. Dersom myndighetene systematisk og over tid øker avgiftene mer enn prisveksten i økonomien, kan imidlertid dette bli bygget inn i publikums forventninger om den alminnelige prisstigningen. Norges Bank må i så fall ta hensyn til en slik tendens i sine anslag for prisutviklingen i årene framover. Det vil kunne ha konsekvenser for mulighetene til å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet og dermed også for utformingen av pengepolitikken.

Samlet synes Regjeringens budsjettforslag i hovedsak å være på linje med de forutsetningene som Norges Bank har bygget på i gjennomføringen av pengepolitikken. En sterkere stimulans fra finanspolitikken enn det budsjettforslaget legger opp til, vil forsterke presset i skjermede sektorer. En slik ytterligere stimulans vil derfor isolert sett kunne innebære at lønns- og prisveksten i økonomien ikke kommer ned mot europeisk nivå de nærmeste par årene. I gjennomføringen av pengepolitikken må Norges Bank, dersom det skulle bli aktuelt, ta hensyn til at en slik utvikling vil kunne true de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet.

Til departementets orientering oversender vi et eksemplar av notat 22.9.99 fra bankens juridiske avdeling sammen med noen supplerende kommentarer om de rettslige forhold omkring prising av bankens tjenester i kontant-håndteringen.

Gjennom det nevnte notatet fra Juridisk avdeling har Norges Bank foretatt en rettslig vurdering av bankens plikter etter sentralbankloven i forbindelse med håndte-

## **Norges Banks brev av 5. november 1999 til Finansdepartementet**

### ***Prising i kontanthåndteringen***

Vi viser til finansministerens brev 1.11.99 til stortingsrepresentant Terje Johansen om «gebyr på kontant betaling».

ring av sedler og mynt. Hvilke prisingsprinsipper som banken vil legge til grunn fremover innenfor denne rettslige ramme, er gjenstand for nærmere vurdering i bankens organer.

Et utgangspunkt for de rettslige vurderinger har vært at man ikke trenger spesielle holdepunkter i sentralbankloven for å kunne ta seg betalt for bankens tjenester. Det som trenger særlige holdepunkter, er at banken ikke kan prise den aktuelle tjeneste. Et utslag av dette syn er f.eks. at departementet i merknadene til § 14 om tvungent betalingsmiddel i lovproposisjonen s 92 uttaler:

«Departementet mener at det ikke er grunn til i loven å ta inn regler om kostnadene ved bankens forsendelse av sedler og mynter. En antar imidlertid at slike omkostninger bør dekkes av bankens kunder».

Hovedpunkter i bankens juridiske vurderinger slik de fremgår av notatet er ellers:

- Banken må etter sentralbankloven utstede og forsyne samfunnet med sedler og mynt i det omfang det er behov for det. Denne primære forsyningsplikten antas det at banken må oppfylle uten å kunne ta seg dekket for kostnadene ved produksjonen av sedler og mynt.
- Ombytte eller innløsning av defekte eller utgåtte sedler iht sentralbankloven §§ 14 og 15 må som utgangspunkt skje kostnadsfritt.
- For andre tjenester som banken yter i forbindelse med behandlingen og omfordelingen av sedler og mynt i samfunnet, kan banken som utgangspunkt ta seg betalt. Norges Bank har et ansvar for at det skjer en tilfredsstillende kvalitets- og ekthetskontroll av kontanter som er i omløp, men hvilke krav dette stiller til kontanthåndteringen er av utpreget skjønnsmessig karakter.
- Utviklingen internasjonalt mot mer prising av sentralbanktjenestene i kontanthåndteringen, er av direkte betydning også ved tolkningen av sentralbankloven.

På linje med dette kan man si at det er en ren sentralbankoppgave å sørge for produksjon av sedler og mynt, og eventuelt også å distribuere disse ut til bankens avdelinger. Det samme gjelder ren ombytting ved innløsning eller ved annen innlevering for destruksjon. Den mellomliggende behandling og omfordeling mellom bankene er mer vanlig næringsvirksomhet. Det er ikke tale om å ta seg betalt for eller å gebyrlegge kontantene som sådanne, men for tjenestene omkring distribusjonen. Prising av tjenestene bidrar til mer rasjonell bruk av tjenestene og samlet mer effektiv kontanthåndtering.

At Norges Banks sedler og mynter er tvungne betalingsmidler i Norge, betyr at debitor har rett til å betale med disse og at kreditor på sin side kan kreve kontant oppgjør med sedler og mynter. I praksis påberopes retten eller plikten til å gjøre opp med kontanter i stadig mindre utstrekning, og den kan også være bortfalt gjennom avtale, etablert praksis, handelsbruk eller annen sedvane. Sentralbankloven legger slik vi ser det ikke spesifikke føringer på prisingsspørsmålene i kontanthåndteringen ut

fra kontantenes funksjon som tvungent betalingsmiddel. I den forbindelse viser vi også til følgende uttalelse i merknadene til sentralbankloven § 14 i NOU 1983:39 s. 402:

«---Utviklingen har ført til at pengesedlenes betydning ved betalingsoppgjør er redusert i forhold til bankenes og postvesenets betalingsformidling. Verken gjeldende lov eller utvalgets lovutkast er til hinder for en fortsatt utbygging og eventuell rasjonalisering av betalingssystemet med den følge at pengesedler i større eller mindre grad blir gjort overflødige. Den eneste legale grense fremgår av utkastets § 13 første ledd om Norges Banks enerett til å utstede pengesedler».

## Vedlegg

### Notat 22.9.1999

#### Sedler og mynt - Norges Banks oppgaver - gratisnivå mv.

##### 1. Innledning

Vi viser til tidligere notater om Norges Banks oppgaver i kontantforsyningen, herunder spørsmål om gratisnivå. Norges Bank har tradisjonelt lagt til grunn at som et utgangspunkt antas vi å være rettslig forpliktet til å holde et gratisnivå når det gjelder utlevering av sedler og mynt.

Vi skal nedenfor først presentere de rettslige rammebetingelser knyttet til kontanthåndteringen. Deretter skal vi se nærmere på forhold rundt gratisnivå, herunder praksisen i de øvrige nordiske land og en fornyet rettslig vurdering av Norges Banks plikter i denne sammenheng.

##### 2. Rettslige forhold

###### 2.1. Sbl § 1 mv

Etter den alminnelige formåls- og virkeområdebestemmelsen i sentralbankloven (sbl) § 1 skal banken utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands mv. Den kan sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank.

Disse oppgavene er nærmere angitt i lovens kap III. Sbl § 13 omfatter utstedelse av sedler og mynter, og etter sbl § 14 fremgår hva som er tvungent betalingsmiddel. Tilbaketrekking av betalingsmiddel behandles i sbl § 15, og i sbl § 16 er det bestemmelser om utgivelse av jubileums- og minnemynter.

Bankens oppgaver vedrørende sedler og mynt er ikke begrenset til hva som er angitt i sbl kap III. Det vil si at banken også kan utføre andre oppgaver, så fremt disse ligger innenfor bestemmelsen i sbl § 1. Henvisningen til tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank gir rom for å legge vekt på utviklingen i andre sentralbanker. Det er heller ikke slik at banken selv må utføre alle de oppgaver som er angitt under, eller som er en forutsetning for bruken av betalingsmidler etter sbl kap III. Bankens overordnede oppgave er å sørge for at betalingssystemet innenlands fungerer effektivt. Det nærmere innhold av de enkelte bestemmelser gjennomgås kort nedenfor.



## 2.2. Utstedelse, produksjon og forsyning, sbl § 13

Selve utstedelsen av sedler og mynt kan ikke foretas av andre enn banken, jf også sbl § 1 hvor dette er uttrykkelig presisert. Utstederplikten og seddelmonopolet innebærer en primær forsyningsplikt for sentralbanken. Sentralbankloven og finanssystemet forutsetter at det utstedes sedler og mynter i det omfang det er behov for det, jf NOU 1983:39 s 243. Det er ingen begrensning i utstedelsesretten mht seddelmengden, jf Ot prp nr 25 (1984-85) s. 91.

Produksjonen av sedler og mynt foregår i Norges Bank, men en foreslått lovendring vil klargjøre at det ikke er noe i veien for at produksjonen foretas av andre på Norges Banks vegne, jf Ot prp nr 96 (1998-99).

Sentralbankens sekundære forsyningsplikt innebærer at Norges Bank skal påse at den utstedte seddel- og myntmengde i tilstrekkelig grad finnes tilgjengelig i samfunnet. Dette kan foretas gjennom systemer administrert av Norges Bank, men det er ikke nødvendig at Norges Bank utfører oppgaven selv. Det er tilstrekkelig at Norges Bank påser at det er tilfredsstillende systemer administrert av andre, for eksempel det private bankvesen.

Det er hittil lagt til grunn at det må være et gratisnivå for forsyningen, jf pkt 3 nedenfor.

## 2.3. Vekslingsplikt

Den primære forsyningsplikten i en monopolsituasjon innebærer også en vekslingsplikt, jf Per Christiansen i Norsk Pengerett s 203-204. Denneplikten gjelder ombytting av pengesedler og mynter til andre norske pengesedler og mynter av samme eller annen valør. Christiansen uttaler: «En må nok også si at det følger av det å drive bankvirksomhet at forretningsbanker og sparebanker ikke med rimelighet kan nekte å ombytte norske pengesedler og mynter med andre norske pengesedler og mynter av samme eller av annen valør... Også sentralbanken må sies å ha en slik ombyttingsplikt. Ombytting av pengesedler og mynter til andre pengesedler og mynter bør kunne skje i ethvert praktisk omfang i sentralbanken». Christiansen uttaler seg ikke om vederlag her, og det kan i det hele vanskelig utledes noe om manglende adgang til å kreve vederlag ut fra vekslingsplikten når det gjelder Norges Banks engrosfunksjoner overfor bankene.

## 2.4. Fornøyelse, sbl § 14

Etter sbl § 14 annet ledd er sterkt skadde sedler og mynter ikke tvungne betalingsmidler. Norges Bank har således en fornyelsesplikt til å holde en viss minste kvalitet på sedler og mynt i omløp. Dette innebærer en plikt til å motta sedler for destruksjon, men i utgangspunktet neppe noen plikt til selv å innhente sedler for destruksjon. Inngangen fra bankene vil kunne påvirkes gjennom prising eller andre tilbud til bankene. Fornøyelsesplikten innebærer ikke noen plikt til å foreta kvalitetssortering for bankene.

Destruksjonen kan også foretas av andre enn Norges Bank, men det forutsetter betryggende kontrollrutiner. Vi kjenner ikke til noen sentralbanker som ikke foretar destruksjonen selv.

Ved destruksjon vil fornyelsesplikten bety en plikt til kostnadsfritt å utlevere sedler og mynt av gangbar kvalitet til erstatning for det destruerte. Utleveringsplikten omfatter ikke plikt til å utlevere sedler av bedre kvalitet enn gangbar kvalitet. I den grad vi må foreta kvalitetssortering for bankene, kan vi ta betalt for dette.

## 2.5. Innløsning, sbl § 15

I sbl §15 andre ledd fremgår at Norges Bank har en innløsningsplikt innen ti år etter at seddel og mynt er satt ut av omløp. Norges Bank må tilrettelegge for at slik innløsning kan skje kostnadsfritt, enten gjennom private banker eller Norges Bank dersom det private bankvesen ikke har tilstrekkelige systemer.

## 2.6. Innskudd, sbl §§ 20 og 22 mv

Norges Bank har ikke plikt til å motta innskudd fra andre enn banker, jf sbl § 20. Norges Bank bestemmer vilkårene for innskudd. Banken har adgang til å motta innskudd fra andre i særlige tilfeller etter sbl § 22, eventuelt supplert av sbl § 1. Innskudd og uttak fra en konto kan gebyrlegges.

## 2.7. Effektive betalingssystem

Plikten til å fremme et effektivt betalingssystem inneholder elementer av de oppgaver som er nevnt ovenfor. Et annet forhold vil være ekthetskontroll av sedler. Av hensyn til tilliten til betalingssystemet, har Norges Bank også ansvar for å påse at det foreligger et system for å ha kontroll med og ta ut falske sedler og mynt, enten i Norges Bank eller i de private bankene. I tillegg kommer en del oppgaver som ligger utenfor området behandling av sedler og mynt.

Vi har neppe hjemmel til å kunne pålegge innlevering av sedler for ekthetskontroll, men vil kunne påvirke inngangen gjennom prisingen eller andre tilbud til bankene.

## 2.8. Tilknyttede tjenester

Norges Bank har anledning til å ta seg betalt for tilknyttede tjenester. Dette gjelder f eks sortering av sedler i ulike kvaliteter ved fornyelse, utlevering av pakket mynt etc.

## 3. Nærmere om gratisnivå

### 3.1. Innledning

Spørsmålet om plikten til å opprettholde et gratisnivå er ikke umiddelbart klart. Ingen sentrale rettskilder – som sentralbanklovens ordlyd eller lovens forarbeider – berører spørsmålet på noen måte som gir særlig veiledning om saken. Som nevnt foran gir sbl § 1 også rom for å legge vekt på utviklingen i andre sentralbanker. Løsningen beror derfor på et skjønn, som også kan gi rom for vesentlige hensiktsmessighetsvurderinger. For fremtiden kunne man tenke seg en klarere lovregulering av adgangen til å kreve vederlag, slik som delvis er gjort i Finland og Sverige.

Som bakgrunn for tolkingen av at det må være et gratisnivå, har Norges Bank lagt til grunn vår utstederrolle og forsyningsplikt i en monopolsituasjon.

Et annet moment er hensynet til kontantenes pålydende. Dersom utleveringen kan kostnadsbelegges, vil dette kunne anses som at de utleverte kontanter får mindre verdi enn pålydende. Hvis Norges Bank innfører en slik praksis, kan det også medføre at bankene vil følge opp med en tilsvarende praksis overfor publikum, hvor det blir ilagt gebyr for uttak av kontanter fra kasse.

Det er også klart at Norges Bank vil kunne ta seg betalt for særlige tjenester. Et kjernepunkt er hvor langt dette moment rekker i forhold til den primære forsyningsplikten. Et synspunkt kan være at denne plikten ikke går utover å forsyne samfunnet som helhet, og ikke legger bestemte begrensninger på prisnivå av bankens leveranser til de enkelte banker ut over ombytting i forbindelse med utgatte eller defekte sedler.

Det er ikke uvanlig at offentlige monopoler gebyrlegger sine tjenester. Det er noe uklart i hvilken grad dette kan skje ved utøvelse av offentlig myndighet i en monopolsituasjon. Men også her er det flere eksempler på prising av tjenester, f.eks ved utstedelse av pass og førerkort, og for de fleste typer rettsforretninger må det betales rettsgebyr. Vi legger for øvrig til grunn at avgjørelsen om prising av tjenester i kontantforsyningen som utgangspunkt må anses å være av forretningsmessig karakter, og ikke forvaltningsvedtak i forvaltningslovens forstand.

Det kan også tenkes at det foreligger en plikt til å prise noe utlevering av kontanter ut fra konkurranseregler. Dette kan i alle fall være tilfelle utenfor sentralbankenes monopolområde, for eksempel der sentralbankene driver kontanthåndtering som også drives eller kan drives av private aktører.

### 3.2. Gratisnivå i øvrige nordiske land

De nordiske land har forskjellige systemer for sin kontanthåndtering, og derfor ulik praksis når det gjelder gratisnivå.

Sverige hadde inntil nylig et gratisnivå på samme måte som i Norge. Etter organiseringen av det nye kontantforsyningsselskapet PSAB - som er et datterselskap av Sveriges Riksbank, og hvor distriktsavdelingene er innlemmet - er det innført prising på all kontantforsyning fra PSAB. Riksbankens primærforsyning skjer gratis til PSAB.

I Danmark er det bare primærforsyning av sedler og mynt som skjer i regi av Danmarks Nationalbank. Dette omfatter utstedelse av nye sedler og mynt, og mottak og utlevering i forbindelse med makulering. Denne primærforsyningen skjer gratis til egne depotbanker. Omfordelingen av sedler og mynt i omløp skjer i regi av depotbankene. Det er ikke noe gratisnivå i kontanthåndteringen mellom bankene.

Finland har et system med volumbasert prising, hvor prisen fastsettes med utgangspunkt i at sentralbanken skal betale for et visst antall behandlinger av sedler i omløp.

På Island tilbys et gratisnivå på linje med dagens system i Norge.

Med forbehold for kostnadene ved produksjonen av sedler og mynt og ved mottak og utlevering i forbindelse

med makulering, forstår vi det slik at verken Danmark, Finland eller Sverige anser at det ligger spesielle begrensninger på adgangen til å dekke kostnader gjennom prising av tjenester i kontantforsyningen. De grunnleggende regler i de nordiske sentralbanklovene om utgivelse og innløsning av sedler og mynt synes i hovedsak parallelle. Den finske sentralbankloven § 25 har en generell bestemmelse om at banken kan beregne «avgifter» for sine prestasjoner. Den svenske riksbankloven kap. 5 § 3 har en uttrykkelig bestemmelse om at riksbanken skal svare for landets forsyning med sedler og mynt, samtidig som kap. 8 om øvrige oppgaver § 5 bestemmer at banken kan mot betaling utføre tjenester som har tilknytning til bankens virksomhet som sentralbank. Oppfatningen i den islandske sentralbanken synes å ha vært på linje med den tradisjonelle norske med plikt til å holde et gratisnivå.

Praksis i sentralbankene utenom Norden synes å være svært varierende. I store kontinentale land som Tyskland og Frankrike er kontantforsyningen i stor grad gratis, mens land som England og Canada priser i vesentlig utstrekning.

### 3.3. Nærmere vurderinger

Norges Bank må som minimum etter sentralbankloven utstede og forsyne samfunnet med sedler og mynter i det omfang det er behov for det (den primære forsyningsplikten).

Denne forsyningsplikten antar vi banken må oppfylle uten å kunne ta seg dekket for kostnadene ved produksjonen av sedler og mynt. At sentralbanken forutsettes å skulle dekke produksjonskostnadene kan også sis å ligge i seignioragebegrepet, som tradisjonelt knytter seg til at sentralbanken tilfaller provenyet ved utstedelsen uttrykt gjennom differansen mellom pålydende og de samlede produksjonskostnader. Det samme synes også å følge motsetningsvis av § 16, som har en uttrykkelig hjemmel for at jubileums- og minnemynter kan besluttes satt i omløp til en kurs over pålydende verdi.

Innløsning av defekte og utgatte sedler iht §§ 14 og 15 må også som utgangspunkt skje kostnadsfritt.

Med de forbehold som er tatt ovenfor, og som må anses å følge av sentralbankloven, må Norges Bank på samme måte som andre offentlige myndigheter som yter en form for tjenesteyting overfor samfunnet, kunne kreve en kostnadsdekning, også i en monopolsituasjon. Her vil Norges Bank være i samme stilling som private aktører som kan utføre den samme tjenesten. Selv ikke der monopolsituasjonen forhindrer private aktører på samme marked, kan det være noe rettslig til hinder for at Norges Bank priser sine tjenester. En slags parallell til ordningen i Danmark og Sverige vil være at Norges Bank ikke tar seg betalt for transporten til distriktsavdelingene.

Ellers kan som nevnt tidligere kontantforsyningen i samfunnet foretas gjennom systemer administrert av Norges Bank, men det er ikke nødvendig at Norges Bank utfører oppgaven selv. Det er tilstrekkelig at Norges Bank påser at det er tilfredsstillende systemer administrert av andre, for eksempel det private bankvesen. På

samme måte gjelder at selv om Norges Bank har enerett til å utstede sedler og mynt, er det ikke nødvendigvis slik at Norges Bank selv må forstå produksjonen, noe som vil bli klarere etter den nylig foreslåtte lovendring.

Norges Bank har videre et ansvar for at det skjer en tilfredsstillende kvalitets- og ekthetskontroll. Men hvilke krav dette stiller til kontanthåndteringen er av utpreget skjønnsmessig karakter. Det vil i første rekke være opp til bankens egne vurderinger i hvilken grad banken skal påvirke slik kontroll gjennom prisingen eller andre tilbud til bankene.

Økt prising av utlevering av sedler og mynt fra Norges Bank vil kunne føre til tilsvarende prising av kontantuttak i banker. Et slikt forhold vil kunne bli oppfattet nega-

tivt hos publikum. Dette er et policyspørsmål snarere enn et rettslig spørsmål, og drøftes ikke videre i denne sammenheng.

### 3.4. Konklusjon

Norges Bank er ikke rettslig forpliktet til å tilby gratisnivå i kontanthåndteringen uten i forbindelse med ren ombytting ved innløsning eller innlevering for destruksjon. I hvilken grad vi ellers tar oss betalt for ytelser innen kontanthåndteringen, er i første rekke et hensiktsmessighetsspørsmål hvor blant annet spørsmålet om inn- gang av sedler og mynt for kvalitets- og ekthetskontroll kan tillegges vekt.

burde nedfelles i lov eller forskrift også for papirdokumentene.

- På s. 37 i høringsnotatet er det anført at generelle og nøytrale opplysninger om en bygning – for eksempel om byggematerialer, størrelse, rominndeling, grunnforhold osv. - vil falle utenfor den foreslåtte bestemmelse om unntak for dokumenter som vil lette straffbare handlinger. Det er også anført at detaljerte arkitekttegninger og lignende i utgangspunktet bør være gjenstand for offentlighet.

Norges Bank er ikke uten videre enig i departementets anførsler på dette punkt. Etter vårt syn vil kjennskap til detaljerte opplysninger om bygningsmaterialer (kvalitet på vegger, tak, gulv, vinduer, dører m.v.) og andre detaljerte egenskaper ved bygningen – og ikke minst detaljerte arkitekttegninger – på avgjørende måte kunne lette muligheten for innbrudd mot viktige og sterkt sikrede bygninger. Norges Bank mener derfor at slike opplysninger etter forholdene bør være unntatt fra offentlighet. Vi ber derfor om at lovforarbeidene blir nyansert på dette punkt.

## Norges Banks brev av 11. november 1999 til Justisdepartementet

### Høring - endringer i offentlighetsloven mm.

Vi viser til Justisdepartementets høringsbrev datert 09.08.99, vedlagt høringsnotat fra juli s.å.

Norges Bank slutter seg til de foreslåtte lovendringer på de områder som har relevans for sentralbanken. Dette omfatter lovforslagene under pkt. 2, 5, 7 og 8.

Hovedstyrets medlem Lars Velsand mener likevel søkerlister bør være offentlige.

Banken har for øvrig noen merknader til premissene for enkelte av bestemmelsene:

- På s. 7 i høringsnotatet er det drøftet om dokumentbegrepet knyttet til dokumenter som ikke består av papir, bør avgrenses til dokument som fremstår som en naturlig enhet. Vi er enig i forslaget om at en slik avgrensning blir foreslått og at den blir nedfelt i forskriften om offentlighetslovens anvendelse på EDB-materiale. Som anført på s. 37 i høringsnotatet kan også mange papirark sammen utgjøre ett dokument, og vi reiser spørsmål om en tilsvarende avgrensning (naturlig enhet)

## Norges Banks brev av 15. november 1999 til Justisdepartementet

### Revisjon av straffelovens bestemmelser om pengefalsk - kriminell aktivitet rettet mot elektroniske betalingssystemer

#### 1. Bakgrunn

Vi viser til vårt brev av 29.10.1998, der Norges Bank uttalte seg om spørsmål vedrørende revisjonen av kap. 17 i straffeloven. Det ble her varslet at man ville komme tilbake til spørsmålet om behovet for straffebestemmelser som kan bidra til å beskytte moderne betalingssystemer mot forfalskning og bedrageri. I forbindelse med en drøftelse av pengefalsk som samfunnstrussel i vår tid, reiste

vi spørsmålet om det er behov for å likestille med pengefalsk kriminalitet som rettes mot de deler av moderne betalingsformidling som utgjør den felles infrastruktur og vurdere behovet for parallelle straffebestemmelser.

Denne type lovbrudd vil være datakriminalitet i en eller annen form. Norges Bank har merket seg at kommisjonen i NOU 1992:23 Ny straffelov - alminnelige bestemmelser (s. 67-68) uttalte:

«Etter endringene i straffeloven ved lov 12. juni 1987 nr 54 (§§ 145, 151b, 261 og 270), antar kommisjonen at det foreløpig ikke er grunn til å gi flere straffebestemmelser anvendelse på datakriminalitet» (dvs. gjennom lovendringer, N.B.s merknad). Vi har derfor som utgangspunkt vurdert utstrekningen av strafferettslig vern av felles infrastruktur for moderne betalingssystemer ut

fra gjerningsbeskrivelsen i gjeldende straffebestemmelser, se oversikten i vedlegg 2.\*

Problemstillingen vil være om handlinger rettet mot elektroniske betalingssystem, som mht. skadeeffekt for tilliten til betalingsfunksjonen i samfunnsøkonomien er like farlige som pengefalsk i klassisk forstand, er kriminalisert og om strafferammene er adekvate.

Innledningsvis (i pkt. 2) skisseres hvilke former for kriminelle angrep og hvilke ledd i betalingssystemet gjennomgangen omfatter, for henholdsvis Norges Banks Oppgjørssystem og bankenes egne avregnings/betalings-systemer utenfor sentralbanken. Daglig brutto-omsetning i det norske betalingssystemet varierer mellom ca. 100 til 250 milliarder kroner.

## 2. Kriminelle angrep mot betalingssystemet

### *Norges Banks Oppgjørssystem*

Når det gjelder hvilke deler av betalingssystemet som i første rekke faller inn under vurderingen, viser vi til beskrivelsen i Betalingsformidling Rapport 1998 fra Norges Bank (mai 1999) kap. 2 Viktige hendelser i betalingsformidlingen innenlands (side 8 - 9), jf. vedlegg 1a (utdrag) og 1b (rapporten)\*. Figur 2.1 (side 8) gir en skissemessig, men helhetlig oversikt over betalingssystemet i Norge.

Det er fordringer i norske kroner som de såkalte «Nivå 1»-bankene har direkte mot Norges Bank i form av innskudd på sine foliokonti her, som i rettslig forstand kan sidestilles med fordringer i form av sedler utstedt av sentralbanken. Bankenes krav ut fra tilgodehavende på foliokonto kommer til uttrykk og behandles gjennom Norges Banks Oppgjørssystem, som er et system for elektronisk databehandling av transaksjonene mellom sentralbanken og «Nivå 1»-bankene. Det er etablert og drives av Norges Bank og befinner seg i sentralbanken.

For å systematisere gjennomgangen kan den kriminelle handling for det første (kategori 1, jf. vedlegg 2) beskrives som at noen skaffer seg adgang til Norges Banks Oppgjørssystem - dvs. ulovlig tilgang til datasystem eller beskyttelsesbrudd. Derved blir gjerningsmannen for det andre i stand til å begå skadeverk eller volde tap (men ikke gjennom «vinning», egen eller andres) (kategori 2). For det tredje kan den straffbare handling være manipulasjoner med transaksjoner eller konti, noe som innebærer at fordringer i norske kroner urettmessig overføres til annen kontohaver eller til utenforstående, dvs. databedrageri i vinnings hensikt (kategori 3). Fordringene kan eksistere i systemet allerede eller genereres av gjerningsmannen. - Det er sistnevnte handlingsalternativ som naturlig kan karakteriseres som databasert pengefalsk.

Skadeverk overfor sentralbankens oppgjørssystem uten vinnings hensikt kan i like stor grad som vinningsforbrytelser undergrave tilliten til betalingssystemet som helhet. Begge disse handlingskategoriene - databedrageri og skadeverk - bør med hensyn til skadepotensiale og straffeverdighet vurderes på linje med klassisk pengefalsk.

\*Vedlegget er ikke tatt med her.

Norges Bank har for øvrig ikke kjennskap til - nasjonalt eller internasjonalt - at det så langt har vært rapportert om kriminelle angrep mot datasystemer som omfatter bankers konti i sentralbanken. I samarbeid med bankene på «Nivå 1» har Norges Bank etablert sikrings- og kontrolltiltak som skal beskytte Norges Banks Oppgjørssystem mot beskyttelsesbrudd og manipulasjoner med konti eller transaksjoner. Uansett styrken og kvaliteten i datasikkerhetstiltak må imidlertid prinsippet være at slike forebyggende virkemidler ikke er argumenter mot å gi de interesser og samfunnsmessige funksjoner det aktuelle betalingssystem skal tjene et hensiktsmessig strafferettslig vern.

### *Bankenes egne avregningssystemer - NICS mv.*

Målet for den kriminelle aktiviteten kan her være bankenes felles system for såkalt interbankavregning og andre systemer for oppgjør av mindre transaksjoner som for eksempel giro og minibanktransaksjoner, jf. omtale i vedlegg 1a)\* side 8. Posisjoner mellom bankene som fremkommer gjennom disse systemene gjøres opp i NBO. De straffbare handlingene mot bankenes avregningssystemer vil være av prinsipielt samme art som i beskrivelsen ovenfor vedrørende NBO.

Et eksempel på kriminell aktivitet rettet mot bankenes betalingssystemer er saken om Bankenes Betalingssentral, jf. Rt. 1991 s. 532. De straffbare forhold gjaldt forsøk på databedrageri (strl. § 270, 1. ledd nr. 2) og dokumentfalsk (alternativet i strl. § 183) mht. ca 889 millioner kroner, begått av to ansatte i Bankenes Betalingssentral.

## 3. Vurdering av gjeldende straffebestemmelser

Norges Bank har i første rekke vurdert om relevante gjeldende straffebestemmelser dekker, og med tilstrekkelig styrke vil kunne forebygge, kriminell aktivitet rettet mot sentralbankens oppgjørssystem, jf. Høyesteretts utmålingspraksis ved pengefalsk som et sammenligningsgrunnlag.

Gjennomgangen av gjeldende straffebestemmelser (jf. vedl. 2)\* viser at

- 1) nåværende straffebud som kan anvendes på beskyttelsesbrudd, skadeverk eller vinningslovbrudd fanger opp de former for angrep som bør være kriminalisert,
- 2) for databedrageri overfor NBO og andre elektroniske betalingssystemer («elektronisk pengefalsk») kan det legges til grunn at domstolene har til rådighet strafferammer som i hovedsak kan sikre en straffeutmåling på linje med klassisk pengefalsk, men
- 3) ved straffbare handlinger som består i skadeverk rettet mot NBO og andre elektroniske betalingssystemer og som medfører omfattende forstyrrelser i landets betalingssystem, er det ikke etablert et strafferettslig vern på linje med andre samfunnsmessige funksjoner som energiforsyning, kringkasting, telekommunikasjon eller samferdsel.

Det kan etter vår mening vanskelig argumenteres for at denne forskjellen i strafferettslig vern er reelt begrunnet. Både i og utenfor krisetider må betalingssystemer som ledd i samfunnets økonomiske infrastruktur sies å være av like stor betydning som de områdene som bestemelsen i strl. § 151b gir et særskilt vern i dag ved særlig omfattende former for skadeverk.

Vurdert ut fra et sårbarhetssynspunkt og de hensyn som begrunnet lovendringen i strl. § 151 b i 1987, er det nødvendig også å trekke inn handlinger mot flere nivåer i betalingssystemet ved utformingen av en revidert straffebestemmelse. Formuleringene i strl. § 151b - «..omfattende forstyrrelse i den offentlige forvaltning eller i samfunnslivet for øvrig..» - viser at man ønsket å etablere et særskilt strafferettslig vern for sentrale samfunnsmessige funksjoner. Betalingsstrømmene i privat og offentlig økonomi går nettopp videre ut til foretak, publikum og offentlig sektor lokalt gjennom bankenes systemer på «Nivå 2». Et likeverdig strafferettslig vern for betalingsfunksjonen i forhold til de grove kriminelle angrep som § 151b omfatter, må således omfatte både Norges Banks Oppgjørssystem og de betalingssystemer bankene har på «Nivå 2».

I Ot.prp. nr. 96 (98-99) Om lov om betalingssystemer er det fremmet forslag for det første om at interbankssystemer (jf. definisjonen i utk. § 1-1) skal ha tillatelse av

Norges Bank og for det andre at systemer for betalingstjenester (def. i utk. § 1-1) skal ha meldeplikt til Kredittilsynet. Dersom det anses nødvendig at det i selve straffebudet klargjøres hvilke deler av landets betalingssystem handlingene må være rettet mot for å være straffbare etter § 151 b, kan det vises til de ledd i betalingssystemet som er meddelt konsesjon eller underkastet meldeplikt etter lov om betalingssystemer. Det er imidlertid mye som taler for at formuleringene som angir et av straffbarhetsvilkårene - «volder omfattende forstyrrelse i den offentlige forvaltning eller i samfunnslivet for øvrig..» - gjør det mindre påkrevet med en slik klargjøring. En lignende avklaring er ikke tatt med i bestemmelsen slik den i dag omfatter for eksempel kringkasting og telekommunikasjon.

Norges Bank ber på bakgrunn av dette om at Straffelovkommissjonen behandler følgende forslag til tilføyelse i straffelovens § 151b, 1. ledd (tilføyd tekst er understreket):

«Den som ved å ødelegge, skade eller sette ut av virksomhet informasjonssamling eller anlegg for energiforsyning, kringkasting, telekommunikasjon, betalingsoverføringer eller samferdsel volder omfattende forstyrrelse i den offentlige forvaltning eller i samfunnslivet for øvrig, straffes med fengsel inntil 10 år.»

## Norges Banks brev av 9. desember 1999 til Kredittilsynet

### Hybridinstrumenter som kjernekapital

Vi viser til Kredittilsynets brev av 17. og 25. november 1999 og ønsker å gi noen generelle kommentarer til spørsmålet om bruk av hybridinstrumenter som kjernekapital.

Vi vil innledningsvis understreke betydningen av at den enkelte bank har en forsvarlig kapitaldekning ut fra de risiki den står ovenfor. En finansinstitusjons reelle evne til å stå i mot tap uten at driften opphører, vil være sterkt avhengig av sammensetningen av den ansvarlige kapitalen. Det viktigste elementet i en kvalitetsmessig god sammensetning av ansvarlig kapital, er en høy andel kjernekapital. Denne kapitalen skal ha prioritet etter alle andre krav mot finansinstitusjonen og skal kunne benyttes til å dekke tap uten at finansinstitusjonen må avvikles. Kjernekapitalen bør etter vår vurdering i hovedsak bestå av aksjekapital/grunnfondsbeviskapital og fondsavsetninger (tilbakeholdt overskudd). Relativt høy egenkapital i form av aksjekapital og tilbakeholdt overskudd vil legge grunnlaget for utøvelse av eierkontroll, og gi den enkelte bank en større buffer i forhold til de tiltak regelverket krever ved nedskrivning av aksjekapital. Norges Bank mener derfor at en i utgangspunktet bør være tilbakeholden med å åpne for andre former for kjernekapital som ikke har samme kvalitet og egenskaper som aksjekapital, noe vi også tidligere har gitt uttrykk for bl.a. i vårt brev av 13. mai 1998.

Finansdepartementet og Kredittilsynet har tidligere gitt uttrykk for at Norge ikke bør foreta noen oppmyking før det foreligger tungtveiende konkurransemessige grunner. Norges Bank er enig i dette, og legger til grunn at en bør søke å få en best mulig oversikt over hvordan andre land har forholdt seg til de anbefalte retningslinjene fra Baselkomiteen. Vi er tidligere gjort kjent med at England og Sverige har fastsatt regler om bruk av hybridinstrumenter, og at Danmark foreløpig har gitt inntrykk av at de fortsatt vil ha en restriktiv holdning. De mottatte oversiktene over bruk av hybridinstrumenter internasjonalt inneholder lite informasjon om instrumentenes egenskaper og kvalitet, og synes ikke å være tilstrekkelige til å kunne danne seg et godt bilde av hvordan reguleringen er i andre land. Vi finner det derfor vanskelig å ha noen klar oppfatning av om gjeldende praksis i land det er naturlig å sammenligne seg med, kan innebære konkurransemessige ulemper av betydning for norske banker.

Sett fra eiernes side vil utstedelse av hybridinstrumenter isolert sett være attraktivt ved at denne form for kapital har et noe lavere krav til avkastning på grunn av sin prioritetsmessige stilling i forhold til ordinær aksjekapital. Dersom kapitalen betraktes som gjeld i skattemessig forstand vil dette gi økte incitamenter til å utstede slike instrumenter. Dersom hybridkapital kommer som erstatning for ekte kjernekapital, kan imidlertid dette få negativ betydning for ratingen og dermed bankens innlånskostnader knyttet til sertifikat, obligasjons- og interbankgjeld. Virkningen på bankens inntjening er dermed ikke entydig, men vil avhenge av bankens kapitaldekning på

utstedelsestidspunktet og under instrumentets levetid. For banker med relativt god soliditet er trolig virkningen på bankens inntjening positiv, noe som vil lede til en positiv effekt på aksjekursen.

Det er i første rekke de store internasjonalt orienterte bankene som har vært aktive i utleggelse av såkalte hybridinstrumenter. For norske banker vil det trolig i første rekke være de største norske forretningsbankene som vil ønske å utnytte denne kilden til ny kjernekapital.

Sett fra myndighetenes side vil det måtte legges avgjørende vekt på kapitalens reelle tapsabsorberende evne i vurderingen av hvorvidt en skal åpne for å godkjenne denne type av kapital som kjernekapital. Hybridinstrumenter i form av såkalte Perpetual Capital Securities/-fundsobligasjoner er som regel kjennetegnet ved at de har prioritet foran aksjekapital (ved utbytte/rentebetaling og i en avviklingssituasjon), og at de kun vil ta tap etter at all eller en vesentlig del av aksjekapitalen og tilhørende fonds har gått tapt. For å sikre fortsatt drift vil banken i en slik situasjon måtte ha tilførsel av ny aksjekapital. Fundsobligasjonskapitalen vil således i praksis kunne vise seg å være lite tapsutsatt i de situasjoner hvor driften skal videreføres. En åpenbar svakhet ved de skis-

serte hybridinstrumentene er vilkårene om betinget nedskrivning. Dette forholdet kan i en refinansieringssituasjon kunne utgjøre en avgjørende hindring for muligheten for å få tilført ny egenkapital til banken, og dermed unngå at banken settes under offentlig administrasjon med de systemmessige implikasjoner dette vil gi.

I vårt brev av 13. mai 1998 foreslo vi i den konkrete saken at en stiller som krav at fondskapitalen skal begynne å ta tap før bankens kjernekapitaldekning er kommet ned i minstekravet på 4 %, f.eks. ved en kjernekapitaldekning på 5-6 %. Norges Bank har tidligere gitt uttrykk for at en adgang til senere oppskrivning ikke er forenlig med de krav som bør stilles til kjernekapital, og at en nedskrivning bør skje med endelig virkning. Krav om endelig nedskrivning av hybridkapitalen i forbindelse med refinansiering av institusjonen kan kombineres med en rettighet til investorene til å konvertere den resterende hybridkapitalen etter nedskrivning til aksjekapital. Med slike vilkår vil det være enklere å få realisert en rask rekapitalisering av institusjonen. For øvrig må kapitalen tilfredsstille de øvrige vilkår som stilles i henhold til forskriften om ansvarlig kapital for at den skal kunne godkjennes som kjernekapital.

## **Norges Banks brev av 17. desember 1999 til Finansdepartementet**

### *Norges Banks arbeid med å forebygge finansielle kriser. Oppfølging av Stortingets behandling av Smith-kommisjonens rapport*

#### **Bakgrunn**

Stortinget nedsatte i 1997 en granskningskommisjon til å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen. Kommisjonen la fram sin rapport sommeren 1998. Kommisjonen gir en bred drøfting av oppgave- og ansvarsfordelingen mellom de berørte myndigheter - Finansdepartementet, Kredittilsynet og Norges Bank - i arbeidet med å forebygge bankkriser.

Stortinget behandlet rapporten våren 1999. I Innst. S. nr. 141. uttaler kontroll- og konstitusjonskomiteen om offentlig tilsyn og systemansvar:

«Komiteen viser til at særlig viktig når det gjelder systemansvaret er hvem som har ansvaret for å følge sentrale utviklingstrekk i finansnæringen og i den nasjonale økonomi som denne næringen er en viktig del av, varsle om uheldige virkninger av den økonomiske politikken eller andre forhold og iverksette preventive eller opprettende tiltak. Komiteen viser til at i praksis har mange organer - bl.a regjeringen og Finansdepartementet, Norges Bank og Kredittilsynet - vært involvert i disse oppgavene, slik at en viktig side av systemansvaret knytter seg til koordineringen av disse organenes virksomhet. Komiteen vil i denne sammenheng vise til sine merknader i innstillingens del 5.

Komiteen viser til at virksomheten til de nevnte etater er underlagt en rekke sentrale lover, særlig sentralbanklo-

ven som regulerer ansvaret og myndighet mellom Norges Bank og de politisk ansvarlige myndigheter. Komiteen viser til at ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fremtrer som nokså klart, men registrerer at debatten om Norges Banks rolle viser at regelverket er mindre klart enn hensynet til klare ansvarsforhold tilsier.

Komiteen vil understreke at Finansdepartementet har en nøkkelrolle også når det gjelder ansvaret for å overvåke og varsle om følgene av den økonomiske politikken. Komiteen viser til at under arbeidet med disse oppgavene må departementet bl.a trekke optimal nytte av informasjon og råd fra Kredittilsynet og Norges Bank».

Om fremtidig kriseforebyggelse og krisehåndtering uttaler komiteen:

«Komiteen er enig med kommisjonen i at det er viktig å skape og bevare klarhet om det rettslige og politiske ansvaret for å følge med og om nødvendig varsle om eventuelle faresignaler. Dette ansvaret er i dag fordelt mellom Finansdepartementet, Kredittilsynet og Norges Bank, og slik bør det etter komiteens mening også forbli i fremtiden. Komiteen vil i denne sammenheng understreke viktigheten av at systemansvaret blir fordelt på en slik måte at råd og advarsler kan fremkomme i tide, uavhengig av utenforliggende forhold».

Stortingets behandling av kommisjonens innstilling gir således ingen nye og mer presise anvisninger for Norges Banks forebyggende arbeid i forhold til finansiell stabilitet generelt.

I Kredittmeldingen 1998 omtales blant annet organiseringen av tilsynsvirksomheten for finansmarkedet der hovedvekten er lagt på forholdet mellom Kredittilsynet og Finansdepartementet. Norges Banks oppgaver og ansvar i denne sammenheng er i liten grad omtalt.

I lys av dette ønsker Norges Bank å redegjøre for sitt syn på oppgave- og ansvarsfordelingen i forhold til andre myndigheter på dette felt og for Norges Banks arbeid med å overvåke og sikre stabiliteten i det finansielle systemet.

### Nærmere om oppgave- og ansvarsfordelingen i det forebyggende arbeidet

Norges Banks oppgaver og ansvar på området finansiell stabilitet er forankret i sentralbanklovens § 1 der det heter at banken skal:

*«... fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene»*

og i sentralbanklovens § 3:

*«...Banken skal underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken.*

*Banken skal informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene.»*

Sentralbanker har tradisjonelt hatt et systemansvar. Det skyldes at kriser i bank- og finanssystemene er monetære fenomen, nært knyttet til endringer i verdiene av finansielle aktiva, renter og valutakurs. Det skyldes dessuten sentralbankens rolle som «lender of last resort». Sentralbankens utøvelse av pengepolitikken gir banken et eget utgangspunkt for å vurdere og varsle om faktorer som kan true den finansielle stabiliteten.

Norges Bank har et ansvar for å bidra til robuste og effektive finansmarkeder og betalingssystemer, dvs bidra til finansiell stabilitet. Skulle det oppstå en situasjon der selve det finansielle systemet er truet, vil Norges Bank, i samråd med andre myndigheter, vurdere behovet for, og om nødvendig iverksette, tiltak som kan bidra til å befeste tilliten til det finansielle systemet.

Både i det løpende overvåkingsarbeidet og i forståelsen av ansvarsforholdene er det i dag en viss overlapping i forhold til Kredittilsynet både på mikro- og makroplan. Kredittilsynet bruker for eksempel også noe ressurser på å vurdere systemrisikoen. Norges Bank har et nært og godt samarbeid med Kredittilsynet med blant annet hyppig utveksling av informasjon. Det foreligger en egen avtale som i noen grad regulerer informasjonsutvekslingen. I motsetning til enkelte andre land legger ikke lovgivningen som regulerer tilsynsvirksomheten i Norge noen begrensninger på adgangen til å dele informasjon med sentralbanken.

I det etterfølgende redegjøres det nærmere for hvordan Norges Bank har innrettet sitt overvåkingsarbeid med

sikte på å kunne si fra om eventuelle systemproblemer og for øvrig arbeid med sikte på å forebygge kriser i det finansielle system. Uansett hvor mye man trapper opp overvåkingen og det forebyggende arbeidet er det likevel sannsynlig at finansielle kriser vil gjenta seg. I løpet av de siste 20 årene har ¾ av IMF's medlemsland vært gjennom en bankkrise. Det er derfor nødvendig at vi også har rutiner og beredskapsopplegg for å håndtere krisesituasjoner på en måte som begrenser skadevirkningene og reduserer faren for gjentak.

### Dagens forebyggende arbeid i Norges Bank

Det løpende forebyggende arbeidet som utføres i Norges Bank kan deles i tre:

1. Løpende overvåking av faktorer som har betydning for den finansielle stabilitet. Dette arbeidet dokumenteres i halvårsrapportene om finansiell stabilitet som meddeles og drøftes med Kredittilsynet og Finansdepartementet.
2. Arbeidet for å redusere risikoen i betalingssystemene og gjøre systemene mer robuste.
3. Vurdere virkningen av pengepolitikken og den øvrige økonomiske politikk på den finansielle stabilitet.

### Overvåking

Norges Bank har trappet opp den løpende overvåking av finansiell sektor betydelig siden bankkrisen. Overvåkingen består i å følge situasjonen i finansinstitusjonene og -markedene og analysere sammenhengen mellom den makroøkonomiske utviklingen og situasjonen i finansinstitusjonene.

Den viktigste avrapportering skjer i de halvårslige rapportene om finansiell stabilitet (Finansielt Utsyn). Erfaringene har vist at det ikke er tilstrekkelig å følge banker og andre finansinstitusjoners inntjening og kapitaldekning. Også utviklingen i andre markeder bør følges, og analyser av samspillet mellom realsiden og finanssiden i økonomien har fått høy prioritet i vårt arbeid. På denne måten får vi et bedre grunnlag for å vurdere fremtidig utvikling innen finanssektoren. Formålet med Finansielt Utsyn er å benytte de makroøkonomiske prognoser som utarbeides i banken i andre sammenhenger i vurderingen av den fremtidige utviklingen i finansinstitusjonene. I Finansielt Utsyn presenteres en samlet vurdering av hvordan blant annet konjunkturelle forhold, forhold i kredittmarkedene, eiendomsmarkedene og verdipapirmarkedene, gjeldsbelastningen og den finansielle stillingen til husholdninger og foretak, samt konkurranse-situasjonen i finansiell sektor virker inn på robustheten til sektoren.

Overvåkingen av internasjonale forhold er trappet opp de siste årene. De nasjonale finansmarkedene er blitt mer integrert med hverandre og vi får stadig nye eksempler på hvor raskt uro sprer seg mellom land. Verdipapirmarkedene er en viktig kanal for spredning av uro. I den internasjonale analysen legger vi derfor stor vekt på utviklingen i verdipapirmarkedene. I forlengelsen av dette har vi også trappet opp analysen av de norske ver-

dipapirmarkedene og deres betydning for finansiell stabilitet.

De viktigste kildene for informasjon om og analyser av internasjonal spredning av finansuro er i første rekke IMF, men også BIS og OECD gjør nyttig arbeid på dette området. De senere års finansuro har ført til en omfattende debatt internasjonalt om hvordan man skal redusere faren for finansielle kriser i fremtiden og, dersom de likevel oppstår, hvordan man skal håndtere dem på en bedre måte. Denne diskusjonen om ny internasjonal finansiell arkitektur skjer i stor grad i regi av IMF. Norges Bank deltar i denne diskusjonen gjennom vår sekretariatsfunksjon for det norske IMF-arbeidet. I den løpende overvåkingen av internasjonale forhold har vi stor nytte av vår gode kontakt med og den gode tilgang på informasjon fra alle de tre institusjonene.

Av innenlandske risikofaktorer legger vi spesiell vekt på å analysere kredittrisikoen i bankene, da denne form for risiko utgjør en vesentlig del av samlet risiko i bankene. Med kredittisiko mener vi risikoen for at en låntager ikke har vilje eller evne til å betale fremtidige renter og avdrag på sine lån. Selv om viljen til å dekke forpliktelsene nok varierer, har vi konsentrert vår analyse om evnen til å betjene gjelden. For å analysere kredittrisikoen forbundet med lån til foretakssektoren bruker vi dels mikrodata og dels aggregerte data fra nasjonalregnskapet. Uavhengig av kilde, er våre analyser konsentrert om foretakets inntjening. Den finansielle utsattheten i husholdningene er imidlertid også viktig å følge. For det første er husholdningenes andel av samlede utlån større enn foretakenes. Det er dessuten vekselvirkninger mellom den finansielle stilling i husholdningene og i foretakene.

Vi overvåker også likviditetsrisikoen til bankene og markedsrisikoen knyttet til deres verdipapirporteføljer. Likviditetsrisikoen knyttet til bankenes finansieringsstruktur, herunder finansiering fra utenlandske kilder, er svært viktig. Markedsrisiko benyttes ofte som en samlebetegnelse for flere risikotyper, og omfatter risikoen for tap på poster på og utenom balansen som følge av endringer i markedspriser – herunder renter, valutakurser og egenkapitalverdier.

I analysen av finansinstitusjonene er det først og fremst situasjonen i banksektoren og sentrale grupper av institusjoner som vurderes. Dette følger av at vårt ansvar for finansiell stabilitet er et ansvar for systemet og ikke et ansvar for enkeltinstitusjoner. Det er Kredittilsynet som har ansvaret for å følge den løpende utviklingen i den enkelte finansinstitusjon. Egne analyser av de største enkeltinstitusjonene er likevel nødvendig fordi Norges Bank har et stort økonomisk mellomværende med bankene. Analysen kan dessuten styrke vår forståelse av makrobildet. Eventuelle problemer i en eller flere av disse institusjonene vil i tillegg kunne få alvorlige systemvirkninger.

Norges Bank avholder faste møter med ledelsen i de største bankene med sikte på å få førstehåndsinformasjon om utviklingen i bankene og deres planer for fremtiden.

## Betalings- og oppgjørssystemer

Finansiell uro sprer seg gjennom betalings- og oppgjørssystemene. Systemene kan også være opphav til risiko ved at banker godskriver kunder før de har fått oppgjør fra betalende bank. Et viktig ledd i arbeidet med å forebygge finansiell ustabilitet er derfor å gjøre disse systemene mer robuste. Samtidig skal de være mest mulig effektive. Både økt robusthet og effektivitet skal skje til lavest mulig kostnader.

Det er gjort betydelige fremskritt når det gjelder å redusere faren for at problemer i en institusjon eller et delmarked skal spre seg til de øvrige banker og finansmarkeder gjennom betalingssystemene. Etter etableringen av Norges Banks oppgjørssystem (NBO) skjer oppgjør av bankers mellomværende nå for en stor del kontinuerlig gjennom dagen. De største interbankbetalinger blir gjennomført enkeltvis og fortløpende (bruttooppgjør), mens oppgjør på basis av avregning mellom bankene (nettoppgjør) til dels blir gjennomført oftere enn tidligere. Før oppgjøret utføres blir det foretatt kontroll av om bankene har tilstrekkelig dekning på konto i Norges Bank. Ved manglende dekning vil oppgjør bli utsatt og etterfølgende betalinger vil bli lagt i kø. Innføring av sikkerheter for bankenes lån i Norges Bank har redusert vår egen eksponering og samtidig økt aktørenes insentiver til å overvåke hverandre.

Samtidig har omfanget av betalingstransaksjoner økt betraktelig slik at muligheten for spredning av problemer mellom institusjoner og mellom markeder gjennom betalingssystemet fortsatt er tilstede. Det er viktig å sørge for at banken har sikre og effektive oppgjørssystemer og å bidra til at også bankenes avregnings- og oppgjørssystemer er sikre og effektive. Internasjonalisering og globalisering vil medføre mer omfattende krav til sikkerhet/robusthet, fleksibilitet og effektivitet i oppgjørssystemene. Det blir stadig viktigere at våre oppgjørssystemer får internasjonal tilknytning.

## Forholdet til pengepolitikken

Målet om finansiell stabilitet står i et gjensidig avhengighetsforhold til målet om stabilitet i priser og valutakurs. Erfaringene har vist hvordan monetær ustabilitet kan bidra til å forstyrre den finansielle stabiliteten, mens ustabilitet i det finansielle system gjør utformingen og gjennomføringen av penge- og valutapolitikken vanskelig. Banken vil unngå brå kast i rentesettingen. Det vil også redusere muligheten for en gjeldsoppbygging som svekker robustheten i det finansielle systemet. Finansielle indikatorer er et fast tema i den månedlige virkemiddelvurderingen.

## Konklusjon

En sentral oppgave for Norges Bank er å bidra til et robust og effektivt finansielt system. Som fremholdt utøves dette systemansvaret særlig ved å overvåke og varsle om forhold som kan true den finansielle stabiliteten og om nødvendig og i samråd med andre myndigheter gjennomføre eller foreslå tiltak som kan redusere faren for systemproblemer.



## Norges Banks brev av 12. januar 2000 til Finansdepartementet

### *Høringsuttalelse til forslag om særskilte skatteregler for lån av finansielle instrumenter*

Finansdepartementet har i brev av 13. september 1999 bedt om Norges Banks uttalelse til et forslag om særskilte skatteregler for lån av finansielle instrumenter. Saken ble behandlet i Hovedstyret 12. januar 2000.

Norges Bank vil i første rekke understreke det generelle behovet for skatteregler som ikke legger hindringer for lån av finansielle instrumenter. Utover dette stiller vi spørsmål ved enkelte sider ved forslaget fra Advokatfirmaet Arthur Andersen & Co ANS (AAA), som virker unødvendig komplisert på grunn av alle private særinteresser forslaget søker å imøtekomme.

#### **Det generelle behovet for regler**

Et velfungerende lånemarked for finansielle instrumenter kan bidra til bedre prisdannelse gjennom økt transaksjonsomfang og derav økt likviditet. Aktører som låner instrumenter for å selge dem videre (mangelsalg), bidrar til bedre prisdannelse og likviditet. Effektive lånemuligheter øker også sannsynligheten for at alle handler kan gjennomføres. Videre gir en effektiv låneordning investorene mulighet for mer effektiv porteføljeforvaltning ved at disse, med svært begrenset risiko, gjennom utlån kan oppnå en tilleggsavkastning på porteføljen.

Etter gjeldende regelverk vil utlån av finansielle instrumenter resultere i at urealiserte kursgevinster/-tap må tas til henholdsvis beskatning og fradrag i utlåners alminnelige inntekt. I rente- og valutamarkedene er det mange aktører som gjør mange kortsiktige handler. Det er derfor lite sannsynlig at skattereglene har vært til særlig hinder for utlån i disse markedene. Den forserte beskatningen har imidlertid lagt en demper på utlån av aksjer.

Skattereglenes beskjedne påvirkning i rente- og valutamarkedene tyder på at forslaget fra AAA vil ha liten innvirkning i forhold til spekulasjon i disse markedene. I aksjemarkedet kan endrede skatteregler føre til økt mangelsalg som kanskje kan forsterke tendensen i et nedadgående marked. Sannsynligheten for en slik utvikling reduseres ved at det i Norge kun er lov å foreta mangelsalg i et stigende marked. Kursen skal være høyere eller lik siste offisielle omsetningskurs.

#### **Reglenes betydning for verdipapiroppkjøret**

Verdipapirforetakene inngår sammen med banker og enkelte kredittforetak i verdipapiroppkjørssystemet. Hvis en deltaker ikke har dekning for de verdipapirer som skal leveres, vil handelen ikke kunne gjennomføres og man sier at «handelen faller». Andelen handler som ikke kommer til oppgjør i det norske verdipapiroppkjøret har vært blant de høyeste i Europa. Dette har bidratt til å svekke aktørenes tillit og interesse for å investere i det norske markedet. Videre vil en stor andel handler som ikke kan gjøres opp øke uberegneligheten i verdipapiroppkjøret. Aktører som har forventet å kunne benytte

penger fra salg av store poster, som er basert på delleveranser fra andre, vil kunne komme i en vanskelig likviditetssituasjon. Dette vil øke sannsynligheten for at oppkjøret ikke kan gjennomføres på grunn av manglende pengedekning hos en eller flere av deltakerne.

VPS har utviklet en ny oppgjørsprosedyre basert på lineær programmering som har bidratt til å øke antallet gjennomførte handler. Det er imidlertid ønskelig med ytterligere reduksjoner slik at oppkjøret kan gjennomføres med størst mulig grad av sikkerhet. Dette er en forutsetning for at det norske verdipapiroppkjøret skal ha muligheter til å hevde seg i den internasjonale konkurransen.

Verdipapirsentralen har sammen med Norsk Oppgjørsentral utviklet en automatisk låneordning som ble iverksatt 3. september 1999. Deltakere i verdipapiroppkjøret kan være med i ordningen. Ved manglende verdipapirdekning vil det automatisk opprettes et innlån av verdipapirer på vegne av deltakeren. Ordningen er basert på at det finnes aktører som slutter seg til ordningen som mulige utlånere av verdipapirer. Lovverket setter imidlertid beskrankninger som gjør dette vanskelig. For det første regnes utlån etter dagens skattelov som realisasjon. Utlåner må derfor skatte av eventuell verdistigning på utlånstidspunktet. For det andre er lov om verdipapirfond blitt tolket slik at fond som omfattes av loven, ikke har anledning til å låne ut verdipapirer. Norges Bank vil fremheve betydningen av raskt å få foretatt de nødvendige endringer i lovverket. Norges Bank ønsker et regelverk som ikke behandler utlån som realisasjon. Det er viktigere å få på plass en slik ordning enn å ivareta særskilte behov som utlån over utbyttedato og årsskifter.

#### *Merknader til enkelte deler av forslaget*

Norges Bank vil generelt bemerke at forslaget er vanskelig tilgjengelig uten særskilt skattejuridisk kompetanse. Følgende merknader er knyttet til forhold som ved gjennomlesning synes å ha behov for en nærmere avklaring.

#### *Hvilke instrumenter skal omfattes*

I brevet fra Finansdepartementet synes det å være lagt til grunn at ordningen skal gjelde alle finansielle instrumenter. AAA foreslår å begrense ordningen til norske aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner registrert i VPS, utenlandske børsnoterte aksjer og obligasjoner, derivater på slike verdipapirer samt verdipapirfondsandeler. Norges Bank vil bemerke at alle finansielle instrumenter i utgangspunktet bør behandles likt. På den annen side er behovet for lån av andre instrumenter neppe særlig stort.

#### *RISK-justering ved lån over et årsskifte*

Norges Bank er enige i at det, for å unngå misbruk, er behov for lånerisk dersom lån av aksjer skal gå over årsskifter. AAA gjør oppmerksom på at ordningen kan misbrukes. Norges Bank anser det som et mindre problem om skattelovgivningen av provenyehensyn unnlater å legge til rette for lån over årsskifter.

### *Utbyttekompensasjon og godtgjørelse*

Etter forslaget til AAA vil både utlåner (opprinnelig eier) og den som faktisk sitter på aksjene få godtgjørelse i utlignet skatt på grunnlag av de samme aksjene. Så langt vi kan se vil dette gi staten redusert skatteproveny. Vi anser det også i dette tilfelle å være av mindre betydning om skattelovgivningen ikke legger til rette for utlån av aksjer over selskapsbegivenheter som for eksempel utbyttedato.

Norges Bank har ikke vurdert de øvrige bestemmelsene i forslaget

### **Alternative regler**

Norges Bank vil generelt bemerke at forslaget fra AAA virker komplisert. En viktig årsak til dette er at AAA har tatt utgangspunkt i at det er uheldig å lage et regelverk som begrenser mulighetene for utlån over årsskifter og selskapsbegivenheter.

Etter det Norges Bank kjenner til vil de fleste obligasjonslån bare vare over natten. Videre vil utlån av aksjer for inndekning av manglende verdipapirer i verdipapir-oppkjøret normalt være av kort varighet, 1-10 dager. I tillegg er det vanlig med betydelig låneaktivitet i forbindelse med utbyttebetalinger. Dette skyldes hovedsakelig regelverksarbitrasje, hvor innlåner er i en gunstigere skatteposisjon for utbytte enn utlåner. Slike lån strekker seg vanligvis over flere måneder fordi innlånerne vil være tidlig ute for å sikre seg lån over utbyttedatoene.

I tillegg er det aktører som spekulerer i å selge papirer de ikke har, fordi de forventer en kursnedgang. For å gjennomføre dette låner de papirer, og avtaler å levere dem tilbake på et senere tidspunkt. Dagens norske skatteregler gjør at det er få norske utlånere i dette markedet. Norges Bank ser ikke noe prinsipielt galt i at norske utlånere som følge av de foreslåtte endringene i skattereglene, eventuelt medvirker til slik handel i større grad enn i dag. Det er imidlertid grunn til å spørre om det er

nødvendig å lage særskilte skatteregler for at det også kan skje over årsskifter og selskapsbegivenheter.

Norges Bank gjør oppmerksom på at den automatiske låneordningen i VPO er sperret over årsskifter og selskapsbegivenheter. Etter det Norges Bank erfarer skaper dette ikke problemer for verdipapiroppkjøret.

Norges Bank vil på bakgrunn av dette og merknadene over, bemerke at et alternativ til reglene med lånerisk er å ikke legge til rette for utlån av aksjer over årsskifter. Parter som ønsker å opprettholde et utlån over årsskifter, kan dele utlånsperioden i to (før og etter årsskiftet). RISK-justeringen vil da skje på utlåners hånd som eier og innehaver over årsskiftet.

Norges Bank vil videre bemerke at et alternativ til AAA's forslag om skattemessig godtgjørelse på kompensasjon for utbytte, er at man beholder en regel om at det bare gis skattemessig godtgjørelse til den som faktisk sitter med aksjen og mottar utbytte. Dermed overlater man til partene å konstruere avtaler som sikrer at utlåner ikke lider økonomisk tap. En mulighet er at innlåner gir utlåner en kompensasjon som etter skatt gir samme nettoverdi som om han hadde fått utbytte (og skattemessig godtgjørelse). En slik løsning vil øke kostnadene ved å låne verdipapirer over utbyttedato i forhold til forslaget fra AAA. For den som låner ut papirene og den som kjøper dem er det imidlertid ingen forskjell. Den som bærer de økte kostnadene, er innlåner som enten spekulerer i å selge papirer han ikke eier eller ikke har klart å oppfylle en leveringsforpliktelse. Norges Bank legger ikke vekt på at en innlåner som er i en slik situasjon får økte kostnader i forhold til forslaget fra AAA.

Hovedstyrets medlemmer Johnsen og Kostøl er for sin del usikre på de konsekvenser en liberalisering av skattereglene på dette området vil få. Disse burde vært utredet i forbindelse med selve høringsutkastet. Disse medlemmer mener likevel det ikke er et påtrengende behov for nye skatteregler som lemper skatteplikten innen dette området.