

Norges Bank
Biblioteket

ARKIVEKSEMPLAR



NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013296VPA

NB-publ

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820
eller ved henvendelse til:
Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefon: 22 31 63 83
Telefaks: 22 41 31 05
E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Kjell Storvik
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl
Redaksjonsutvalg: Brynjulv Vollan, Statistikkavdelingen (leder)
Else Bøthun, Juridisk avdeling
Gunnvald Grønvik, Avd. for finansielle instrumenter og betalingssystemer
Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen
Birger Vikøren, Markedsoperasjonsavdelingen

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefaks: 22 31 64 10
Telefon: 22 31 60 00
Internett: www.norges-bank.no

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

Omslag og grafisk utforming: Christensen / Lund AS
Sats og trykk: Falch Tidsskrift AS
Teksten er satt med 10¹/₂ pkt. Times

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig papir – Svanemerket.

- 337 **Innstramming – ikke om, men hvordan**
Leder

Norges Bank
Biblioteket

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

- 338 **Inflasjonsrapport**

Temaer utdypet i egne rammer:

- 342 – Virkninger av sterkere kronekurs og en annen politikk-sammensetning
348 – Virkninger av en sterkere kronekurs
350 – Virkninger av en renteøkning

- 358 **Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar**

- 371 **Internasjonal økonomisk utvikling**

Med aktuell utdyping:

- 392 – Arbeidsmarkedet – Europas akilleshæl?

Artikkeldel:

- 398 **Avkastning knyttet til Norges fordringer og gjeld overfor utlandet i 1997**

Jon Petter Holter og Terje Åmås

- 401 **Konkurransmiljøet i banknæringen – drivkrefter og utviklingstrekk framover**

Kari H. Eika og Tor Reistadbakk

- 414 **Organisering av kapitalforvaltningen i Norges Bank**

Harald Bøhn

- 418 **Nye retningslinjer for valutareservene**

Per Atle Aronsen

- 425 **Ny 5-krone – myntreformen er gjennomført**

Ole-Robert Kolberg

Tabellidel:

- 427 **Auksjonskalender**

- 428 **Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene**

- 430 **Tabeller**

Redaksjonen avsluttet:

Kvartalsoversikten: 17. september

Artikler: 12. september

Tabelldelen: 17. september

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

Etter sentralbankloven er Norges Bank pålagt en rådgivende funksjon på penge-, kreditt- og valutapolitikkens område. Som utøvende myndighet skal Norges Bank blant annet sørge for stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med eller lavere enn handelspartnerne, er en forutsetning for en stabil kronekurs.

Inflasjonsrapporten gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en bred gjennomgang av situasjonen i norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen dette og kommende år. Sentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger av situasjonen i en leder foran rapporten.

Ifølge valutakursforskriften skal Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Retningslinjene gitt i regjeringens tilleggsproposisjon fra sist høst sier at «dersom presset på kronekursen skulle bli særlig sterkt i den ene eller annen retning, skal banken la kronekursen endre seg på kort sikt». Kronekursen har den siste måneden vært svakere enn det valutakursforskriften definerer som utgangspunkt. Valutakursforskriften sier at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangspunktet». Virkemidlene i pengepolitikken har nå en slik innretning.

Det ligger i utformingen av disse retningslinjene en erkjennelse av at Norge, blant annet på grunn av vår økonomiske struktur, fra tid til annen vil oppleve midlertidige avvik fra utgangspunktet for valutakursen. De reaksjonene vi har sett i penge- og valutamarkedene har delvis sammenheng med internasjonale forhold, blant annet fallet i oljeprisen og de finansielle krisene i Asia og Russland. Det er imidlertid også klart at noe av årsaken til problemene vi nå står oppe i, er at vi for lenge har unnlatt å ta hensyn til risikoen for økende pris- og lønnsvekst.

Ut fra den økonomiske utviklingen som skisseres i denne rapporten, er det ikke

grunn til å anta at presset i norsk økonomi - med blant annet tiltakende pris- og kostnadsvekst - vil forsvinne av seg selv i løpet av kort tid. Det betyr at det er nødvendig å korrigere situasjonen gjennom en aktiv økonomisk politikk nå. I en egen ramme i rapporten er det antydning hvordan en gunstigere utvikling kan bli satt i gang.

Det er usikkert hvor sterk effekten av en innstramming i finanspolitikken vil bli i finansmarkedene, og hvilke muligheter det eventuelt vil åpne for en lettere pengepolitikk. Det er mulig at dagens kronekurs og markedsrenter allerede reflekterer forventninger i markedet om en viss innstramming i finanspolitikken. I så fall vil et eventuelt fravær av en slik innstramming gjøre pengepolitikken desto vanskeligere å gjennomføre. Det er all grunn til å tro at en innstramming av de økonomiske politikken uansett er nødvendig. Spørsmålet blir dermed ikke om, men hvordan denne innstrammingen skal foretas.

De forhold som har sitt opphav internasjonalt, kan ikke stoppes ved grensen, men vi kan legge om vår politikk med sikte på å redusere virkningene av dem. Våre mer hjemmegjorte problemer kan vi i alle fall ta tak i, først og fremst gjennom endringer i finanspolitikken.

Kjell Storvik

1 SAMMENDRAG

2 NYTT SIDEN SIST

- 2.1 Prisutviklingen
- 2.2 Valutakurs, renter og monetære størrelser

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

- 3.1 Norges Banks inflasjonsanslag
- 3.2 Inflasjonsforventninger
- 3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

- 4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen
- 4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien
- 4.3 Arbeidsmarkedet
- 4.4 Lønnsutviklingen
- 4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Utdyping

- Virkninger av sterkere kronekurs og en annen politikksammensetning
- Virkninger av sterkere kronekurs
- Virkninger av en renteøkning

Redaksjonen avsluttet 17. september 1998

1 SAMMENDRAG

Prisveksten anslås til i underkant av 2½ prosent i år og 3¼ prosent neste år. Den underliggende prisveksten - som korrigerer for virkningene av avgiftsendringer og utviklingen i strømprisen - anslås til henholdsvis 2¼ prosent og 3¼ prosent i år og neste år. Anslagene for neste år er oppjustert fra forrige inflasjonsrapport.

I de siste rapportene har vi sett for oss en utvikling hvor de ledige ressursene i arbeidsmarkedet var i ferd med å bli uttømt, noe som ville bremse den økonomiske veksten fra årtusenskiftet. I lys av blant annet utviklingen internasjonalt og økningen i renten venter vi nå at også etterspørselsveksten avdempes og at veksten i BNP avtar neste år. Det ligger imidlertid ikke i utgangspunktet an til et markert omslag allerede i 1999.

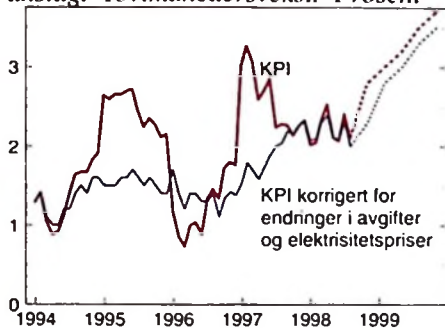
Det er betydelig risiko for at vi etter hvert vil stå overfor en situasjon der inflasjonen blir vesentlig høyere enn hos våre handelspartnere. I så fall er det mulig å tenke seg en utvikling der pris- og lønnsveksten blir et dominerende problem, samtidig som den økonomiske veksten avtar.

Kronekursen har de siste ukene vært svakere enn sitt utgangsløp, slik dette er definert i kursforskriften, og virkemidlene i pengepolitikken er innrettet med sikte på etter hvert å bringe kursen tilbake til utgangsløpet. Anslagene i denne rapporten er imidlertid som vanlig basert på at pengemarkedsrenten og valutakursen fremføres på et nivå tilsvarende gjennomsnittet siste måned. Dette er rent tekniske forutsetninger som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken. Årsaken til at slike forutsetninger likevel er lagt til grunn, er at anslagene i inflasjonsrapportene er ment å illustrere konsekvensene av den til enhver tid eksisterende situasjon i økonomien.

I en egen ramme har vi belyst et skiftalternativ der intensjonene i pengepolitikken reflekteres ved en styrking av kronen. Samtidig legger vi i denne rammen til grunn en finanspolitisk innstramming i størrelsesorden 1½ prosent av BNP for Fastlands-Norge og lavere rente. Sammenliknet med referansebanen vil en slik politikksammensetning bidra til lavere lønns- og prisvekst og en mer balansert økonomisk utvikling i 1999 og 2000. Dette gir i neste omgang grunnlag for et mindre kraftig omslag, og et bedre fundament for økonomisk vekst i årene etter årtusenskiftet.

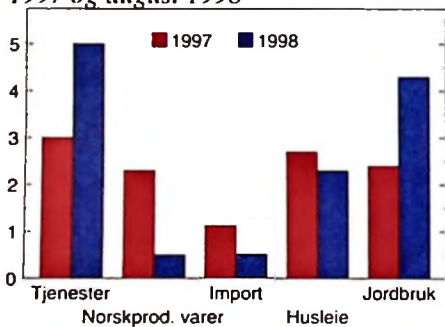
Vi vil understreke at det er betydelig usikkerhet knyttet til reaksjonene i valutamarkedet på en eventuell finanspolitisk innstramming. Anslagene i skiftalternativet bygger således på forutsetninger om sammenhenger mellom finanspolitikken og penge- og valutapolitikken som er usikre og ustabile, og som vanskelig kan kvantifiseres. Dette skiftalternativet er ment å illustrere et mulig forløp basert på at en slik innstramming bidrar til økt tillit til norsk økonomisk politikk, slik at inflasjonsforventningene avtar, og behovet for å opprettholde en høy rentedifferanse mot utlandet av hensyn til kronekursen reduseres.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Historiske tall og anslag. Tolv månedersvekst. Prosent



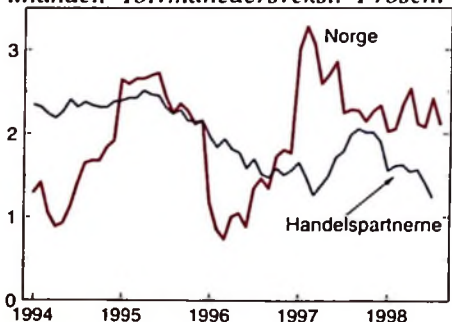
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Prisvekst pr. leveringssektor siste tolv måneder. August 1997 og august 1998



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.3 Konsumprisene i Norge og i utlandet. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

2.1 Prisutviklingen

Prisveksten har vært moderat de siste månedene

De siste månedene har fallende strømpriser og lave bensinpriser bidratt til at den totale prisveksten har vært moderat, og noe lavere enn forventet. Både sist vinter og i sommer har det dessuten vært en tendens til at det tradisjonelle sesongsalget har vært mer omfattende enn vanlig, noe som har trukket prisveksten ned. I august økte konsumprisindeksen med 2,1 prosent. Den underliggende prisveksten - som korrigerer for utviklingen i avgifter og strømpriser - har også økt mindre enn forventet, og var 2,0 prosent i august. Det er svært stor spredning i prisveksten mellom ulike konsumgrupper og fra de forskjellige leveringssektorene. Prisutviklingen på tjenester og matvarer har fortsatt å trekke prisveksten opp, mens prisene på øvrige innenlandske varer og import viser lav vekst.

Den EU-harmoniserte indeksen, som justerer de nasjonale prisindeksene for ulike beregningsmetoder, viser at prisveksten var 2,0 prosent i august. Gjennomsnittet for EU-landene var 1,5 prosent i juli.

2.2 Valutakurs, renter og monetære størrelser

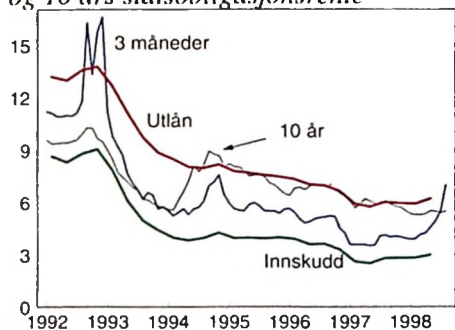
Kraftig oppgang i rentene

De norske pengemarkedsrentene har økt betydelig siden forrige inflasjonsrapport. Den effektive tremånedersrenten har steget med 3,7 prosentpoeng og var 16. september 8,5 prosent. Differansen overfor ECU-renten har kommet opp på nivået fra årsskiftet 1992-93. Pengemarkedsrentene for lån med lengre løpetid enn tre måneder ligger imidlertid noe lavere enn tremånedersrenten. Dette kan tyde på at aktørene venter en viss rentenedgang i tiden fremover. I Europa har utviklingen i pengemarkedsrentene vært nokså stabil og preget av fortsatt konvergens fram mot starten av tredje fase av ØMU.

Mens de langsiktige rentene i Norge har vist en svak oppgang, har rentene i Europa gått markert ned. Fallet har vært størst i Tyskland, hvor den langsiktige statsobligasjonsrenten for første gang har falt under 4 prosent. Også i USA har det vært et kraftig rentefall. Uro i det internasjonale penge- og valutamarkedet har samtidig ført til at differansen mellom tyske og øvrige europeiske renter har økt. Dette har trolig sammenheng med økt etterspørsel etter antatt tryggede investeringsobjekter blant annet som følge av den ustabile situasjonen i Asia og Russland. Samtidig har børsindeksene falt med 15-25 prosent siden juli.

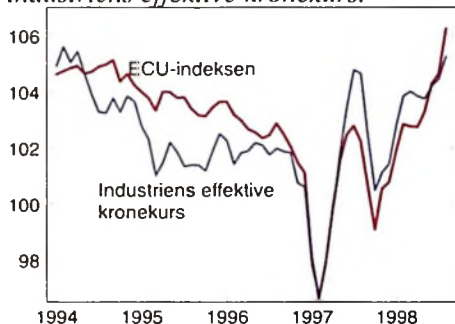
Den norske avkastningskurven har nå negativ helning, også i området for relativt korte løpetider. En negativ hel-

Figur 2.4 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, 3 mnd. eurokronerente og 10 års statsobligasjonsrente



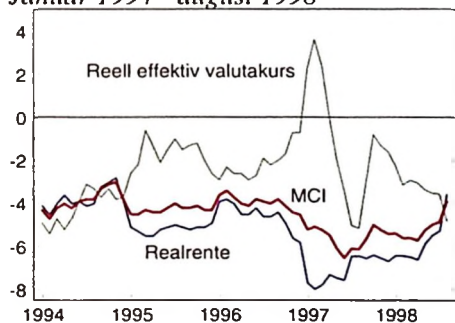
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 ECU-indeksen og industriens effektive kronkurs.



Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Norges Banks monetære indeks (MCI) og underkomponenter. Januar 1994 - august 1998



Ved aggregering er realrente gitt vekt 3/4 og reell effektiv valutakurs vekt 1/4.

Kilde: Norges Bank

ning på avkastningskurven kan, i tillegg til rene renteforventninger, også være en indikasjon på at markedsaktørene forventer et økonomisk omslag.

Renteutviklingen gjenspeiler forholdene i valutamarke- det. Kronkursen målt mot ECU-indeksen har svekket seg med 4,3 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Målt mot konkurransekursindeksen har imidlertid kronen svekket seg noe mindre.

Veksten i innenlandsk kreditt (K2) har flatet ut de siste månedene, men kreditttilførselen ligger fortsatt på et høyt nivå. Dette kan være et tegn på at veksten i innenlandsk etterspørsel er avdempet. Bankenes utlånsvekst har avtatt siden mars, mens utlånsveksten i finansieringsselskapene øker fortsatt. Fram til juni var kredittveksten sterkest til foretakssektoren, noe som trolig har sammenheng med høy vekst i realinvesteringene.

Veksten i pengemengden (M2) viste en topp i mai, men avtok gjennom de to påfølgende månedene. I juli var tolv- månedersveksten 7,2 prosent. Pengemengdeveksten hittil i år har likevel vært betydelig høyere enn i samme periode i fjor. Dette har i første rekke sammenheng med at staten har hatt lavere overskudd på sine inn- og utbetalinger og dermed trukket inn mindre likviditet fra publikum enn i fjor.

Norges Banks monetære indeks (MCI) sammenfatter virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innen- landsk etterspørsel. En økning i indeksen indikerer at rente- og valutakursforholdene virker i mer kontraktiv retning på økonomien. Målt ved MCI er pengepolitikken noe mer kontraktiv enn ved forrige inflasjonsrapport. MCI avviker likevel ikke vesentlig fra det gjennomsnittlige nivået siden 1994. Imidlertid har sammensetningen av komponentene endret seg betydelig siden forrige rapport. Svekket kurs vil isolert sett og på kort sikt bedre konkurransevnen og dermed virke ekspansivt på økonomien. Dette er imidlertid blitt motvirket gjennom økte renter som medfører høyere renteutgifter for de fleste husholdninger og som vil kunne gi negative formueseffekter knyttet til fall i boligpriser og aksjekurser.

Virkninger av sterkere kronkurs og en annen politikksammensetning

Siden forrige inflasjonsrapport er kronkursen blitt svekket. Etter å ha ligget i gjennomsnitt rundt 104,7 i juli, var ECU-indeksen den 17. september 108,9. Valutakursforskriften som ble fastsatt i mai 1994, definerer Norges Banks mandat i utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Det heter i forskriften blant annet at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet». Etter økningen av folio- og dagslånsrenten med 1 prosentpoeng den 24. august til henholdsvis 8 og 10 prosent, har virkemidlene nå fått en slik innretning.

I referansebanen i denne inflasjonsrapporten er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn en videreføring av den effektive kronkursen og renten på nivå med gjennomsnittet for siste måned. Dette er beregnings-tekniske forutsetninger som ikke reflekterer intensjonene i penge- og valutapolitikken, slik disse er fastlagt ut fra de pengepolitiske retningslinjene. Denne rammen illustrerer et annet forløp for norsk økonomi, hvor vi har gjort følgende endringer i forutsetningene:

- Finanspolitikken strammes inn med til sammen 1½ prosent av BNP i 1999, eller om lag 15 milliarder kroner. Innstrammingen er beregningsmessig fordelt på offentlig kjøp av varer og tjenester samt stønader til privat sektor.
- Valutakursen appresierer med 4 prosent i forhold til dagens nivå i første kvartal 1999. Med en slik appresiering vil kronkursen komme tilbake i utgangsleiet.
- Pengemarkedsrenten blir 2 prosentpoeng lavere enn i dag fra første kvartal 1999. Dette svarer om lag til markedets implisitte forventede rente på 9-12 måneders sikt.

Dette forløpet reflekterer intensjonene i penge- og valutapolitikken, ved at kronkursen styrkes fra dagens nivå. Samtidig bygger

det på forutsetninger om sammenhenger mellom finanspolitikken og pengepolitikken som vanskelig kan kvantifiseres. Doseringen av de enkelte endringene er således her fastlagt skjønnsmessig. Alternativet er ment å illustre et mulig forløp, der en endrer politikksammensetningen i retning av å legge en større del av innstrammingen over på finanspolitikken. Ut fra de forventninger som nå kan observeres i markedet, synes det å være rimelig grunn til å anta at en slik utvikling må baseres på at en gjennom en finanspolitisk innstramming lykkes i å redusere forventningene om fremtidig inflasjon, slik at tilliten til kronen kan bedres på en annen måte enn gjennom et høyt rentenivå. Det kan i denne sammenheng være rimelig å legge til grunn at politikkinnretningen samlet sett må være mer kontraktiv enn i referansebanen i denne rapporten. Forutsetningene i denne rammen er derfor basert på at finanspolitikken mer enn motvirker det forutsatte fallet i renten.

I tabellen nedenfor har vi angitt utviklingen i den alternative banen sammenliknet med referansebanen. Ettersom det tar noe tid før virkninger av renteendringer og finanspolitikk får full effekt, har vi også angitt anslag for 2000. Disse anslagene må oppfattes illustrasjonsmessig, og de har ikke vært gjenstand for en like grundig vurdering som anslagene for årene 1998 og 1999.

Rentenedgangen vil gi rom for noe høyere vekst i privat etterspørsel enn i referansebanen. Innstrammingen i offentlig kjøp av varer og tjenester vil likevel bidra til at etterspørselen og produksjonen i Fastlands-Norge blir noe lavere enn i referansebanen. Også utviklingen i arbeidsmarkedet påvirkes. Sysselsettingen flater ut i begynnelsen av neste år og begynner å falle fram mot århundreskiftet og inn i 2000.

Den største forskjellen fra referansebanen ligger i det nominelle forløpet. Gjennomslaget fra valutakurs til konsumpriser tar imidlertid noe tid, blant annet fordi importørene erfaringsmessig lar svingninger i importpri-

sene slå ut i sine marginer, og fordi mange bedrifter avtaler priser lang tid i forveien. Ifølge RIMINI-modellen vil om lag 25 prosent av valutakurseffekten ha slått igjennom på konsumprisene etter to år. Jo sterkere appresieringen blir, desto større blir virkningen på lønns- og prisveksten. Sammen med den finanspolitiske innstrammingen vil appresieringen av kronen bidra til en mer moderat lønns- og prisutvikling enn i referansebanen. Konsumprisveksten blir liggende omkring 2¾ prosent de to neste årene. For 1999 er dette ¼ prosentpoeng lavere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport og ½ prosentpoeng lavere enn i referansebanen i denne rapporten. Modellberegningene tilsier samtidig at lønnsveksten blir 6 prosent i 1999 og 4¾ prosent i 2000. Dette innebærer at lønnsveksten raskere bringes ned mot handelspartnernes nivå, slik at vi får et bedre utgangspunkt for stabil vekst i norsk økonomi sammenliknet med referansebanen.

Tabell. Vekst fra året før.

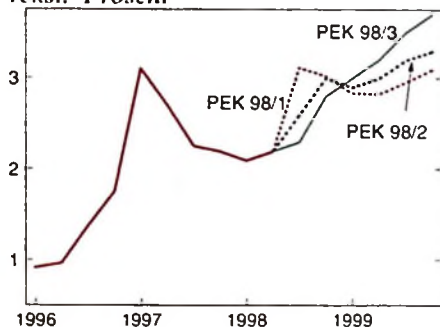
	Den alternative banen (referansebanen i parentes)	
	1999	2000*
Rentenivå (3 mnd)	6 (8)	6 (8)
Endring i statens olje-, rente- og aktivitetskorrigerede overskudd (prosent av BNP)**)	1½ (¼)	¼ (¼)
Konsumpriser	2¾ (3¼)	2¾ (3½)
Lønnsvekst	6 (6½)	4¾ (5¾)
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	0 (¼)	¼ (0)
BNP Fastlands-Norge	¾ (1¼)	¼ (¼)
Sysselsetting	¾ (1)	-¾ (0)

*) Referansebanen i denne rapporten stopper i 1999. Anslagene for 2000 er basert på en modellbestemt teknisk videreføring av referansebanen.

**) Anslagene er illustrasjonsmessige og bygger på forenkede forutsetninger om innretningen av finanspolitikken. Det er ikke tatt stilling til enkeltelementer i statsbudsjettet. Beregningsteknisk er innstrammingen jevnt fordelt mellom offentlig konsum, investeringer og stonader til private.

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

Figur 3.1 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolvmåneders vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.1 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	2,3	1 ¼	2 ½
Japan	1,7	½	0
Tyskland	1,8	1 ¼	1 ½
Storbritannia	2,8	2 ¾	2 ¾
Sverige	0,5	½	1
Finland	1,2	2	2 ¼
Danmark	2,2	2	2 ½
Norges handelspartnere	1,7	1 ½	1 ¾
EU-12-landene ¹⁾	1,9	1 ¾	2

¹⁾ Sammenveiet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: OECD og Norges Bank

3.1 Norges Banks inflasjonsanslag

Vi anslår prisveksten til i underkant av 2½ prosent i år, det samme som i forrige rapport. For neste år har vi oppjustert anslaget til 3¼ prosent. Oppjusteringen kan tilskrives svekkelsen av valutakursen siste måned, som vi rent teknisk har videreført ut prognoseperioden. Dette reflekterer ikke intensjonen i penge- og valutapolitikken. Den underliggende prisveksten, som korrigerer for prisimpulsen fra avgifter og strømpriser, anslås til 2¼ prosent inneværende år og 3¼ prosent i 1999. For anslaget neste år legger vi til grunn at avgiftene vil øke i takt med den generelle prisveksten og dermed ikke gir noe selvstendig bidrag til økt inflasjon.

Lav prisvekst internasjonalt

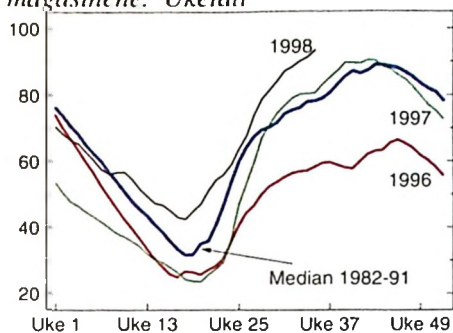
Den økonomiske veksten hos våre tradisjonelle handelspartnere anslås å bli noe lavere enn i forrige inflasjonsrapport, og usikkerheten om den internasjonale utviklingen har økt betydelig. Prisfallet i internasjonale råvaremarkeder har fortsatt og sammen med fallende importpriser bidratt til avtakende prisvekst hos våre handelspartnere. Vi har trolig ennå ikke sett de fulle prisvirkningene av fjorårets valuta-krise i Asia, noe som peker i retning av billig eksport fra disse landene fremover. Dette vil sannsynligvis bidra til ytterligere demping i prisveksten hos våre tradisjonelle handelspartnere. Vi venter derfor at prisene på de varene vi importerer vil falle inneværende år og være uendret neste år, regnet i utenlandsk valuta.

Den importveide kronekursindeksen har vist en noe mindre svekkelse enn ECU-indeksen. Siden juni har svekkelsen vært 3,0 prosent. Vi legger som vanlig til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået siste måned videreføres ut prognoseperioden. Forutsetningen om uendret valutakurs er rent beregningsteknisk og reflekterer ikke intensjonen i penge- og valutapolitikken. Denne forutsetningen innebærer en depresiering av den importveide kronekursen på 4,3 prosent inneværende år og 2,2 prosent neste år. Det følger av valutakursforutsetningen at impulsen fra importprisene fremover i sum blir høyere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Fortsatt sterk lønnsvekst

Lønnsveksten inneværende år anslås til 6 prosent. Neste år venter vi at veksten i sysselsettingen og fallet i ledigheten blir noe mindre enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Dette vil kunne bidra til noe lavere lønnsvekst enn vi anslo sist, men arbeidsmarkedet forventes fortsatt å bli meget stramt. Foreløpig er lavere priser på mange norske eksportvarer og høyere kapitalkostnader for bedrifter som har lånefinansiert

Figur 3.2 Fyllingsgrad i vannmagasinene. Uketall



Kilde: Statistisk sentralbyrå

seg innenlands blitt motvirket av svakere kronekurs. Dette vil opprettholde lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor på kort sikt. Basert på det erfaringsgrunnlaget som er nedfelt i RIMINI-modellen anslås lønnsveksten til 6½ prosent neste år, ¼ prosentpoeng lavere enn anslaget i juni-rapporten. Anslaget er basert på vår tekniske forutsetning om en videreføring av valutakursen, som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken.

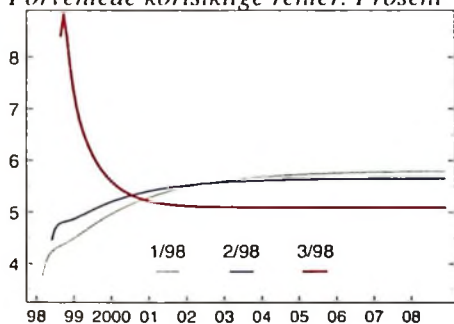
Strømprisene avspeiler nedbør og sesong

Den nedbørsrike sommeren har ført til svært høy fyllingsgrad i vannmagasinene og strømprisene har fortsatt å falle gjennom sommeren. Produksjonen av strøm har så langt i år vært relativ lav, mens forbruket på sin side er det høyeste som er registrert. Avviket mellom forbruk og produksjon har blitt dekket av høy import. De neste månedene venter vi en sesongmessig oppgang i prisene, men for 1998 under ett antas strømprisen å falle med 6-7 prosent fra året før. Fra årsskiftet legger vi til grunn at strømprisen vil fortsette å vise sesongmessige variasjoner, men i gjennomsnitt over året øke på linje med konsumprisveksten generelt.

Husleiene vil øke noe sterkere

De siste månedene har husleiene økt noe svakere enn antatt. Som følge av renteoppgangen venter vi at husleiene etter hvert vil vise noe sterkere vekst, men i gjennomsnitt ikke øke mer enn den gjennomsnittlige prisveksten neste år.

Figur 3.3 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

3.2 Inflasjonsforventninger

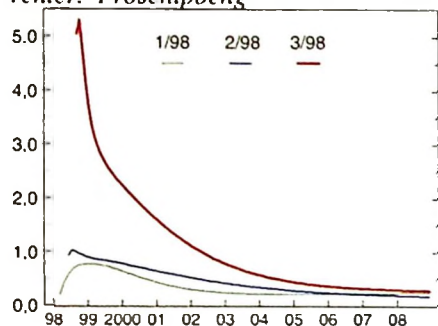
Forventninger om høyere inflasjon

Tallet på bedrifter som venter høyere priser er om lag det samme som i forrige inflasjonsrapport. Ifølge det siste konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå oppgav 57 prosent av bedriftene at de venter prisøkning i tredje kvartal i år for produkter levert til hjemmemarkedet.

Markedets forventninger om fremtidige kortsiktige renter avspeiles i terminrentekurven i penge- og obligasjonsmarkedet. Terminrenter kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon, pluss en eventuell risikopremie. På helt kort sikt reflekterer de sannsynligvis forventet utvikling i Norges Banks styringsrenter, men på noe lengre sikt kan trolig endringer i terminrentene si noe om endringer i inflasjonsforventningene.

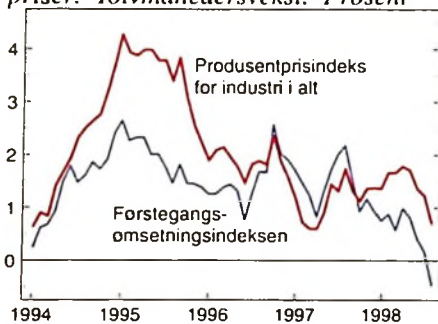
Figur 3.3 viser at terminrentene for de to nærmeste årene ligger til dels vesentlig over nivået fra forrige rapport, men er noe lavere for årene deretter. Lavere terminrenter på lengre sikt skyldes trolig ikke reduserte inflasjonsforventninger, men er snarere en følge av at de langsiktige obligasjonsrentene internasjonalt har falt kraftig. Dette kan tolkes

Figur 3.4 Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Engros- og produsentpriser. Tolv måneder svekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

som at realrenten internasjonalt har falt og at dette også har påvirket norske renter.

Denne tolkningen støttes av figur 3.4 som viser terminrentedifferansen overfor Tyskland samt endringen siden forrige inflasjonsrapport. På helt kort sikt faller kurven kraftig, noe som trolig reflekterer forventninger om redusert differanse mellom norske og tyske styringsrenter. På noe lengre sikt er det grunn til å tro at aktørene forventer om lag den samme realrenten i Norge og Tyskland slik at differansen gjenspeiler forventet inflasjonsforskjell pluss en risikopremie. I lys av dette kan den økte differansen på to til fem års sikt tolkes som at inflasjonsforventningene relativt til Tyskland har økt noe siden forrige rapport. Forventninger om høyere relativ inflasjon de kommende årene kan ses i sammenheng med den foreløpige svekkelsen av kronkursen og økt usikkerhet om finanspolitikken fremover. I tillegg kan den stadig lavere inflasjonstakten i Tyskland og økt tiltro til prisstabilitet i euro-området ha bidratt til å øke de relative inflasjonsforventningene for Norge.

Den høyere terminrentedifferansen trenger imidlertid ikke nødvendigvis å reflektere forventninger om høyere inflasjon i Norge relativt til euro-området. Høyere terminrenter kan også ha sammenheng med økt risikopremie på norske kroner. Den kraftige uroen i finansmarkedene, med børsfall og valutauro i en rekke land, har ført til at markedsaktørene er blitt mindre villige til å ta risiko. For å plassere i små markeder som det norske krever aktørene dermed en høyere forventet avkastning, det vil si høyere risikopremie. Dette kommer til uttrykk gjennom høyere obligasjonsrenter i Norge relativt til store land som Tyskland og USA.

Informasjon om den fremtidige konsumprisveksten finner vi også i prisutviklingen på produsent- og engrosleddet. Industriens produsentpriser har vist en moderat utvikling det siste året fram til august med en prisvekst på 0,7 prosent, jf. figur 3.5. Produsentprisene reflekterer blant annet råvareprisutviklingen. De siste månedene har veksten i engrosprisene vært lav. I august falt disse prisene med knapt 0,5 prosent sammenliknet med samme måned i fjor.

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 10 private institusjoner. I gjennomsnitt forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,4 prosent i 1998 og 3,3 prosent i 1999, jf. tabell 3.2. Samlet sett antyder indikatorene ovenfor at aktørene i markedet venter tiltakende prisvekst neste år.

3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

De siste ukenes turbulens i valuta og finansmarkedene har bidratt til å øke usikkerheten i våre anslag betydelig. Anslagene for den økonomiske utviklingen er basert på erfaringsgrunnlaget som ligger nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI, og er blant annet betinget av en rekke forutsetninger vi gjør om størrelser som ikke bestemmes i modellen. Dette gjelder i første rekke rent beregningstekniske

Tabell 3.2 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1998 og 1999¹⁾. Prosentvis endring fra året før

	1998	1999
Finansdepartementet	2,6	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	3,6
OECD ²⁾	2,5	2,9
IMF	2,5	-
Norges Bank	2½	3¼
Private institusjoner ³⁾		
høyeste anslag	2,6	3,6
gjennomsnitt	2,4	3,3
laveste anslag	2,2	3,0

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 10 private institusjoner

forutsetninger om rente og valutakurs, finanspolitikken, oljeinvesteringene og etterspørsels- og prisimpulsen fra utlandet. En utvikling i disse størrelsene som avviker vesentlig fra det vi har lagt til grunn, vil kunne gi et annet forløp enn våre anslag skisserer.

Det er flere forhold som kan bidra til at prisveksten neste år kan bli høyere enn vi anslår:

- Vi har lagt til grunn at avgiftsopplegget for 1999 ikke vil gi noe selvstendig bidrag til prisveksten. Erfaringsmessig har avgiftene økt mer enn den generelle prisveksten. En finanspolitisk innstramming gjennom økte avgifter vil raskt trekke prisveksten opp neste år.
- Lønnsveksten kan bli høyere enn anslått. Både veksten i ubesatte stillinger og utviklingen i forholdet mellom antall ledige og ubesatte stillinger tyder på at det blir stadig vanskeligere å finne kvalifisert arbeidskraft. Dette kan være en indikasjon på at presset i arbeidsmarkedet er høyere enn tallet på ledige isolert sett tilsier.
- Veksten i husleiene kan bli sterkere enn vi har lagt til grunn. Om lag ¾ av husleieindeksen omfatter borettslag, og gjennomslaget av renteøkningen vil både avhenge av omfanget av fastrentelån i Husbanken og hvor raskt borettslagene vedtar å øke husleiene. En nedgang i bruktboligprisene trekker imidlertid i motsatt retning.

Det er også forhold som kan bidra til at prisveksten fremover blir lavere enn vi anslår:

- Dersom krisen i Asia forplanter seg til andre regioner, kan fallet i råvareprisene fortsette og prisveksten internasjonalt bli enda svakere enn vi har lagt til grunn.
- Den tekniske forutsetningen om valutakursen reflekterer ikke intensjonen i pengepolitikken. En sterkere valutakurs enn vi har lagt til grunn vil gi lavere impulser til pris- og lønnsveksten neste år.

Virkninger av en sterkere kronekurs

I referansebanen i denne inflasjonsrapporten er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn en effektiv kronekurs lik gjennomsnittet siste måned. Denne forutsetningen reflekterer ikke intensjonene i penge- og valutapolitikken. I denne rammen ser vi på virkninger av en sterkere kronekurs, basert på en virkningsberegning på vår makroøkonomiske modell RIMINI. Vi legger her til grunn at industriens effektive valutakurs appresierer med 4 prosent i første kvartal i 1999 i forhold til dagens nivå uten at det gjøres endringer i de andre forutsetningene. Dette innebærer at industriens effektive kronekurs om lag kommer tilbake på gjennomsnittsnivået fra første halvår i år, og at kronekursen kommer tilbake i utgangsleiet, slik dette er definert i valutakursforskriften. Beregningene indikerer at den realøkonomiske utviklingen på kort sikt i liten grad blir påvir-

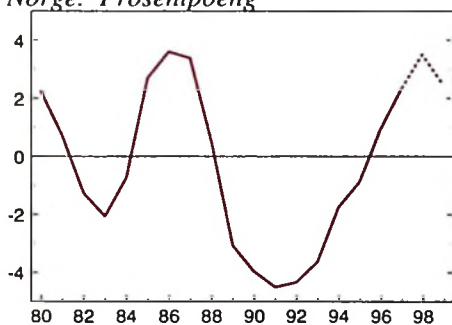
ket av ulike forutsetninger om valutakursen. Samlet antyder beregningene et fall i BNP for Fastlands-Norge på knappe 0,1 prosentpoeng i 1999 som følge av kronestyrkelsen. Sysselsetningsveksten reduseres i samme størrelsesorden. Det er i første rekke det nominelle forløpet som endres. En varig styrking av kronekursen vil først og fremst slå ut i lavere importpriser og lavere konsumpriser. Dette kan imidlertid ta noe tid. Basert på skiftberegninger på vår makroøkonomiske modell RIMINI vil en tilbakevending av kursen redusere prisveksten med 0,3 prosentpoeng i 1999 sammenliknet med referansebanen. I 2000 reduseres prisveksten med 0,5 prosentpoeng som følge av kronestyrkelsen. Etter to år har en fjerdedel av valutakurseffekten slått igjennom på konsumprisene. Effekten på lønnsveksten er av samme størrelsesorden som på konsumprisene, slik at reallønnsveksten i liten grad påvirkes.

Tabell 4.1 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,5	4	¼
Privat konsum	3,4	4 ¼	2
Offentlig konsum	3,0	2 ½	1 ½
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	9,7	4 ¾	-6
Realinvesteringer i oljevirksomhet	15,5	17	-10
Eksport	5,8	2 ¾	4 ½
Herav:			
Råolje og naturgass	2,3	½	6 ½
Tradisjonelle varer	8,0	5	4
Import	12,3	7 ¾	-¾
Tradisjonelle varer	8,6	9 ½	0
BNP	3,4	3	2
BNP, Fastlands-Norge	3,7	3 ½	1 ¼

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.1 Produksjonsgap. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Prosentpoeng



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen

Renteoppgangen bidrar til avdempet etterspørsel

Vi har i tidligere rapporter argumentert for at beskrankninger i arbeidsmarkedet etter hvert ville gjøre seg gjeldende og bidra til et konjunkturomslag i 2000. Renteoppgangen vil imidlertid bidra til at også veksten i innenlandsk etterspørsel dempes og dermed medvirke til at veksten i 1999 vil bli lavere enn vi tidligere har anslått. Hvor raskt gjennomslaget blir, avhenger også av om utviklingen i rente- og valutamarkedene har bidratt til at aktørene føler større utrygghet om den økonomiske utviklingen fremover.

Vi har lagt til grunn at både rente og valutakurs videreføres på et nivå tilsvarende gjennomsnittet den siste måneden. Dette er en rent teknisk forutsetning som ikke reflekterer intensjonen i penge- og valutapolitikken. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport innebærer dette samlet sett et betydelig lavere anslag for BNP-veksten neste år. Dette skyldes i hovedsak renteøkningen, men også nedjusterte anslag for øvrig om utviklingen i blant annet realinvesteringer og eksport.

Det private konsumet vil fortsatt være den viktigste drivkraften i den økonomiske veksten fremover, men vi venter nå en mer moderat utvikling. Lavere vekst i både sysselsetting og lønn samt en betydelig negativ impuls fra renteoppgangen, bidrar til at økningen i husholdningenes disponible realinntekt neste år vil bli svakere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport.

Utviklingen i realinvesteringene vil bli en viktig faktor bak det ventede konjunkturomslaget. Neste år blir trolig det første på mange år med fall i realinvesteringene. Renteoppgangen, børsfallet, den vedtatte konjunkturavgiften og mindre behov for å øke produksjonskapasiteten er nye forhold som alle trekker i retning av at fallet i realinvesteringene vil bli sterkere enn vi tidligere har anslått.

Våre anslag peker i retning av at den økonomiske veksten blir dempet fremover. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med 3½ prosent i år og 1¼ prosent neste år. Dette innebærer at veksttakten kommer ned under den langsiktige trendveksten i 1999.

4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien

Det internasjonale konjunkturbildet er noe forverret fra forrige inflasjonsrapport. Krisen i Asia har vist seg mer omfattende og dypere enn tidligere antatt. I tillegg bidrar turbulente forhold i finansmarkedene og mulige smitteeffekter til utsatte land i andre regioner til at usikkerheten om den

Tabell 4.2 Anslag for BNP i utlandet. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	3,9	3½	2
Japan	0,8	-2¼	¾
Tyskland	2,2	2½	2¾
Storbritannia	3,4	2½	1½
Sverige	1,8	3	3
Finland	5,9	4	3
Danmark	3,4	2¾	2½
Norges handelspartnere ¹⁾	2,9	2¾	2½

¹⁾ Vektet med eksportvekter

Kilde: OECD og Norges Bank

fremtidige utviklingen i verdensøkonomien har økt betydelig. Hos våre tradisjonelle handelspartnere har rentenedgangen og fallende råvarepriser i noen grad motvirket den negative impulsen fra utviklingen i Asia. I flere av de kontinental-europeiske landene er det nå tegn til at innenlandsk etterspørsel er i ferd med å ta over som den viktigste drivkraften bak veksten, og i sum venter vi derfor bare en svak nedgang i veksten hos de viktigste handelspartnere fra 1998 til 1999.

Nedgangen i oljeprisen gir lavere driftsoverskudd

Selv om verdien av norsk eksport til USA og Europa har økt de første åtte månedene i år og i noen grad oppveid tilbakegangen i de asiatiske markedene, er det nå tegn til at eksportveksten avtar. Ordreinngangen til eksportbedriftene viste tegn til utflating i første kvartal, og Statistisk sentral-

Virkninger av en renteøkning

Siden forrige inflasjonsrapport, som ble publisert i juni, har Norges Bank som følge av utviklingen i penge- og valutamarkedet økt bankenes innskudds- og utlånsrente i Norges Bank med til sammen 3¾ prosentpoeng. I denne rammen ser vi på de isolerte virkningene for den økonomiske utviklingen av disse renteøkningene, basert på en virkningsberegning på vår makroøkonomisk modell RIMINI.

Renteberegningsteknisk har vi økt pengemarkedsrenten med 3¾ prosentpoeng fra og med tredje kvartal i år. I modellen har vi latt dette slå fullt igjennom til de rentene husholdningene og bedriftene står overfor i løpet av et halvt år. Dette er raskere enn det erfaringsmaterialet som ligger til grunn for RIMINI tilsier, men ligger nærmere den faktiske utviklingen vi nå ser i markedet. Blant annet har økt konkurranse blant bankene og markedsbestemt rente i statsbankene bidratt til at gjennomslaget nå skjer raskere enn på 1980-tallet.

Husholdningene er i netto fordringsposisjon samlet sett, og bedringen i husholdningenes formue er i stor grad kommet i form av økt verdi av aksjer og verdipapirfond. Effekten av høyere rente på utbetalt utbytte (inntektseffekten) for disse formuesobjektene er usikker, i hvert fall på kort sikt, og vi har valgt å se bort fra den. Kurstapet på aksjer og verdipapirer som følge av renteøkningen vil imidlertid re-

ducere markedsverdien av husholdningenes netto formue. En slik bevegelse i formuen kan føre til lavere vekst i husholdningenes etterspørsel slik vi har omtalt i tidligere inflasjonsrapporter. De beregnede formueseffektene i RIMINI-modellen, slik vi har benyttet den her, tar imidlertid ikke hensyn til omvurderingen av husholdningenes aksjer og verdipapirer. Dette kan innebære at vi i denne rammen undervurderer virkningene på husholdningenes konsum av kursfallet på Oslo børs. På den annen side bidrar en renteøkning i RIMINI-modellen til et forholdsvis sterkt gjennomslag fra lavere boligpriser til privat konsum. Det er derfor grunn til å tro at RIMINI-modellen, slik vi har benyttet den her, samlet sett ivaretar en rimelig sammenheng mellom formueutviklingen og konsum.

Ser en bort fra formuesplasseringer i aksjer og verdipapirer (herunder forsikringskrav), har husholdningene netto lånegjeld på rundt 300 milliarder kroner. Så lenge deres lån er større enn bankinnskuddene, vil høyere rente ha en negativ inntektseffekt på husholdningenes likviditet, og dermed deres etterspørsel. Videre vil høyere rente redusere veksten i bruktboligprisene, og dermed boligformuen. I sum trekker dette i retning av at renteoppgangen får en forholdsvis sterk negativ effekt på husholdningenes etterspørsel.

Ifølge RIMINI-modellen vil en renteoppgang på 3¾ prosentpoeng fra og med tredje kvartal i år i hovedsak først få effekter fra og med neste

år. Veksten i innenlandsk etterspørsel reduseres ifølge RIMINI-modellen med rundt 2 prosentpoeng både i 1999 og 2000. Det er særlig det private konsumet og bedriftsinvesteringene som bidrar til lavere innenlandsk etterspørsel, men også boliginvesteringene reduseres kraftig, spesielt i 2000. Virkningene av redusert innenlandsk etterspørsel på innenlandsk produksjon motvirkes i noen grad av lageroppbygging og redusert import. Veksten i BNP for Fastlands-Norge reduseres med drøye 1¼ prosentpoeng i 1999 og 1 prosentpoeng i 2000.

I modellen gir renteoppgangen små virkninger på pris- og kostnadsveksten de første to årene. På kort sikt reduseres produktiviteten fordi produksjonen tilpasses raskere enn sysselsettingen, som følge av at bedriftene vil være tilbakeholdne med å endre sysselsettingen når etterspørselen endrer seg (såkalt «labour hoarding»- effekt). En slik effekt medfører lavere produktivitsvekst, snarere enn redusert sysselsetting som en kortsiktig følge av renteoppgangen. Virkningene på arbeidsmarkedet blir dermed ifølge RIMINI-modellen relativt moderate, og gir bare et marginalt bidrag til lavere lønns- og prisvekst. Virkningen på produktiviteten av en renteendring er imidlertid etter vår vurdering situasjonsbestemt, og er neppe symmetrisk ved renteøkninger og rentesenkninger når kapasitetsutnyttelsen i økonomien er høy.

Det må understrekes at disse beregningene representerer isolerte virkninger av endret rente. Virkningene av den renteoppgangen som faktisk har funnet sted vil kunne bli motvirket av andre forhold i økonomien. Samtidig vil slike beregninger være følsomme for blant annet endringer i publikums forventninger, som tradisjonelle modellberegninger ikke alltid klarer å ta hensyn til.

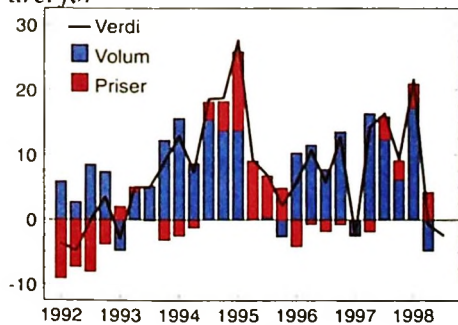
Virkinger av en renteoppgang på 3¼ prosent fra og med tredje kvartal 1998.

Vekstavvik i prosentpoeng fra referansebanen).*

	1999	2000*)
Privat konsum	-2	-1¼
Realinvesteringer Fastlands-Norge	-5¼	-6¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	-2	-1¼
BNP Fastlands-Norge	-1¼	-1
Sysselsetting	-¼	-½
Lønn	-0,1	-½

*) Referansebanen i denne rapporten stopper i 1999. Anslagene for 2000 er basert på en modellbestemt teknisk videreføring av referansebanen.

Figur 4.2 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig verdi hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor.

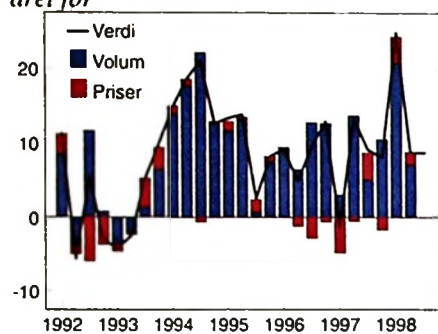
Kilde: Statistisk sentralbyrå

byrås konjunkturbarometer indikerer at bedriftene venter lavere ordreinngang fremover.

Erfaringsmessig har produksjonskapasiteten i eksportrettet industri vært den viktigste faktoren bak utviklingen i eksporten. Fallet i råvareprisene og høyere lønns- og kapital-kostnader vil medføre redusert lønnsomhet. Dette vil trolig bidra til noe mindre vekst i produksjonskapasiteten fremover. Anslagene for lønnsveksten innebærer også en kraftig økning i lønnskostnadene sammenliknet med lønnsveksten hos våre handelspartnere, selv om svekkelsen av kronkursen i noen grad vil oppveie dette innværende år. Over tid vil imidlertid økningen kunne føre til tap av markedsandeler. Alt i alt venter vi derfor lavere vekst i den tradisjonelle vareeksporten både i år og neste år enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten.

Prisfallet har fortsatt i de internasjonale råvaremarkedene. Den økonomiske tilbakegangen i Asia og Russland ser ut til å bli sterkere enn tidligere antatt, og det er grunn til å vente at råvareprisene vil holde seg lave i tiden fremover. Økt

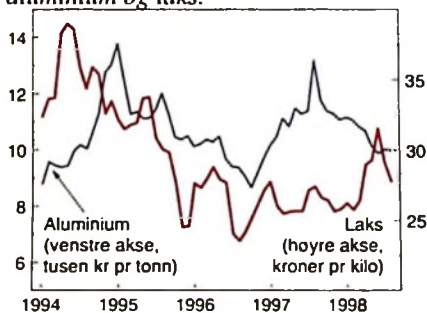
Figur 4.3 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året for



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig verdi hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor.

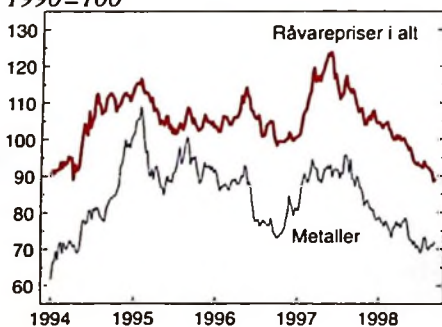
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.4 Prisutviklingen på aluminium og laks.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Financial Times

Figur 4.5 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller. Indeks 1990=100



Kilde: The Economist

konkurransen fra asiatiske land vil trolig også mer generelt bidra til svært moderat prisvekst internasjonalt. Svekkelsen av kronekursen vil oppveie denne utviklingen, og i sum venter vi at eksportprisene regnet i norske kroner vil vise noe sterkere vekst enn vi tidligere har antatt. Dette følger av vår forutsetning om valutakursen, som ikke reflekterer intensjonen i penge- og valutapolitikken.

Verdien av importen økte meget sterkt tidligere i år, men har de siste månedene vist tegn til mer moderate vekstrater. I henhold til kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) var volumveksten 12,8 prosent i første halvår sammenliknet med samme periode i fjor. Fallet i oljeinvesteringene og svakere vekst i innenlandsk etterspørsel neste år bidrar til at vi venter om lag uendret importvolum neste år

Oljeprisen fortsatte å falle i sommermånedene, men har økt noe de siste ukene. Fremover legger vi til grunn en pris i overkant av 100 1998-kroner pr. fat. Dette tilsvarer gjennomsnittet så langt i år. Vi legger videre til grunn at produksjonen av olje og gass blir noe lavere neste år enn vi tidligere har antatt. I sum bidrar høyere underskudd på den tradisjonelle handelsbalansen og lavere verdi av olje- og gasseksporten til at anslaget for overskuddet på driftsbalansen er nedjustert til 8 milliarder kroner inneværende år og til 30 milliarder kroner neste år.

4.3 Arbeidsmarkedet

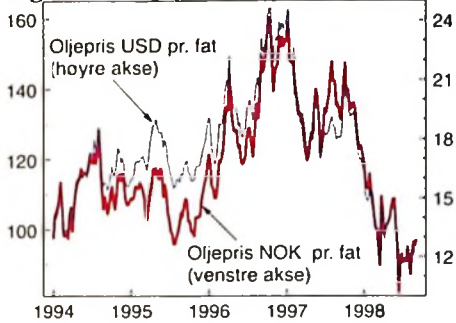
Lavere ledighet, men mulig utflating i sysselsettingen

Erfaringsmessig tar det tid å snu trender i arbeidsmarkedet, men kanskje ser vi nå det første tegnet til en avdemping i sysselsettingen. Ifølge foreløpige tall fra Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) og KNR økte sysselsettingen med 2,7 prosent første halvår sammenliknet med første halvår i fjor, men det var tegn til en viss utflating i andre kvartal. Vi kan imidlertid ikke utelukke at streikene dempet etterspørselen etter arbeidskraft i denne perioden, og dermed at reduksjonen i sysselsettingsveksten var midlertidig.

Også arbeidsstyrken viste tegn til utflating i andre kvartal. Den sesongjusterte AKU-ledigheten var dermed omtrent uendret. Hittil i tredje kvartal har også nedgangen i den registrerte ledigheten avtatt. Ved utgangen av august var det i underkant av 54 000 registrerte ledige (sesongjustert), tilsvarende 2,3 prosent av arbeidsstyrken.

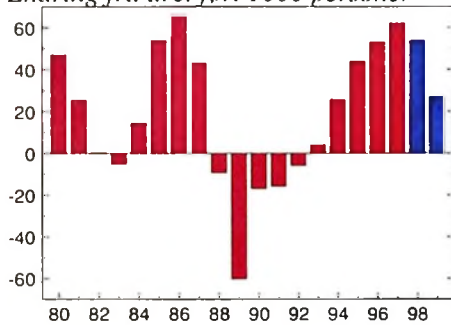
Utviklingen i arbeidsmarkedet indikerer at veksten i sysselsettingen kan bli noe lavere enn vi anslo i den forrige inflasjonsrapporten. Vi anslår nå veksten til om lag 2½ prosent, eller 55 000 personer, fra 1997 til 1998. Veksten i arbeidsstyrken kan komme opp i 1¾ prosent over samme periode. Dette innebærer at anslaget for ledigheten fra de forrige inflasjonsrapportene, 3¼ prosent i 1998, ser ut til å være forholdsvis robust.

Figur 4.6 Oljepriser i NOK og USD



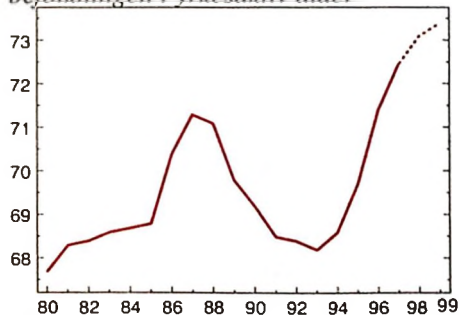
Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Sysselsatte personer. Endring fra året før. 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.8 Yrkesfrekvensen. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Dempet vekst i etterspørselen etter arbeidskraft forventes å gi noe svakere økning i sysselsettingen neste år enn vi tidligere har antatt. Veksten anslås til 1 prosent, noe lavere enn i forrige rapport. Vi legger til grunn at arbeidstilbudet vil fortsette å øke mer enn demografiske forhold alene skulle tilsi. Arbeidsstyrken vil likevel kunne øke mindre enn sysselsettingen, slik at ledigheten som gjennomsnitt over året blir litt lavere enn i 1998. Vi venter imidlertid at ledigheten vil begynne å øke mot slutten av neste år og inn i 2000. Samlet anslår vi AKU-ledighetsraten til å komme ned i 3 prosent i 1999, litt høyere enn i forrige rapport.

4.4 Lønnsutviklingen

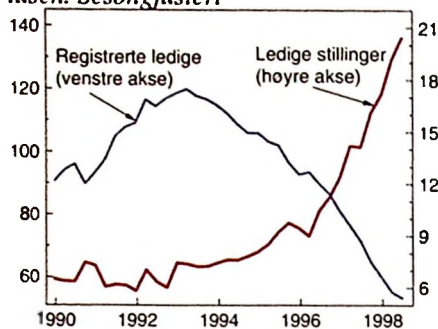
Lønnsveksten vil holde seg høy

Anslaget for lønnsveksten på 6 prosent inneværende år ligger fast. Dette er basert på resultatene fra årets lønnsoppgjør, samt egne vurderinger av lønnsglidningen. Et usikkerhetsmoment er i hvilken grad fallet i råvareprisene den siste tiden kan tenkes å dempe lønnsomheten og dermed de lokale tilleggene i deler av konkurranseutsatt virksomhet, men inneværende år vil dette bli motvirket av svakere valutakurs.

Presset i arbeidsmarkedet er imidlertid fremdeles høyt. Selv om ledigheten i vår bane ikke vil komme helt ned mot de laveste nivåene fra 1980-tallet, kan vi imidlertid ikke utelukke at likevektsledigheten har økt i løpet av 1990-årene slik at presstendensene er sterkere enn erfaringsmaterialet tilsier. For eksempel er veksten i ledige stillinger et tegn på at presset i arbeidsmarkedet er høyt. Ved utgangen av august var beholdningen av ledige stillinger 48 prosent høyere enn på samme tid i fjor. Det indikerer at det stadig blir vanskeligere å få besatt ledige stillinger, noe som kan føre til at lønningene drives oppover i konkurransen om kvalifisert arbeidskraft. Fallet i langtidsledigheten kan tyde på det samme. I andre kvartal var det 21 prosent av de arbeidsledige som hadde en sammenhengende ledighetsperiode på over et halvt år. I samme kvartal i 1997 var denne andelen 24 prosent.

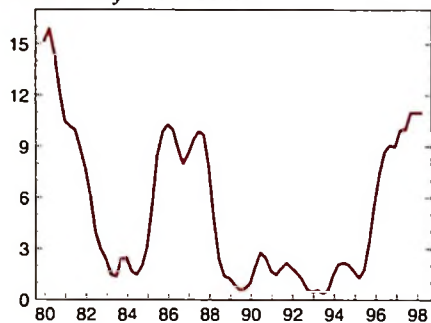
Til tross for fortsatt høyt press i arbeidsmarkedet, er det også noen viktige forhold som tilsier at lønnsveksten neste år kan bli lavere. For det første har dempet etterspørsel ført til en viss nedjustering av anslaget for sysselsettingen, og dermed et mindre fall i arbeidsledigheten enn vi anslo i juni. I RIMINI-modellen vil dette redusere lønnspresset. For det andre anslår vi en svakere utvikling i råvareprisene, som sammen med renteoppgangen, vil gi redusert lønnsomhet i råvareproduserende bedrifter. Så langt er imidlertid dette blitt motvirket av svekkelsen i valutakursen. Sist, men ikke minst, kan turbulensen i penge- og valutamarkedet de siste månedene bidra til at partene i arbeidslivet innses nødvendigheten av å opptre forsiktig.

Figur 4.9 Antall registrerte ledige personer og ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



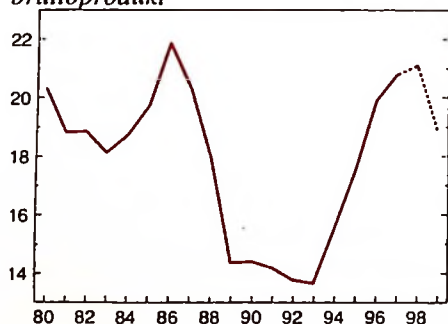
Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 4.10 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.11 Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Bruttoinvesteringer i prosent av bruttoprodukt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Basert på de historiske erfaringene for lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen, anslår vi årslønnsveksten til 6½ prosent neste år. Dette er betydelig høyere enn lønnsveksten hos våre handelspartnere. Anslaget er modellbasert og følger fra de øvrige vurderingene vi har gjort om sentrale variable i RIMINI-modellen, blant annet de tekniske forutsetningene om rente og valutakurs som ikke reflekterer intensjonen i pengepolitikken. Sammen med høyt lønnsoverheng, spesielt i offentlig sektor - men også i privat sektor, impliserer vårt anslag at tariff tilleggene neste år blir lavere enn de ble i år. Det ser likevel ut til at lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor vil svekkes noe de nærmeste årene. En sterkere valutakurs og parter som er villige til å legge større vekt på den fremtidige utviklingen i arbeidsmarkedet, vil bidra til en annen utvikling.

4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Kraftig fall i fastlandsinvesteringene neste år

Det er i særlig grad investeringene som bidrar til svakere vekst i økonomien neste år. Renteoppgangen har ført til økt pris på kapital og økte avkastningskrav. Det vil dermed bli færre investeringsprosjekter som nå fortøner seg som lønnsomme sammenliknet med situasjonen bare for noen måneder siden. Utviklingen på børsen bidrar også til at det kan bli vanskeligere å hente inn ny kapital. Samtidig vil lavere vekst i økonomien redusere behovet for å bygge ut produksjonskapasiteten.

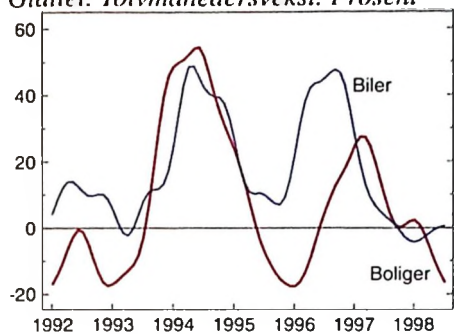
Selv om Asia-krisen så langt trolig bare i begrenset grad har påvirket den økonomiske utviklingen i Norge, vil fornyet uro i verdensøkonomien og dermed økt usikkerhet raskt kunne føre til redusert investeringsvilje, særlig i industrien. Investeringsstillingen for tredje kvartal indikerer også et kraftig fall i investeringene neste år. Videre kan forventninger om fremtidig valutauro i små økonomier kunne føre til at det fremstår som mer attraktivt å investere i ØMU-området for bedrifter som har sitt marked i disse landene.

Neste år vil trolig bli det første på mange år med fall i realinvesteringene blant fastlandsbedriftene. Etter en anslått vekst på rundt 5 prosent inneværende år, ser vi for oss et fall på 9 prosent neste år. I tillegg til de faktorene som er nevnt, vil nedtrapping og ferdigstilling av store offentlige investeringsprosjekter som hovedflyplassen på Gardermoen og Rikshospitalet være med på å trekke investeringsveksten ned neste år.

Det kan likevel være at vi undervurderer styrken i fallet, gitt den usikkerhet som for tiden preger utviklingen i både internasjonal og norsk økonomi. Den vedtatte konjunkturavgiften på investeringer bidrar også til å svekke lønnsomheten ved å investere i realkapital ytterligere.

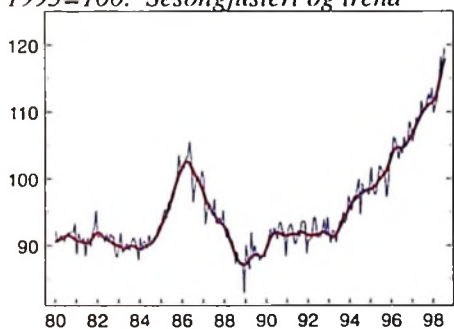
Basert på blant annet opplysninger i Revidert nasjonal-

Figur 4.12 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal. Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



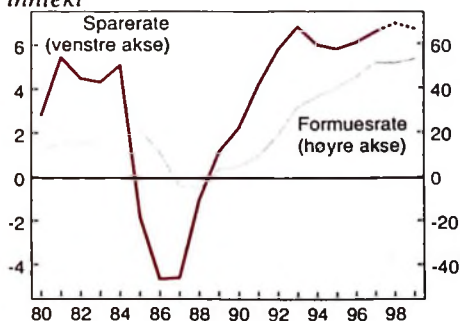
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.13 Varekonsumindeksen. 1995=100. Sesongjustert og trend



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.14 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

budsjett samt vurderinger av investeringstillingen for tredje kvartal anslår vi veksten i oljeinvesteringene til 17 prosent i år, mens vi forventer et fall neste år på 10 prosent. Dette er samme impuls fra oljeinvesteringene til fastlandsøkonomien som vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Veksten i privat konsum vil avta neste år

Ifølge foreløpig kvartalsvis nasjonalregnskap økte det private konsumet med 3,8 prosent første halvår i år sammenliknet med første halvår i fjor. Veksten i varekonsumet utenom biler har vist klart sterkere oppgang enn dette, men lavt salg av nye biler har trukket det totale varekonsumet ned. Ifølge de siste tallene fra Statistisk sentralbyrås varekonsumsindeks, tiltok veksten i varekonsumet utenom biler ytterligere i juli.

Fortsatt sysselsetningsvekst og høy lønnsvekst vil isolert sett bidra til relativt sterk vekst i husholdningenes inntekter. Den siste tids renteøkninger vil imidlertid medføre en mer moderat konsumvekst enn tidligere anslått. Renteoppgangen vil bidra til både høyere rentekostnader for husholdninger og økt avkastning på fordringene. Selv om husholdningene er i netto fordringsposisjon samlet sett, har bedringen i husholdningenes formue imidlertid i stor grad kommet i form av økt formue i aksjer og verdipapirfond. For disse formuesobjektene vil høyere rente ikke gi noen åpenbar inntektseffekt på kort sikt. Høyere rente vil derimot kunne gi kurstap og dermed redusere husholdningenes netto formue. Et slikt formuesfall kan føre til lavere vekst i husholdningenes etterspørsel. Samtidig har husholdningene netto lånegjeld. Så lenge husholdningenes lån er større enn bankinnskuddene, vil høyere rente ha en negativ inntektseffekt på husholdningenes likviditet, og dermed deres etterspørsel. I sum trekker dette i retning av at renteoppgangen får en forholdsvis sterk negativ effekt på husholdningenes konsum.

Vi anslår nå konsumveksten til 4¼ prosent i år og 2 prosent neste år. Dette er en nedjustering på henholdsvis ¼ og 2¼ prosentpoeng sammenliknet med anslagene i forrige inflasjonsrapport. Til tross for nedjusteringen ser det likevel ut til at det private konsumet blir den viktigste positive faktoren bak den økonomiske veksten neste år. Anslagene innebærer en svak oppgang i spareraten inneværende år, og tilnærmet uendret sparerate i 1999. Det kan imidlertid ikke utelukkes at husholdningene vil reagere med å øke spareraten som følge av økte netto renteutgifter og reduksjonen i formue som renteoppgangen medfører, slik vi så mot slutten av forrige høykonjunktur. En slik reaksjon vil innebære enda lavere etterspørselsvekst neste år.

Igangsettingen av nye boliger har utviklet seg svakere enn forventet siden forrige inflasjonsrapport. Sammen med økte utlånsrenter i bankene, trekker dette i retning av svakere vekst i boliginvesteringene enn tidligere anslått både i år og neste år.

Bruktboligprisene viste fortsatt sterk vekst i annet kvartal. Sesongmessige variasjoner samt renteoppgangen vil imidlertid kunne føre til en viss korreksjon nedover på prisene fra andre halvår.

Lavere råoljepris reduserer overskuddet i statsbudsjettet og petroleumsfondet

I fremskrivningen har vi også denne gang tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som ble skissert i Revidert nasjonalbudsjett (RNB) for 1998 samt utviklingen hittil i år. Det samlede overskuddet i statsbudsjettet ble i RNB anslått til 47 milliarder kroner i år, basert på en oljepris på 110 kroner pr. fat. Lavere oljepris og oljeproduksjon har redusert anslaget fra vedtatt budsjett.

I 1997 økte inntektene i kommunesektoren kraftig. Tall fra skatteregnskapet de første sju månedene i år viser at denne tendensen har fortsatt, og vil dermed legge grunnlag for et høyt aktivitetsnivå fremover. Lønnsoppjøret og renteoppgangen vil imidlertid trekke i motsatt retning. Investeringsnivået i år er beheftet med betydelig usikkerhet. Store investeringer i helse- og omsorgssektoren kan tilsi at det høye nivået fra i fjor videreføres. Vi legger derfor til grunn uendrede investeringer inneværende år.

Samlet offentlig konsum anslås å øke med om lag $2\frac{1}{2}$ prosent i år og $1\frac{1}{2}$ prosent i 1999. Vi legger dermed til grunn en underliggende realvekst i statsbudsjettets utgifter på i underkant av $2\frac{3}{4}$ prosent i år og $1\frac{3}{4}$ prosent neste år. Dette innebærer at vi i referansebanen opererer med en innstramming i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte overskuddet på om lag $\frac{1}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge i 1999. I det alternative scenariet forutsatte vi et strammere finanspolitisk opplegg enn i referansebanen.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	1997	1998	1999
Realøkonomi			
Privat konsum	3,4	4 ¼	2
Offentlig konsum	3,0	2 ½	1 ½
Bruttoinvesteringer i alt	12,6	7 ¼	-6 ¾
Oljevirkosomhet	15,5	17	-10
Fastlands-Norge	9,7	4 ¾	-6
Bedrifter	9,1	5	-9
Boliger	9,0	2 ¾	-2 ¾
Offentlig forvaltning	12,1	6	1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,5	4	¼
Ekspert	5,8	2 ¾	4 ½
Råolje og naturgass	2,3	½	6 ½
Tradisjonelle varer	8,0	5	4
Import	12,3	7 ¾	- ¾
Tradisjonelle varer	8,6	9 ½	0
BNP	3,4	3	2
Fastlands-Norge	3,7	3 ½	1 ¼
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,9	2 ½	1
Arbeidsstyrke, AKU	2,1	1 ¾	¾
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,1	3 ¼	3
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,6	2 ½	3 ¼
Årslønn	4,3	6	6 ½
Importpris tradisjonelle varer	-1,1	1 ¾	3 ¼
Ekspertpris tradisjonelle varer	0,5	1	3
Råoljepris i kroner (nominelt nivå)	134	101	104
Utenriksøkonomi			
Ekspertoverskudd, mrd. kroner (nivå)	76,3	20	43
Driftsoverskudd, mrd. kroner (nivå)	56,9	8	30
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	5,2	¾	2 ½
Memo			
Husholdningenes sparerate	6,6	7	6 ¾

1 OVERSIKT

Sidan forrige kvartalsrapport har det vore stor uro i dei internasjonale finansmarknadene, blant anna knytt til den ustabile situasjonen i Russland. Aksjekursane har falle i dei fleste land, og dei lange rentene i USA og Tyskland har falle kraftig. Nokre mindre valutaer har svekt seg markert mot hovudvalutaene, men det har også vore store rørsler mellom japanske yen og amerikanske dollar. Pengepolitikken i USA og Tyskland har lege fast, mens den i Japan er blitt noko meir ekspansiv. I alle dei tre landa har pengemarknadsrentene falle noko sidan forrige rapport.

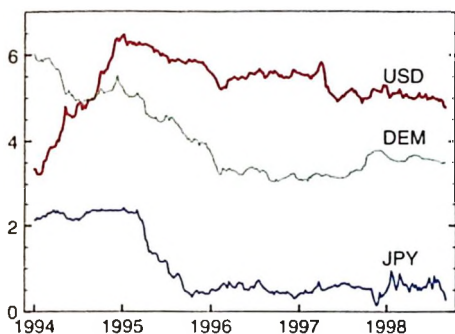
Som følge av kraftig press i retning av svakare norske kroner har Noregs Bank heva styringsrentene sine fem gonger med til saman 3,75 prosentpoeng sidan forrige rapport. Samtidig med offentleggjinga av den siste renteauken 24. august kunngjorde Noregs Bank at verkemiddelbruken ville forbli uendra inntil vidare. Pengemarknadsrentene har auka monaleg, og den effektive tremånadersrenta er no 8,6 prosent. Rentedifferansane mot ECU og tyske mark har auka til høvesvis 3,9 og 4,6 prosentpoeng. Norske kroner har likevel svekt seg mot europeiske valutaer sidan forrige rapport. Målt med ECU-indeksen er krona no 4,2 prosent svakare enn i byrjinga av juni. Svekkinga målt med den effektive valutakursen for industrien har vore noko mindre.

Norske obligasjonsrenter har gjennomgåande auka svakt mens tilsvarende tyske renter har falle markert, slik at rentedifferansane har auka sidan forrige rapport. Renta på norske tiårs statsobligasjonar ligg no 1,4 prosentpoeng over tilsvarende tysk rente. Totalindeksen på Oslo børs har utvikla seg endå svakare enn tilsvarende indeksar i dei fleste andre land og har hittil i år falle med 22,9 prosent.

Utlånsrenta i bankane auka med 0,3 prosentpoeng i andre kvartal 1998, til 6,3 prosent. Innskottsrentene auka også, men mindre enn utlånsrenta, slik at rentemarginen var høgare enn i første kvartal. Tolvmånadersveksten i innlandsk kreditt (K2) har flata ut dei siste månadene, men veksttakten er framleis høg, på rundt 10 prosent. Pengemengdeveksten (M2) avtok i juni og juli, men veksten hittil i år var høgare enn i same periode i fjor.

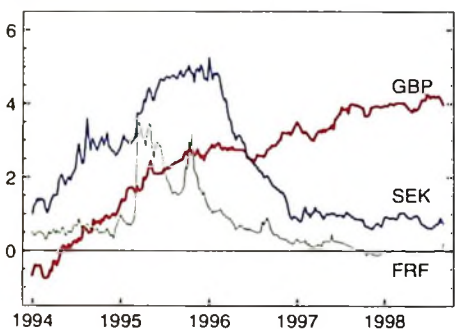
2 UTVIKLINGA INTERNASJONALT

Figur 2.1 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



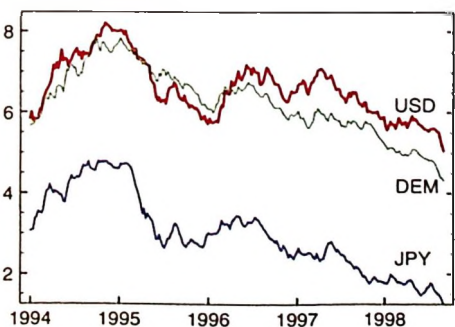
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.2 Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.3 Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Med unntak av Japan har pengepolitikken i dei største industrilanda lege fast sidan forrige rapport. Den 9. september annonserte den japanske sentralbanken at dei ville søkje å bringe døgnrenta mellom bankane ned frå om lag 0,45 prosent til 0,25 prosent. Den offisielle diskontoen - renta bankane betaler på lån i sentralbanken - ligg uendra på 0,5 prosent. Etter dette fall tre månaders pengemarknadsrente ned til om lag 0,2 prosent. Renteendringa blei grunnlagt av Bank of Japan med faren for at økonomien i landet er på veg inn i ein deflasjonsspiral. I Tyskland og USA har tremånaders pengemarknadsrente falle med høvesvis 0,25 og 0,1 prosentpoeng sidan førre rapport.

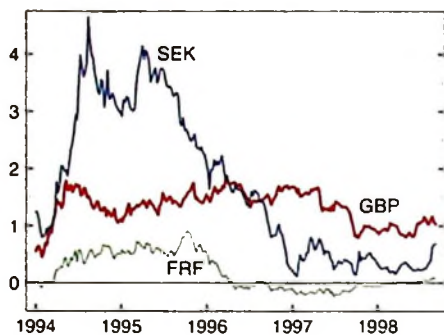
Den økonomiske krisa i Asia kombinert med fall i dei internasjonale aksjemarknadene ser ut til å ha ført til ein kapitalflukt inn i europeiske og nordamerikanske statsobligasjonar som har pressa dei lange rentene ned. For første gong på 30 år ser det ut til at USA i år får eit overskott på statsbudsjettet. Det reduserer statens finansieringsbehov og har truleg verka positivt på den amerikanske obligasjonsmarknaden. Den 10. september blei det notert ei rente på 5,2 prosent for statsobligasjonar med 30 års løpetid. Dette er den lågaste renta sidan amerikanske styresmakter tok til å utferde 30-årspapir i 1977.

Dei lange rentene, målt ved ti års statsobligasjonar har, har nådd ny botnrekord i Tyskland. Den 11 september fall renta til under 4 prosent. Sidan førre rapport har tyske og amerikanske tiårsrenter falle med om lag 0,8 prosentpoeng. I Japan auka dei lange rentene fram til midten av juli, då dei nådde 1,8 prosent. Etter dette har dei falle, og kom 11. september under 1 prosent.

Utvalde renteendringar internasjonalt

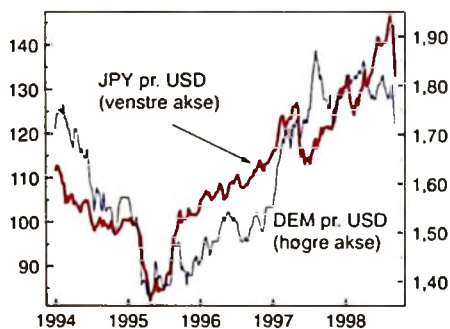
Land/rente	Kunngjeringsdato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
Hellas			
14 dagars innskottsrente	08.07.	-75	13,00
Lombardrenta	31.07.	-300	16,00
Kanada			
Bank rate	27.08.	+100	6,00
Målsonen for dag-til-dag-renta	27.08.	+100	5,00 - 6,00
Japan			
dag-til-dag renta	09.09.	-ca 20	0,25

Figur 2.4 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



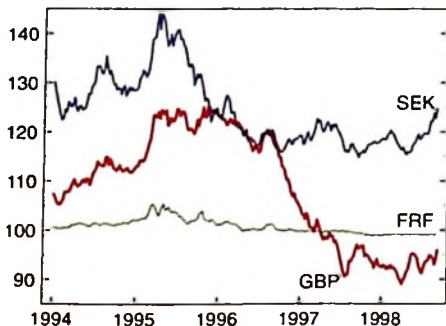
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5 Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.6 Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer målt mot DEM. Veketal. Veke 1, 1992 = 100



Kjelde: Noregs Bank

Japanske BNP-tal viste eit fall rekna i årleg rate på 5,3 prosent i første kvartal i år. Tala blei publiserte 12. juni og var klart dårlegare enn kva marknadsaktørane hadde forventta, og japanske yen fall til sitt lågaste nivå mot amerikanske dollar på åtte år. Mot slutten av juli var det igjen uro på dei asiatiske valutamarknadene i samband med utnemninga av ny statsminister og regjering i Japan. Japanske yen fall ytterlegare til over 147 mot amerikanske dollar i byrjinga av august.

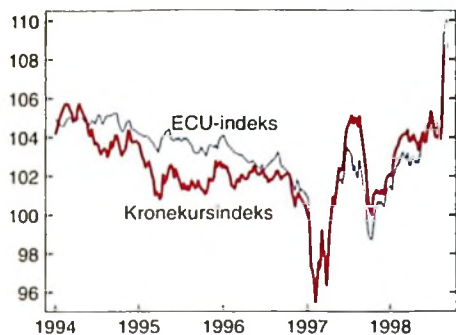
16. august meddelte Russlands statsminister og sentralbanksjef ei «de facto» devaluering av rubelen og tiltak for å lette betalinga av den russiske gjelda. Frykt blant marknadsaktørane for at krise i Russland skal spreie seg til Latin-Amerika skal ha verka til at amerikanske dollar har svekt seg mot japanske yen og tyske mark i slutten av august og byrjinga av september. I midten av september var kursen på japanske yen i overkant av 131 mot amerikanske dollar.

Sidan forrige rapport har svenske kroner svekt seg med knapt 4 prosent mot teoretisk ECU. Faktorar som er blitt framheva som årsak til svekkinga av den svenske krona har vore «flight to quality» som følgje av Asia-krise og det føreståande riksdagsvalet i september.

Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i byrjinga av juni 1,6 prosent. Spennvidda har sidan auka og var i midten av september 5,1 prosent, med greske drakmer som den sterkaste og finske mark som den svakaste valutaen.

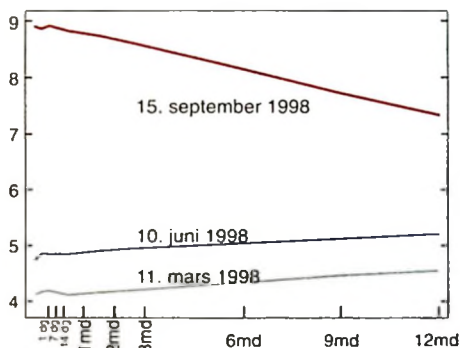
3 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

Figur 3.1 Utviklinga i kronekursen målt med ECU-indeksen og den effektive kronekursen til industrien. Veketal



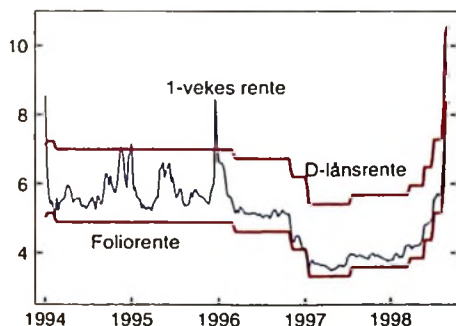
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.3 Utviklinga i dei korte pengemarknadsrentene. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

3.1 Valutamarknaden

Norske kroner har sidan forrige rapport (10. juni) svekt seg med om lag 4,2 prosent målt mot ECU. Kronekursen har i denne perioden variert mellom 104,0 og 114,3 målt ved ECU-indeksen, og 14. september var kursen 108,9.

Sidan forrige rapport har krona svekt seg med 4,6 prosent mot tyske mark, mens svekkinga overfor våre viktigaste handelspartnarar utanfor euro-området har vore noko mindre. Målt med den effektive valutakursen for industrien har krona såleis svekt seg med 3,2 prosent i perioden.

Noregs Bank har hittil i år (tom. veke 36) netto kjøpt valuta for 17,6 milliardar kroner. I den same perioden i 1997 blei det til samanlikning netto kjøpt valuta for 49 milliardar kroner. Lågare netto valutakjøp hittil i år må blant anna sjåast i samanheng med lågare kjøp til petroleumsfondet enn i 1997.

For 1998 blei det i Revidert nasjonalbudsjett budsjettert med ei avsetning til Petroleumsfondet på 47 milliardar kroner. Anslaget var basert på ein gjennomsnittleg oljepris på 110 kroner pr. fat. Gjennomsnittleg oljepris hittil i år er 100 kroner.

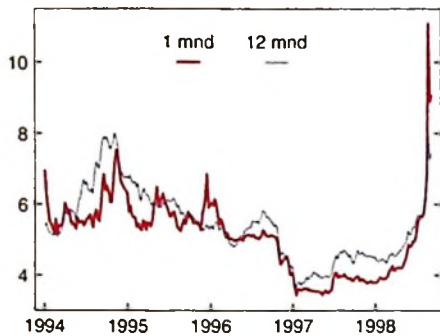
3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

Renteutviklinga

Rentene på bankane sine folioinnskott og D-lån i sentralbanken er blitt heva fem gonger med til saman 3,75 prosentpoeng sidan forrige rapport. Rentesatsane blei auka med 0,25 prosentpoeng 29. juni. Deretter sette Noregs Bank opp rentene med 0,5 prosentpoeng 6. juli og 12. august. Den 21. august blei rentene sette opp med ytterlegare 1,5 prosentpoeng. Den 24. august auka Noregs Bank rentene med 1 prosentpoeng med verknad frå neste dag, og kunngjorde samtidig at det ikkje ville bli gjort ytterlegare endringar i verkemiddelbruken inntil vidare. Rentene på folioinnskott og D-lån er etter dette på høvesvis 8,0 og 10,0 prosent.

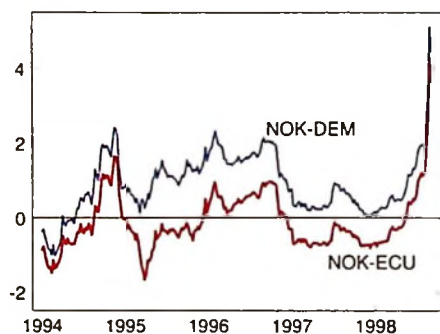
Som følge av denne utviklinga har rentene i den norske pengemarknaden auka kraftig sidan forrige rapport. Den effektive tremånadersrenta auka med 5,9 prosentpoeng frå 10. juni til 24. august. Den kraftigaste oppgangen kom i perioden 20.-24. august, då tremånadersrenta auka med nesten 4 prosentpoeng. Dei heilt korte pengemarknadsrentene med løpetider på ei og to veker auka endå sterkare i denne perio-

Figur 3.4 Utviklinga i ein- og tolv-månaders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal



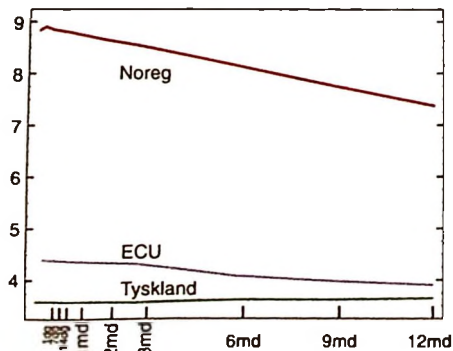
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.5 Rentedifferansar for tre-månaders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.6 Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive pengemarknadsrenter. 10. juni 1998



Kjelde: Noregs Bank

den. I perioden etter 24. august blei noko av den kraftige auken reversert. Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter med løpetider frå ei veke til og med tre månader) er no 3,9 prosentpoeng høgare enn ved forrige rapport.

Som følgje av renteaukane har differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter auka frå 0,4 prosentpoeng ved forrige rapport til 3,9 prosentpoeng no. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har i same perioden auka frå 1,1 prosentpoeng til 4,6 prosentpoeng.

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar rentene i pengemarknaden gjennom fastsetjing av foliorente og D-lånsrente for bankane, som saman dannar ein korridor for dei kortaste pengemarknadsrentene. Innanfor denne korridoren kan Noregs Bank påverke rentenivået i pengemarknaden gjennom tilførsel eller inndraging av likviditet. Ved bruk av ulike likviditetspåverkannde instrument motverkar såleis Noregs Bank sesongvariasjonar i likviditeten til bankane som blant anna følgjer av inn- og utbetalingar til staten.

Gjennom heile juni og første del av juli hadde bankane eit underliggjande likviditetsoverskott. Delar av dette overskottet blei drege inn gjennom til saman tolv F-innskott. Mot slutten av juli blei likviditeten strammare, og Noregs Bank tilførte likviditet gjennom to gjenkjøpsavtalar og eitt F-lån. Gjennom juni og juli førte den gjennomgåande rommelege likviditeten til at dei kortaste pengemarknadsrentene låg i nedre del av rentekorridoren. I slutten av juli og byrjinga av august drog Noregs Bank inn likviditet gjennom fire F-innskott. Mot midten av august førte uroa i valutamarknaden til at Noregs Bank selde valuta mot kroner, noko som verka til strammare likviditet i pengemarknaden. Noregs Bank tilførte derfor likviditet gjennom eit F-lån og ein gjenkjøpsavtale. Mot slutten av august blei likviditeten rommelegare og Noregs Bank drog inn delar av overskottslikviditeten gjennom to F-innskott.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut for å finansiere statleg verksemd samtidig som utleggingane blir tilpassa likviditetssituasjonen i pengemarknaden. Dei seinare åra er det stort sett blitt gjennomført emisjonar av statssertifikat kvar måned, etter eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv månaderssertifikat kvart kvartal. I dei mellomliggjande månadene har ein utvida eksisterande lån slik at fire uteståande lån jamt over dekkjer løpetider opp til eitt år.

Den 15. juni blei det emittert eit statssertifikat (SS54), med

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsel¹⁾

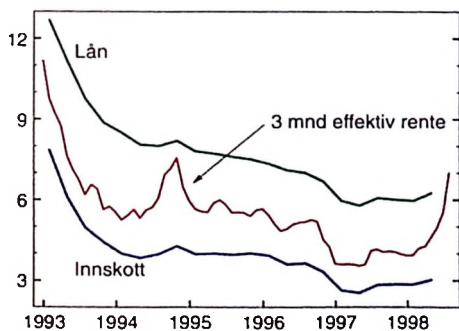
	1998				
	apr	mai	jun	jul	aug
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr)	-1,4	1,7	-3,0	-4,0	-0,8
Av dette					
D-lån	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2
F-lån/innskott	-1,7	-2,8	-3,3	-5,1	-2,0
anna finansiering	0,3	3,9	0,2	1,1	1,2
D-lånstilgang, mrd. kr	3,1	3,0	4,6	4,4	4,4
Bankane sine likvide reserver i form av folioinnskott i Noregs Bank	7,1	7,4	6,7	6,8	5,5
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,83	3,83	4,37	4,91	6,59
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	-	-	-	5,26	5,71

1) Oversikt over bankane sine lån i Noregs Bank over ein lengre tidsperiode finst bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

**Tabell 3.2. Sertifikatmarknaden¹⁾
Bruttoemisjonar av sertifikat etter sertifikattype. (Milliardar kroner)**

	1996	1997	1997 1998	
			jan-juli	
Statssertifikat	50,0	92,5	66,5	33,0
Banksertifikat	90,5	102,5	59,4	56,2
Kreditsertifikat	32,0	20,1	12,0	9,0
Lånesertifikat	73,4	84,5	45,6	51,3
Finanssertifikat	3,7	4,6	3,0	3,8
Utanlandske sertifikat i NOK	1,0	0,0	0,0	0,0
I alt	250,6	304,2	186,5	153,3

1) Tabell 18 i tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat i VPS fordelt på eigarsektorar.

Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders penge-marknadsrente. Prosent p.a.

Kjelde: Noregs Bank

forfall 18. november 1998. Dette var eit såkalla ad-hoc sertifikat som blei lagt ut for å trekkje inn overskottslikviditet i pengemarknaden. Tildelt volum var 7 milliardar kroner til marknaden og 0,5 milliardar til Noregs Bank. Vegd gjennomsnittsrente blei 5,0 prosent Den 6. juli blei statssertifikatlånet SS55, med forfall 16. juni 1999, emittert med 4 milliardar kroner til marknaden og 0,5 milliardar til Noregs Bank. Vegd gjennomsnittsrente blei 5,6 prosent. Den 3. august blei SS55 utvida med 3 milliardar kroner til ei vegd gjennomsnittsrente på 5,5 prosent. Den 7. september blei SS54 utvida med 2 milliardar kroner til ei vegd gjennomsnittsrente på 8,1 prosent.

Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap. Beholdinga i desse sektorane utgjorde om lag 67 prosent av ein samla pålydande verdi på 30 milliardar kroner ved utgangen av andre kvartal. Samanlikna med utgangen av første kvartal har offentlege finansføretak auka behaldningsdelen sin, mens utlendingane sin del er redusert.

I dei åtte første månadene i år blei det omsett sertifikat for 140 milliardar kroner på Oslo børs. Statssertifikat stod for om lag 70 prosent av omsetninga.

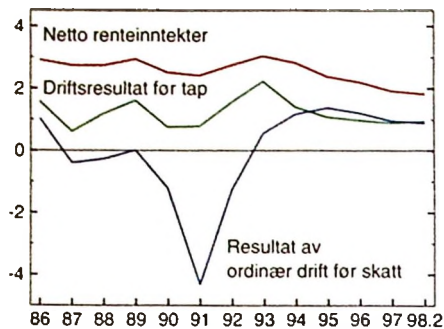
3.3 Renteutviklinga i finansinstitusjonane

Både utlåns- og innskottsrentene i bankane gjekk opp i andre kvartal 1998. Utlånsrentene auka med 0,3 prosentpoeng til 6,3 prosent ved utgangen av kvartalet. Rentene på bankinnskott auka med 0,2 prosentpoeng og var 3 prosent ved utgangen av perioden. Rentemarginen auka dermed med 0,1 prosentpoeng til 3,2 prosent. I livsforsikringsselskapa gjekk utlånsrentene opp med 0,2 prosentpoeng i andre kvartal og var 5,5 prosent ved utgangen av kvartalet. Utlånsrentene i kredittføretaka fall med 0,2 prosentpoeng til 6 prosent. Rentene på utlån frå dei statlege låneinstitutta auka med 0,1 prosentpoeng og var 4 prosent ved utgangen av andre kvartal.

3.4 Resultatutviklinga i finansinstitusjonane

Det samla resultatet av ordinær drift etter tap og skatt i forretningsbankane i andre kvartal 1998 var på om lag 1,3 milliardar kroner. Dette tilsvarte 0,8 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK). Dette var ein svak nedgang frå første kvartal både i millionar kroner og som del av GFK. Målt som del av GFK var kvartalsresultatet det same som i andre kvartal 1997, sjølv om det auka med 0,2 milliardar kroner. Driftsresultatet før tap auka samanlikna med første kvartal 1998 og andre kvartal 1997, rekna både i kroner og i prosent av GFK.

Figur 3.8 Hovudtal for resultatata til forretningsbankane. Milliardar kroner

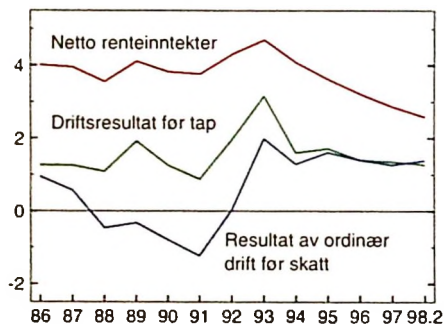


Kjelde: Noregs Bank

Sparebankane² sitt samla resultat av ordinær drift etter tap og skatt i andre kvartal 1998 var på om lag 0,7 milliardar kroner (0,9 prosent av GFK) mot 0,9 milliardar i første kvartal. Samanlikna med andre kvartal 1997 var det ei monaleg betring, både i kroner og som del av GFK. Driftsresultatet før tap var om lag uendra frå første kvartal, men betre enn i andre kvartal 1997.

Resultatet av ordinær drift etter tap og skatt i kredittføretaka i andre kvartal 1998 utgjorde 0,3 prosent av GFK. Dette var eit langt dårlegare resultat enn både i føregåande kvartal og andre kvartal 1997. Det tilsvarande resultatet for finansieringsselskapa var 2,6 prosent av GFK. Som del av GFK var dette lågare enn både i føregåande kvartal og andre kvartal 1997.

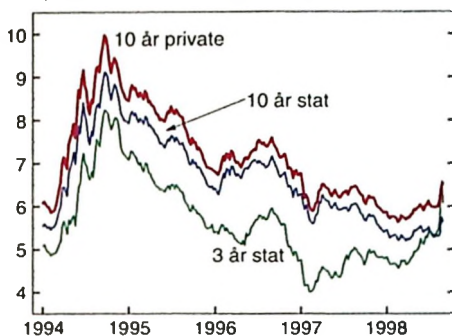
Figur 3.9 Hovudtal for resultatata til sparebankane (dei 30 største). Milliardar kroner



Kjelde: Noregs Bank

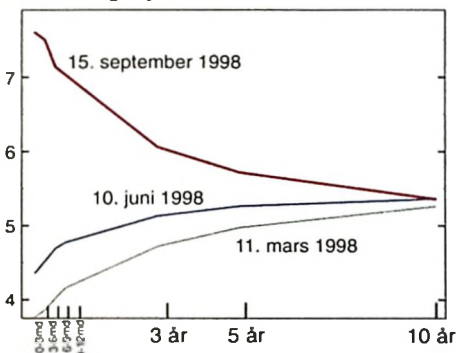
² Dei 30 største sparebankane

Figur 4.1 Effektive renter på stats- og private obligasjoner. Veketal



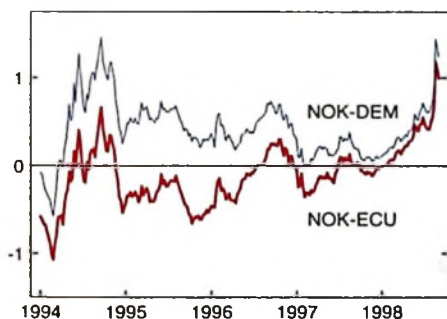
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.3 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

4 KAPITALMARKNADENE

4.1 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Sidan forrige rapport har rentene på norske statsobligasjonar stige med om lag 0,4 prosentpoeng i gjennomsnitt. Rentene på obligasjonar med korte løpetider har stige relativt mykje, noko som kan sjåast på bakgrunn av sterkt auka renter i pengemarknaden. Avkastningskurva er no fallande, slik at obligasjonar med kort løpetid har vesentleg høgare rente enn obligasjonar med lang løpetid. Renta på norske tiårs statsobligasjonar var 14. september vel 5,4 prosent, det same nivået som vi hadde i midten av juni.

Differansen mellom renta på norske og tyske tiårs statsobligasjonar har auka frå 0,6 til 1,4 prosentpoeng 14. september. Tilsvarende rentedifferanse overfor teoretisk ECU har auka frå 0,4 til vel 0,9 prosentpoeng over den same perioden. Effektiv rente på tyske statsobligasjonar og teoretisk ECU-obligasjonar var 14. september respektive 4,0 og 4,5 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar over Oslo Børs var fram til utgangen av august i år på vel 810 milliardar kroner. I august var omsetninga på vel 134 milliardar kroner, og dagleg gjennomsnittsomsetning var 6,4 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer med 84 prosent av totalomsetninga hittil i 1998 og 91 prosent av totalomsetninga i august. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var vel 126 milliardar kroner fram til utgangen av august og vel 12 milliardar kroner i august 1998. Dette var for det meste lån emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

Frå januar til juli 1998 blei det emittert obligasjonar for 47,2 milliardar kroner, samanlikna med 50,5 milliardar kroner i same perioden i 1997. Private bankar og forsikringsselskap har redusert sine bruttoemisjonar med om lag 14 prosent i høve til 1997. Deira del av samla emisjonsbeløp var likevel nesten 50 prosent. Statsbankar og statsføretak auka bruttoemisjonane sine med nesten 60 prosent, til 5,4 milliardar kroner.

Uteståande beholdning i tonegjevande statspapir er ikkje endra sidan forrige rapport. Framleis er det uteståande obligasjonar for ein total pålydande verdi på 130 milliardar kroner i seks tonegjevande lån.

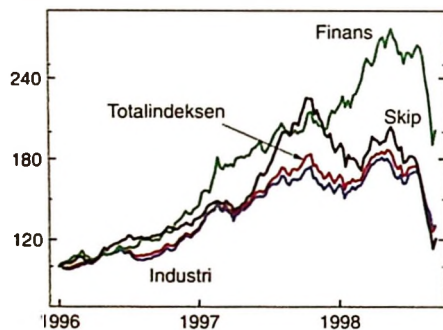
Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹⁾
Bruttoemisjoner av ihendehavarobli-
gasjonar etter låntakarsektor. (Milli-
ardar kroner)

	1996	1997	1997 jan-juli	1998
Statsforvaltninga	21,0	14,0	10,0	10,0
Statsbankar og stats- foretak	7,9	3,9	3,4	5,4
Private bankar og forsikringsselsk.	23,3	39,9	27,0	23,3
Kredittforetak og finansieringsselskap	7,0	5,6	4,7	3,8
Private og kommunar	9,6	9,9	4,6	4,5
Utanlandske låntakarar	1,6	0,8	0,8	0,0
I alt	70,7	74,1	50,5	47,2

¹⁾ Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obligasjonar i VPS fordelt på eigarsektorar.

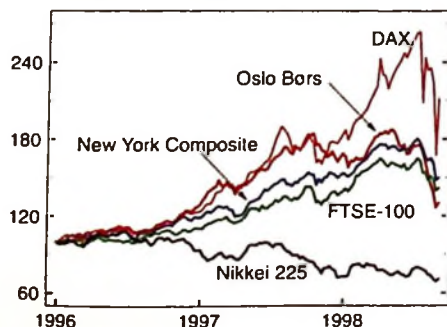
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.4 Aksjeindeksar ved Oslo Børs. Veketal. Veke 1, 1993 = 100



Kjelde: Oslo Børs

Figur 4.5 Internasjonale aksjeindeksar. Veketal. Veke 1, 1993 = 100



Kjelde: Oslo Børs

Eigarstruktur

Ved utgangen av juni 1998 viser mellombels tal frå Verdipapirsentralen at forsikringsselskapa stod som den største eigareren av obligasjonar registrerte i VPS, med ein eigardel på vel 39 prosent av ein samla marknadsverdi på vel 400 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankanes sikringsfond) hadde ein eigardel på knapt 18 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga åtte om lag 10 prosent. Utlendingane sin eigardel var ved utgangen av juni 1998 vel 11 prosent.

4.2 Aksjemarknaden

Kursutviklinga

Totalindeksen og alle delindeksar ved Oslo Børs har vist ein stigande trend sidan 1995 og fram til mai 1998, jf. figur 4.4. Totalindeksen har sidan 1995 og fram til utgangen av august 1998 auka med om lag 50 prosent. I inneverande år auka indeksen fram til byrjinga av mai, men har sidan falle mykje. Totalindeksen er no 22,9 prosent lågare enn ved utgangen av 1997 og har falle med 30,5 prosent sidan toppen i byrjinga av mai. Av delindeksane har skipsindeksen hatt den største tilbakegangen hittil i år, med eit fall på om lag 39,7 prosent. Finansindeksen er den delindeksen som har falle minst hittil i 1998, med om lag 8,8 prosent.

Med unntak av den japanske marknaden har dei internasjonale aksjeindeksane som er presenterte i figur 4.5 auka kraftig sidan 1995. Oppgangen heldt fram i første halvdel av 1998, og både New York Composite, FTSE-100 og DAX indeksen nådde nye historiske toppnoteringar i juli i år. Sidan då har trenden vore negativ, og dei tre indeksane fall til dels kraftig i august. Samanlikna med utgangen av 1997 har New York Composite-indeksen no falle med 3,5 prosent, mens FTSE-100 og DAX har auka med høvesvis 2,1 og 15,4 prosent hittil i år. Den japanske Nikkei-indeksen har utvikla seg langt svakare enn dei andre indeksane dei siste par åra. Hittil i 1998 har han svekt seg med 2,7 prosent.

Omsetning og marknadsverdi

I dei åtte første månadene i år blei det omsett aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs for om lag 231 milliardar kroner. Dette var ein omsetningsauke frå tilsvarende periode i 1997 på 12,6 prosent. Omsetninga målt i kroner er størst i industrisektoren. Marknadsverdien av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs har falle med 11,3 prosent hittil i år, samanlikna med marknadsverdien ved utgangen av 1997. Sidan utgangen av 1997 har det vore ein auke i talet på noterte aksjar ved Oslo Børs på 19, slik at det ved utgangen av august er notert 236 aksjar, der 22 var utanlandske.

Tabell 4.2 Omsetning og marknadsv Verdi ved Oslo Børs¹. Milliardar kroner

	1995	1996	1997	Jan-aug. 1998
<i>Omsetning:</i>				
Totalt	156,7	231,7	341,1	231,2
Finans	21,0	28,1	43,3	33,7
Industri	96,7	132,7	200,0	90,7
Info-teknologi	..	..	..	22,3
Skip/offshore	26,4	46,3	53,7	50,0
SMB	8,5	16,2	34,4	19,3
Grunnfond	4,0	8,2	9,4	4,5
Anna	..	0,2	0,3	10,7
<i>Marknadsv Verdi</i>	289,8	389,4	490,3	440,5

¹ Indeksinn delinga blei endra i 1998. Finans-, industri- og skip/offshoreindeksane er ikkje dei same før og etter 1998.

Kjelde: Oslo Børs

Tabell 4.3 Emisjonar over Oslo Børs¹. Millionar kroner

	1995	1996	1997	1.1.-22.7. 1998
Totalt	7 632	9 020	21 501	6 558
Av dette utlandet	97	1 867	5 392	0
Finans	10	147	327	410
Industri	1 967	3 516	5 094	1 054
Info-teknologi	..	..	..	1 014
Skip/offshore	3 763	1 970	3 893	1 267
SMB	1 234	1 393	6 490	2 440
Grunnfond	561	127	304	162
Anna	..	..	1	211

¹ Se note tabell 4.2

Kjelde: Oslo Børs

Emisjonar

Fram til 22. juli er det i år blitt emittert aksjar og grunnfondsbevis for vel 6,5 milliardar kroner ved Oslo Børs, inklusive emisjonar i samband med børsnotering. I høve til same periode i 1997 er dette ein auke på om lag 84 prosent. Offentlege emisjonar utgjer om lag 32 prosent av emittert kapital så langt i år, mens retta emisjonar utgjer vel 63 prosent. Den resterande kapitalen er emittert gjennom opsjonsprogram og tilsette. Dei sektorane som har gjort dei største emisjonane hittil i 1998, er skip/offshore, industri og informasjonsteknologi, med høvesvis 1,3 milliardar, 1,1 milliardar og 1,0 milliard kroner. Føretaka noterte på SMB-lista har emittert kapital for 2,4 milliardar kroner. Dette er ein auke på om lag 51 prosent i høve til same periode i fjor.

Aksjonærstruktur

Ved utgangen av august 1998 var utanlandssektoren den største eigaren i norske børsnoterte selskap, med 32,6 prosent av marknadsv verdien. Eigardelen for utlendingane var dermed 1,5 prosentpoeng høgare enn ved utgangen av 1997. Dei største norske eigarane er private føretak, med en eigardel på 21,8 prosent ved utgangen av august 1998. Offentleg eigarskap utgjer til saman 15,3 prosent ved utgangen av august 1998. Eigarskapen til forsikringsselskapa har vore relativt stabil i perioden frå 1995 og fram til no. Private investorar har hittil i år auka eigardelane sine noko, slik at eigardelen deira no er på 8,3 prosent. Private investorar har gjennom 90-talet, sett under eitt, redusert eigardelane sine ganske kraftig. Dette kan skuldast at verdipapirfonda sidan 1990 har auka eigardelane sine frå 3,1 prosent til 8,5 prosent ved utgangen av august 1998.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

Kredittindikatorane

Tolvmånadersveksten i publikums innanlandske bruttogjeld (K2) - justert for valutakursendringar - var 10,1 prosent (107,0 milliardar kroner) ved utgangen av juli, mot 9,9 prosent (104,5 milliardar kroner) ved utgangen av juni. Årsveksten har variert rundt 10 prosent sidan utgangen av mars i år, då han var oppe i 10,8 prosent (109,4 milliardar kroner).

Fram til utgangen av mars hadde tolvmånadersveksten auka frå måned til måned, likevel med visse unnatak, sidan oktober 1992 då han var -4,4 prosent. Ved halvårsskiftet i fjor var veksten 9,4 prosent og ved årsskiftet 1997/98 10,1 prosent.

Av dei einsskilte kjeldene innanfor publikums innanlandske bruttogjeld (K2), var det utlåna frå finansieringsselskapa, dei private bankane og kredittføretaka som hadde den sterkaste tolvmånadersveksten rekna i prosent ved utgangen av juli. Målt i millionar kroner hadde utlåna frå dei private bankane desidert høgast vekst. Blant dei kjeldene der krediten blei redusert, hadde utlåna frå livsforsikringsselskapa framleis den sterkaste nedgangen, både relativt og absolutt sett.

Utlån frå dei private bankane fall i juli for fjerde måned på rad, men målt i absolutte kroner var tolvmånadersveksten i desse utlåna framleis høgare enn ved årsskiftet. Dei fleste andre kredittkjeldene viste tiltakande årvekst. Det er verdt å merke seg at oppgangen i utlånsveksten i finansieringsselskapa heldt fram i juli, mens utlånsveksten i kredittføretaka auka for tredje måned på rad etter å ha felle dei tre føregåande månadene.

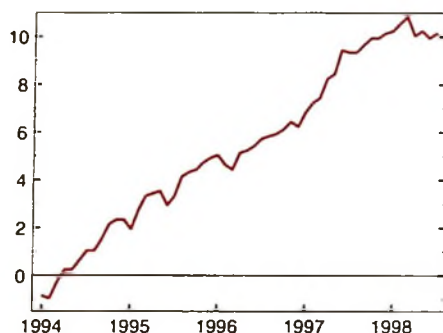
Utlåna frå private bankar, statlege låneinstitutt og kredittføretak utgjer om lag 85 prosent av K2. Sjølv om veksten i K2 gjekk marginalt opp frå juni til juli, fall den samla utlånsveksten frå desse tre kjeldene. Nedgangen i vekstraten skreiv seg frå utlån til kommunar og ikkje-finansielle føretak, mens veksten i utlån til hushaldningar framleis viste ein tiltakande tendens. Likevel er veksten i utlån til ikkje-finansielle føretak framleis klart sterkast.

Pengemengdeveksten

Tolvmånadersveksten i den registrerte pengemengda M2 varierte mellom 0,7 prosent (mars) og 7 prosent (september) i 1997. Dei fem første månadene av 1998 låg veksttakten rundt 8-9 prosent før den avtok til rundt 7 prosent i juni og juli. Noko av forklaringa på dei relativt høge vekstratene i år er låge tal dei tilsvarande månadene i 1997.

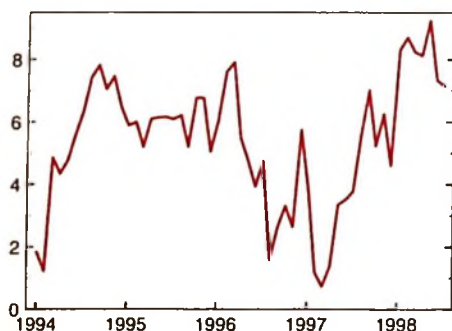
I dei seks første månadene av 1998 var det tilførsel ved dei samla transaksjonane (inntektsunderskott og lånetransaksjo-

Figur 5.1 Noregs Banks kredittindikator (K2). Auke i innanlandsk kreditt i alt til næringsliv, hushald og kommunar. Prosentvis vekst siste 12 månader



Kjelde: Noregs Bank

Figur 5.2 Vekst i publikums likviditet. Prosentvis vekst siste 12 månader



Kjelde: Noregs Bank

Tabell 5.1 Publikums' fordringar og gjeld. Milliardar kroner.

	31.12. 1995	31.12. 1996	31.12. 1997
Fordringar i alt	1 579	1 834	2 112
Innanlandske			
bankinnskott	458	494	508
Forsikringskrav	312	341	372
Obligasjonar og			
sertifikat	70	78	86
Aksjar og andelar	236	320	473
Andre innanlandske	342	381	400
fordringar			
Krav på utlandet	161	215	273
Gjeld i alt	2 120	2 397	2 775
Lån i norske			
kredittinstitusjonar	852	906	1 011
Obligasjonar og			
sertifikat	81	92	93
Aksjar og andelar	324	425	596
Anna innanlandsk			
gjeld	572	621	637
Gjeld til utlandet	290	354	438
Netto fordringar	-540	-555	-663
Av dette utlandet	-129	-138	-165

¹⁾ Omfattar private, statlege og kommunale foretak samt hushald og kommuneforvaltning.

Kjelde: Noregs Bank

nar) til sentralstyresmaktene, mot ei inndraging i tilsvarende periode i fjor. Tilførselen frå bankane var svakare i årets enn i fjorårets seks første månader. Auken i utlån frå bankane til ikkje-finansiell sektor var om lag like stor hittil i år som i første halvår i fjor, mens blant anna bankane sine nettokjøp av verdipapir frå publikum var mindre i år.

Publikum har hittil i år kjøpt valuta, mens sektoren selde valuta i første halvdel av fjoråret. Isolert sett har dette verka til ein mindre tilførsel av likviditet i år i høve til i fjor. (Tabell 23a i tabellvedlegget.)

Publikums fordringar og gjeld

Publikums brutto finansfordringar var på 2 112 milliardar kroner ved utgangen av 1997, mens gjelda var 2 775 milliardar kroner. Dette gav såleis ei nettogjeld på 663 milliardar kroner. Ein fjerdedel var nettogjeld overfor utlandet.

Av fordringspostane er bankinnskott den største, med ein part på 24 prosent ved utgangen av 1997. Bankinnskotta auka med 2,8 prosent frå utgangen av 1996 til utgangen av 1997, mot 7,9 prosent frå utgangen av 1995 til utgangen av 1996. Innskottsveksten har vore relativt svak dei siste åra, og bankinnskotta sin del av totale fordringar er redusert med 5 prosentpoeng i løpet av dei to siste åra. Også forsikringskrava auka litt svakare enn året før, og delen fall frå 18,6 prosent ved utgangen av 1996 til 17,6 prosent ved utgangen av 1997.

Publikums behaldning av verdipapir, inkl. partar i verdipapirfond, utgjorde knapt 560 milliardar kroner ved utgangen av 1997. Dette var ein firedel av dei samla fordringane i sektoren. Andelen auka relativt sterkt i 1997 både som følgje av transaksjonar og kursstigningar. Likevel er dette stort sett fordringar på andre publikumssektorar. Heile 84 prosent av publikums bruttobehaldning av verdipapir blir motsvart av gjeldspostar hos den same sektoren.

Lån i norske kredittinstitusjonar står for om lag 36 prosent av den samla gjelda i publikumssektoren. Låna auka med 11,6 prosent frå utgangen av 1996 til utgangen av 1997, mot 6,4 prosent i same perioden året før. Publikums verdipapirgjeld, som for det meste består av aksjar og andelar, var 689 milliardar kroner ved utgangen av 1997. Dette var 25 prosent av samla gjeld. Som nemnt ovanfor, blir denne gjelda for ein stor del motsvart av tilsvarende fordringar hos andre innan publikumssektoren. Netto verdipapirgjeld utgjorde 219 milliardar kroner.

Både publikums fordringar og gjeld på utlandet har auka i 1997, som følgje av transaksjonar så vel som omvurderingar. Verdipapir er den dominerande posten i utanlandsgjelda med ein part på 54 prosent ved utgangen av 1997.

Hushaldningane, som er en del av publikumssektoren og som det blir sett opp ein eigen finansrekneskap for, hadde fordringar på 980 milliardar kroner og gjeld på 700 milliard-

Tabell 5.2 *Motpostane til Noregs Banks valutaintervensjonar overfor bankane.¹⁾*

	1997	1998 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane		
1. Spot	-66	-17,6
2. Termin	-66	-17,6
	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-61	-15,3
1. Spot ³⁾	-22	-19,3
2. Termin ³⁾	-39	4,0
C. Norske sektorar, utanom bankane	-9	-8,4
1. Spot ³⁾	5	19,9
2. Termin ³⁾	-6	-13,1
3. Auke i kundars netto valutakrav overfor bankane	-8	-15,1
D. Anna	4	6,1
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	171,4	178,2⁴⁾

¹⁾ For nærmare detaljar sjå tabell 48 i tabelldelen bak i heftet.

²⁾ Veke 1-36.

³⁾ Positive tal inneber valutasal frå bankane. Negative tal inneber at bankane har kjøpt valuta.

⁴⁾ Utgangen av juli.

Kjelde: Noregs Bank

dar kroner ved utgangen av 1997, dvs. nettofordringar på 280 milliardar kroner. Hushaldningane er såleis i ein nettofordringsposisjon i motsetnad til resten av publikumssektoren, som er i nettogjeldsposisjon. Men fordringane til hushaldningane består for ein stor del av forsikringskrav. Dette er fordringar som ikkje har same likviditet som dei resterande fordringane. Om forsikringskrava blir dregne ut frå totale fordringar, vil hushaldningane vere i ein nettogjeldsposisjon. Samla sett auka nettofordringane i hushaldningane med vel 50 milliardar kroner i 1997. Nesten halvparten av auken i nettofordringane kan tilskrivast kursvinstar på aksjar og verdipapirfondspartar. I 1996 auka nettofordringane med om lag 35 milliardar kroner.

Kapitalrørsler og valutaeservane

Tabell 5.2. viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1997 og hittil i 1998. Hittil i år (veke 36) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 17,6 milliardar kroner frå bankane. Bankane hadde då kjøpt valuta frå utlandet for 19,3 milliardar kroner spot og selt valuta til utlandet for 4,0 milliardar kroner på termin.

Fram til utgangen av veke 36 hadde utlandet kjøpt VPS-registrerte obligasjonar og aksjar for respektive 12,8 og 4,8 milliardar kroner og auka netto kronefordringane sine på bankane med 4,9 milliardar kroner.

Bankane sin handel med norske sektorar fram til utgangen av veke 36 viser sal av valuta for 19,9 milliardar kroner spot og kjøp av valuta for 13,1 milliardar kroner på termin. Bankane har i tillegg auka sine netto valutafordringar på norske kundar med 15,1 milliardar kroner hittil i år.

Dei internasjonale reservane motsvarer 178,2 milliardar kroner ved utgangen av juli 1998, og verdien av Statens petroleumsfond var på 130,8 milliardar kroner.

Verdensøkonomien er inne i en periode med redusert vekst og økt usikkerhet. Den finansielle uroen i Asia har spredt seg til flere land. Russland har opplevd et finansielt sammenbrudd. Aksjekursene har falt vesentlig i mange land, deriblant Tyskland og USA. Flere land i Latin-Amerika, samt råvareeksporterende industriland som Canada og Australia, har opplevd press mot sine valutaer. Turbulensen i internasjonale finansmarkeder skaper uvanlig stor usikkerhet om utviklingen i verdensøkonomien.

Veksten i industrilandene samlet sett har holdt seg oppe i år. Det er imidlertid betydelige regionale forskjeller. Blant de store industrilandene har USA hatt den sterkeste økonomiske utviklingen, men veksten viser nå tegn til avmatning. Store deler av Europa ser etter flere år med lav vekst ut til å gå noe lysere tider i møte. Japan er derimot inne i den sterkeste tilbakegangen i etterkrigstiden.

Krisen i mange asiatiske land, som startet sommeren 1997, har vist seg å være dypere enn vi tidligere antok. Nøkkelen til oppgang i Asia ligger i stor grad i Japan, som har hatt problemer siden begynnelsen av 1990-tallet. En rekke finanspolitiske og strukturelle tiltak for å bidra til ny vekst er her iverksatt eller varslet. Hvorvidt tiltakene er tilstrekkelige til å få i gang veksten, eller om de kun vil dempe nedgangen, avhenger av virkningene de har på privat sektors tillit til økonomien.

Hvor lenge verdensøkonomien vil være i en bølgedal avhenger i stor grad av utviklingen i Asia. Det er vanskelig å forutsi når oppgangen i denne regionen kommer. Hvis oppgangen lar vente på seg, samtidig som USA får en vesentlig avmatning av veksten, er det fare for at også utviklingen i Europa blir svakere enn tidligere antatt. Bølgedalen kan da bli relativt langvarig. Vi har likevel størst tro på at veksten i Asia tar seg opp i løpet av noen år, og at Europa som helhet vil få en stabil, men moderat oppgang. Vi er mer pessimistiske enn tidligere med hensyn til veksten i verdensøkonomien mot slutten av dette året.

Tabell 1.1 Anslag for BNP.
Prosentvis vekst fra foregående år

	1996	1997	1998	1999
USA	2,8	3,9	3 ½	2
Japan	3,9	0,8	-2 ¼	¾
Tyskland	1,4	2,2	2 ½	2 ¾
Frankrike	1,5	2,3	2 ¾	2 ¾
Storbritannia	2,2	3,4	2 ½	1 ½
Sverige	1,3	1,8	3	3
Danmark	3,5	3,4	2 ¾	2 ½
Finland	3,3	5,9	4	3
Norges handelspartnere ¹⁾	2,2	2,9	2 ¾	2 ½

¹⁾ Vektet med eksportvekter

Kilde: Norges Bank

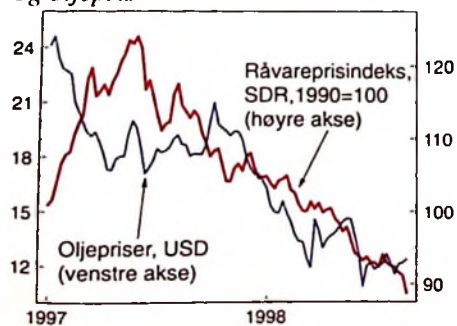
Tabell 1.2 Konsumpriser. Prosentvis vekst fra foregående år

	1996	1997	1998	1999
USA	2,9	2,3	1 ¾	2 ½
Japan	0,1	1,7	½	0
Tyskland	1,5	1,8	1 ¼	1 ½
Frankrike	2,0	1,2	1	1 ½
Storbritannia	2,9	2,8	2 ¾	2 ¾
Sverige	0,8	0,5	½	1
Finland	0,6	1,2	2	2 ¼
Danmark	2,1	2,2	2	2 ½
Norges handelspartnere ²⁾	1,8	1,7	1 ½	1 ¾

²⁾ Vektet med importvekter

Kilde: Norges Bank

Figur 1.1 Utviklingen i råvarepriser og oljepriser



Kilde: The Economist

1. Global økonomisk utvikling

Konjunkturbildet

Etter en årlig vekst på over 4 prosent de to foregående årene, er veksten i verdensøkonomien vesentlig redusert og ventes i 1998 å gå ned mot 2 prosent. Nedgangen i veksten skyldes hovedsakelig krisen i Asia, deriblant en negativ utvikling for Japan.

De krise-rammede landene i Asia har fått store produksjonsfall i kjølvannet av finanskrisene som startet i midten av 1997, og krisen har vist seg å være dypere enn tidligere antatt. Også Kina har fått redusert vekst, selv om den fremdeles er høy relativt til veksten i verdensøkonomien som helhet.

Norges handelspartnere hadde en gjennomsnittlig BNP-vekst på om lag 2,9 prosent i 1997. Veksten ventes å falle til om lag 2 ¾ prosent i år. USA har vært inne i en oppgangskonjunktur de siste seks årene, og BNP vokste 3,9 prosent i 1997. Det ventes en viss avmatning mot slutten av 1998, blant annet grunnet lavere innenlandsk etterspørselsvekst, men også lavere etterspørsel fra de kriserammede Asia-landene. Japan er inne i en alvorlig økonomisk krise, med store problemer i banksektoren og manglende tillit til økonomien. Økningen i BNP var 0,8 prosent i fjor. I år ventes det et vesentlig fall i BNP, til tross for en ekspansiv penge- og finanspolitikk. I Europa ser den innenlandske etterspørselen ut til å ta seg opp også i de landene som hittil har ligget etter i konjunkturutviklingen. Vi venter imidlertid fortsatt moderate vekstrater i de fleste landene.

Utviklingslandene som gruppe har hatt en gjennomsnittlig vekst på om lag 6 prosent på 1990-tallet, men den ventes å falle til mellom 2 og 2 ½ prosent i år. Lavere eksport til Asia, mindre kapitalinngang, forverring av konkurransevnen og uro i finansmarkedene er viktige årsaker til nedgangen i veksten. Kriselandene i Asia opplever negative vekstrater i år.

Den økonomiske veksten i transformasjonslandene var om lag 2 prosent i 1997, og foreløpige tall for 1998 indikerer at veksten kan bli om lag den samme i år. En rekke land, blant annet de baltiske landene, Polen, Ungarn, Slovakia og Kroatia, har relativt høy vekst, mens Russland, Ukraina og enkelte land i Sørøst-Europa ventes å få nedgang i BNP i år. Inflasjonen har vært avtakende, men forventes å komme under 10 prosent i bare noen ganske få land. Den finansielle krisen i Russland (se omtale i egen ramme) har økt usikkerheten knyttet til den videre utviklingen i transformasjonslandene.

Nedgangen i veksten i verdensøkonomien har ført til at råvareprisene har fortsatt å falle siden forrige rapport (se figur 1.1). Oljeprisen har falt med om lag 29 prosent de siste 12 månedene, og ligger for tiden på om lag 12-13

dollar fatet. Som følge av store oljelagre ser det ut til at oljeprisen vil holde seg lav på kort sikt. Den kraftige nedgangen i etterspørselen fra de asiatiske landene har medvirket til den lave oljeprisen. Asia har stått for om lag halvparten av veksten i oljeetterspørselen de siste årene. En eventuell tidlig og kald vinter i USA og Europa, samt gjennomføringen av planlagte kutt i OPEC-landenes oljeproduksjon, vil kunne bidra til å trekke oljeprisen noe opp. Også andre råvarepriser har falt betydelig etter Asia-krisen. Målt med The Economists indeks har råvareprisene det siste året blitt redusert med om lag 20 prosent, som innebærer at realprisene er de laveste på 25 år.

Problemene i mange asiatiske land og turbulensen i internasjonale valutamarkeder har ført til at veksten i verdenshandelen ventes å gå ned fra om lag 10 prosent i fjor til om lag 4 prosent i år.

Turbulente finansmarkeder

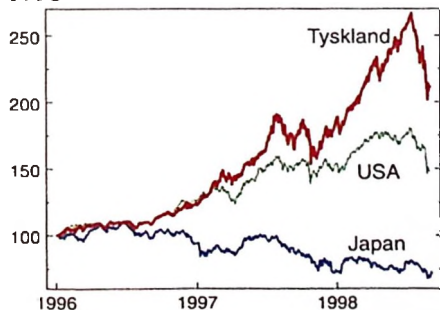
I Penger og Kreditt 1/98 skrev vi at det var stor usikkerhet knyttet til utviklingen på verdens aksje- og valutamarkeder. Siden da har det vært store fall på mange aksjebørser, deriblant børsene i USA og Tyskland (se figur 1.2), og det har vært press mot flere valutaer.

De relativt store fluktusjonene i aksjekursene må sees i sammenheng med den forverrede situasjonen i Asia. I tillegg har den finansielle krisen i Russland bidratt til store aksjekursfall i Europa og USA. Både økte fluktusjoner og fall i aksjekursene har gjort det mer attraktivt å investere i de store industrilandenes, særlig USA og Tysklands, rentepapirer. Det er i første rekke renter på statsobligasjoner, og ikke private obligasjoner, som har gått ned. Renten på tyske 10-års statsobligasjoner er den laveste noensinne, og renten på amerikanske 30-års statsobligasjoner er den laveste siden disse ble utstedt for første gang i 1977. Dette tyder på at investorene i stor grad har søkt mot plasseringer med lav valutakurs- og kreditt-risiko.

De europeiske valutaene har vært relativt stabile overfor dollaren, mens japanske yen i hovedsak har deprimert i forhold til amerikanske dollar. Siden juli i år har imidlertid dollaren svekket seg mot hovedvalutaene. Lave råvarepriser har bidratt til at en rekke råvareeksporterende industriland, som Canada, Australia og New Zealand, har opplevd store valutakursfall. Australia og New Zealand er hardt rammet av lavere eksport til kriselandene i Asia, noe som har bidratt til ekstra press på deres valutaer.

Det er vanskelig å anslå effekten turbulensen i finansmarkedene har på den økonomiske veksten i de industrialiserte landene. En OECD-studie¹, som har analysert

Figur 1.2 Aksjekursutviklingen i USA, Japan og Tyskland. Dagstall. 1996 l.=100. Januar 1996 - september 1998



Kilde: Reuters

¹ M. Kennedy, A. Palerm, C. Pigott og F. Terribile (1998), «Asset Prices and Monetary Policy», OECD Economics Department Working Papers nr. 188.

sammenhengen mellom BNP og aksjekurser i industrilandene, antyder at et varig fall i G7-landenes aksjekurser på 20 prosent trekker veksten i industrilandenes BNP ned med 0,1 prosentpoeng det første året og 0,4 prosentpoeng det andre året. Hvis et fall i det gjennomsnittlige aksjekursnivået blir fulgt av større svingninger i kursene, kan fallet i BNP-veksten bli enda større, blant annet på grunn av usikkerhet med hensyn til utviklingen i formuesverdiene. En ekspansiv pengepolitikk vil imidlertid kunne dempe de negative effektene noe.

De fremvoksende økonomiene («emerging markets») i Øst-Asia har vært utsatt for langt større finansiell ustabilitet enn industrilandene. Den økonomiske situasjonen i de kriserammede landene er karakterisert av høye renter, produksjonsfall og usikkerhet om fremtiden. I noen land har myndighetene intervenert i aksjemarkedet for å unngå aksje- og valutakursfall. Særlig myndighetene i Hong Kong har foretatt store støttkjøp av aksjer, noe som strider mot tidligere praksis. Myndighetene i Malaysia har som følge av uroen i finansmarkedene gjeninnført valutareguleringer.

Finansmarkedene i de øvrige fremvoksende økonomiene har også vært turbulente. I Brasil og Venezuela har valutaene vært under press, og Mexicos peso har depresiert overfor dollaren. I Øst-Europa har Ukraina hatt betydelig press mot sin valuta, mens Russland har opplevd et finansielt sammenbrudd. Den ustabile finansielle situasjonen skyldes både innenlandske forhold, som svake økonomiske strukturer, budsjettunderskudd og overvurderte valutaer, og «smitteeffekter» fra krisen i Asia.

Det er tre kanaler for smitten fra Asia til øvrige fremvoksende økonomier. For det første demper Asia-krisen eksporten til disse landene. For det andre har lavere etterspørsel ført til store prisfall på råvarer og energi, som utgjør en stor del av eksporten fra mange av de fremvoksende økonomiene. For det tredje har Asias finanskriser bidratt til generelt redusert vilje til risikotaking vedrørende lån til fremvoksende økonomier fra internasjonale investorer.

Russlands finansielle krise 1998

Mandag den 16. august meddelte Russlands statsminister og sentralbanksjef en «de facto» devaluering av rubelen samt tiltak for å lette betjeningen av den russiske gjelden. Russland var på ny kastet ut i en finansiell og økonomisk krise.

Den russiske regjeringens innbitte kamp for å

forsvare den tilnærmedesvis faste valutakursen mot amerikanske dollar må ses i lys av hyperinflasjonen på begynnelsen av 1990-tallet. Fra 1994 førte kontraktiv pengepolitikk til et betydelig fall i inflasjonen. For å understøtte stabiliseringen fastsatte sentralbanken fra midten av 1995 snevre svingningsmarginer for valutaen.

Ved årsskiftet 1997/98 så den økonomiske situasjonen umiddelbart lovende ut. Renten og aksjekursene hadde stabilisert seg, og rubelen lå innenfor det fastsatte intervallet. I løpet av sommeren 1998 ble Russland imidlertid rammet av finansiell uro og stor kapitalutgang. En IMF-ledet redningspakke sikret Russland betydelige utenlandske kreditter, primært med henblikk på å øke valutareservene.

Redningspakken viste seg ikke å ha den ønskede effekten, ettersom tilliten til den russiske fastkurspolitikken ikke ble gjenopprettet. Renten på russiske statspapirer forble høy, valutakursen var i bunnen av sitt svingningsintervall og valuta-reservene minket raskt. I august 1998 ble det klart at situasjonen ikke var holdbar, da mulighetene for å oppta nye lån var uttømt. Samtidig hadde mange banker vanskeligheter med å betjene sin gjeld.

Regjeringen iverksatte derfor en rekke tiltak. Det tillatte intervallet for den russiske rubelen ble i første omgang utvidet fra 5,10-6,30 til 6,00-9,50 rubler pr. dollar, slik at rubelen kunne depresiere med opp til 34 prosent. Den russiske statsgjelden ble restrukturert. Løpetidene ble forlenget med opp til fem år, og det ble innført en tre-måneders stans i betjening av russiske finansinstitusjoners og bedrifters utenlandsgjeld. Utlendinger fikk forbud mot å investere i russiske papirer med kort løpetid. En konsolidering av banksektoren ville bli fremskyndet og markedet for interbanklån styrket. Etter press på valutaen måtte den russiske sentralbanken i slutten av august oppgi å handle valuta innenfor det nye intervallet. Rubelen har siden svekket seg kraftig.

Det er en rekke forklaringer på krisen. Lave oljepriser førte til en vesentlig reduksjon i driftsbalanseoverskuddet i 1997, og det ventes underskudd på driftsbalansen i 1998. BNP økte marginalt i 1997, men foreløpige tall for 1998 viser et fall, noe som indikerer at den nødvendige omstillingen av næringslivet ennå ikke har funnet sted. Krisen i Øst-Asia har generelt forårsaket at de internasjonale investorenes tillit til utviklingen i fremvoksende økonomier er blitt svekket. I løpet av våren ble det klart at en rekke russiske finansinstitusjoner har alvorlige problemer.

Det viktigste økonomiske problemet er imidlertid Russlands statsfinanser. Budsjettunder-

skuddet var om lag 5,8 prosent av BNP i 1997 og forventes ikke å bli mindre i 1998. Underskudd av denne størrelsesordenen må ses i lys av statssektorens relativt begrensede størrelse. I 1997 utgjorde statens utgifter således 18,2 prosent av BNP, mens inntektene utgjorde 12,4 prosent. For hver gang den russiske regjeringen bruker tre rubler, har den skatteinntekter på bare to rubler.

Disse tallene gir imidlertid ikke et dekkende inntrykk av Russlands statsfinansielle problemer. Regjeringen har nemlig i flere år unnlatt å betale lønninger, pensjoner og andre offentlige utgifter for å holde underskuddene i sjakk. Denne politikken har skapt utilfredshet i store deler av befolkningen og er ikke holdbar på lengre sikt. Ved siden av disse økonomiske forholdene har et utilstrekkelig legalt rammeverk og politisk uro skapt usikkerhet.

Den russiske regjeringen stod i løpet av august overfor et dilemma. Skattene kunne ikke økes på kort sikt, blant annet på grunn av motstand i Dumaen. Ytterligere låntaking var urealistisk, da renten allerede var særdeles høy. Valget stod derfor mellom enten å unnlate å utbetale lønninger og pensjoner eller å redusere betalingene på gjelden. Det første alternativet var politisk uakseptabelt, så regjeringen gjennomførte en tvungen restrukturering av gjelden. Da dette ville gi anledning til kapitalflukt, valgte regjeringen samtidig å oppgi rubelens snevre svingningsintervall.

Er det mulig å gjenskape finansiell stabilitet i Russland i tiden fremover? Erfaringene viser at en betalingsstans på lengre sikt ikke påvirker et lands evne til å tiltrekke internasjonale investeringer. Dette krever imidlertid at den økonomiske politikken omlegges, herunder at de russiske statsfinansene bringes i orden. Utgiftene må reduseres, blant annet ved innsparinger og ved at det avtales en realistisk plan for betjening av gjelden. Tilsvarende viktig er det at skatteprovenyet økes. Dette krever dels en forenkling av skattelovene, dels at skatteinnkrevningen effektiviseres. Andre transformasjonsland har lyktes med å begrense underskuddene på statsbudsjettet og sikre finansiell stabilitet. I Russland vanskeligjøres iverksettelsen av de nødvendige reformene av landets fragmenterte politiske landskap.

Usikre fremtidsutsikter

Asia-krisen, deriblant problemene i Japan, og turbulensen i de internasjonale finansmarkedene skaper uvanlig stor usikkerhet om den videre utviklingen i verdensøkonomien. Mye avhenger av om Japan kommer ut av krisen og bidrar til å dra de kriserammede landene i Asia opp. Tidspunktet for et oppsving i Asia avhenger i stor grad av tilliten til landenes økonomier. Som vi så i 1997, kan tilliten til et lands økonomi falle bort i løpet av svært kort tid. Erfaringsmessig tar det vesentlig lenger tid å bygge opp tillit enn å rive den ned. Det kan derfor ennå ta noen tid før oppsvinget i Asia kommer.

Hittil har den sterke etterspørselen fra USA bidratt til å hindre en enda dypere krise i Asia. Et viktig spørsmål er om Europa vil bli i stand til å ta over en del av USAs rolle som lokomotiv i verdensøkonomien dersom veksten i USA avtar. Selv om den innenlandske etterspørselen i Europa begynner å ta seg opp, kan en raskt avtakende vekst i USA hindre en videre oppgang i Europa. Dette vil føre til svikt i eksportinntektene til de asiatiske landene og trolig forsterke nedgangen.

Fordi det på kort sikt er få lyspunkter i Asia, samtidig som turbulensen i finansmarkedene har spredt seg, tror vi at den vesentlig svakere veksten i verdensøkonomien i 1998 enn i de foregående fire årene blir videreført i 1999. På usikkert grunnlag venter vi likevel at veksten kan ta seg noe opp, til om lag 2½ neste år.

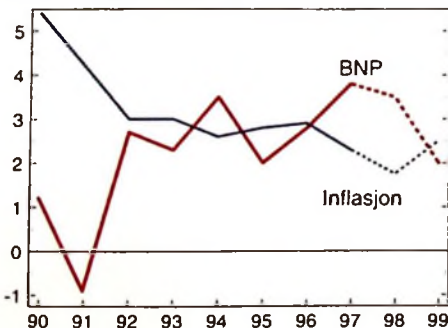
2. USA - vekstfaktorene begynner å bli oppbrukt

Konjunkturbildet

I USA er det fortsatt solid vekst og lav inflasjon. BNP-veksten var 3,9 prosent i 1997, som er den høyeste veksten på ni år. Foreløpige anslag viser at BNP vokste 5,5 prosent i første kvartal i år, mens veksten i annet kvartal var 1,6 prosent, målt i årlig rate. Næringslivets realinvesteringer har vokst kraftig gjennom konjunkturoppgangen på 1990-tallet og bidratt vesentlig til veksten. Et kraftig fall i eksporten og en stor og langvarig streik i General Motors i andre kvartal har imidlertid trukket veksten ned.

Selv om det har vært høy vekst i den amerikanske økonomien de senere år, med stadig strammere arbeidsmarked, har inflasjonen vært lav. Konsumprisene økte med 1,7 prosent fra juli i fjor til juli i år. Hovedårsaken til den lave inflasjonen i den senere tid er fall i råvareprisene som følge av krisen i Asia. I tillegg har den kraftige styrkingen av amerikanske dollar siden 1995 og fram til juli i år medført at prisene på importerte varer, målt i amerikanske dollar, har gått ned.

Figur 2.1 BNP-vekst og konsumprisvekst i USA. Årstall



Kilde: Norges Bank og OECD

Skranker for veksten

Vekst i produksjonen er begrenset av faktorer både på tilbuds- og på etterspørselssiden i økonomien. Skranker på *tilbudssiden* kan grovt sett deles inn i tilgangen på produksjonsfaktorer (arbeidskraft og realkapital) og lønnsomheten.

Tilbudet kan ikke bli større enn det som er gitt av den mest begrensende av disse skrankene. For eksempel kan det i visse situasjoner være rik tilgang på arbeidskraft, men den er så dyr at bedriftene ikke finner det lønnsomt å ansette flere. I en slik situasjon er det lønnsomheten som er den effektivt begrensende skranken på tilbudssiden.

De to skrankene på tilbudssiden kan påvirke hverandre over tid. Hvis tilgangen på arbeidskraft er den begrensende faktoren, er det en tendens til økt lønnsvekst, slik at lønnsomheten til bedriftene forverres. Mangel på

arbeidskraft kan dermed i neste omgang føre til at det er lønnsomheten som begrenser veksten.

Produktiviteten kan flytte disse skrankene. Økt produktivitetsvekst gjør at veksten kan øke for en gitt tilgang på produksjonsfaktorer. Samtidig medfører produktivitetsvekst bedre lønnsomhet for gitte priser på produksjonsfaktorene.

I tillegg til skranker på tilbudssiden, begrenses veksten av skranker på *etterspørselssiden*. Ser en bort fra lageroppbygging, vil veksten ikke bli større enn den mest begrensende av etterspørsels- og tilbudsskrankene. De viktigste faktorene bak etterspørselen er innenlandsk privat etterspørsel (konsum og realinvesteringer), eksportetterspørsel og penge- og finanspolitikken.

Økte skranker på tilbudssiden

Arbeidsledigheten i USA er i dag om lag 4½ prosent. Dette er den laveste ledigheten på 28 år, og lavere enn de fleste anslag for det nivået som er forenlig med stabil inflasjon. Den lave ledigheten, sammen med økt yrkesfrekvens, kan bety at skranker på arbeidsmarkedet nå kan redusere sysselsettingsveksten. Den høye investeringsveksten de siste årene har imidlertid gitt økt produksjonskapasitet, noe som delvis kan oppveie skrankene det stramme arbeidsmarkedet setter for videre BNP-vekst.

Reallønnsutviklingen i USA har lenge vært moderat sammenliknet med utviklingen i flere vest-europeiske land. De siste årene har imidlertid reallønnsveksten tatt seg opp i USA. Dette indikerer en tendens til fallende lønnsomhet, noe som på litt sikt kan bli en skranke for videre vekst.

Etterspørselsveksten vil avta

USAs eksportindustri merker i år «annenrunde-effektene» av krisen i Asia, i form av lavere etterspørsel fra de kriserammede landene. «Førsterunde-effektene», som kom i fjor, bestod av lavere importpriser og bidrog dermed til lavere inflasjon. Dette gav lavere langsiktige renter, som isolert sett gav et positivt bidrag til etterspørselen. Selv om «førsterunde-effektene» fremdeles bidrar til lav inflasjon, har nå «annenrunde-effektene» i kombinasjon med en sterk dollar overskygget «førsterunde-effektene» og gitt negative vekstimpulser for den amerikanske økonomien. På kort sikt kan

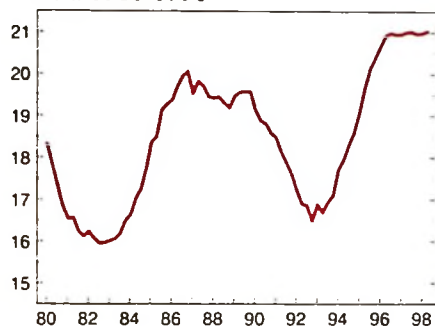
vekstimpulsene fra utlandet komme til å bli ytterligere redusert. I en stor økonomi som den amerikanske vil imidlertid innenlandsk etterspørsel være avgjørende.

Den sterke veksten de seneste årene er blitt drevet av innenlandsk etterspørsel. En fordobling av kursene på amerikanske aksjer de siste tre årene, fram til sommeren 1998, har vært en viktig drivkraft bak økningen i husholdningenes etterspørsel. Dersom stigningen i aksjekursene stopper opp eller snur, slik utviklingen i det siste tyder på, vil veksten i husholdningenes etterspørsel trolig reduseres.

Amerikanske husholdninger og bedrifter har hatt økt gjeldsoppbygging de siste årene (se figur 2.2). Husholdningene bygde særlig opp gjeld fra 1993-1996. De siste årene har gjeldsoppbyggingen hos husholdningene avtatt og er nå på linje med inntektsveksten. Den høye gjeldsgraden kan innebære at privat sektors etterspørsel er blitt mer følsom overfor endringer i rentenivået og formuesverdiene. Aksjekursfall kan således tenkes å slå kraftigere ut på husholdningenes etterspørsel enn tidligere.

Selv om økt lønnsvekst kan trekke i retning av økt etterspørsel på kort sikt, er det grunn til å vente at etterspørselsveksten vil avta på litt lengre sikt og være en skranke for videre vekst. Skrankene på etterspørselssiden kan komme til å bli mer begrensende for videre vekst enn skrankene på tilbudssiden. En slik utvikling kan bare unngås gjennom en ekspansiv penge- eller finanspolitikk.

Figur 2.2 Amerikanske husholdningers forbrukslån som andel av disponibel inntekt 1980-1998



Kilde: Datastream

Handlefrihet i penge- og finanspolitikken

USA har ikke eksplisitte tallfestede mål for pengepolitikken og har derfor i prinsippet en viss fleksibilitet i innretningen av denne. Utsikter til inflasjonspress tillegges imidlertid avgjørende vekt når Federal Reserve System (Fed) fastsetter bruken av sine pengepolitiske instrumenter. Hittil har inflasjonen holdt seg lav til tross for økende stramhet i arbeidsmarkedet, noe som kan forklares ved «førsterunde-effektene» av Asia-krisen. Styringsrenten har vært uforandret siden mars i fjor. «Førsterunde-effektene» vil imidlertid før eller senere bli borte. Dette vil føre til at den tradisjonelle sammenhengen mellom arbeidsledighet og inflasjon, som midlertidig er blitt brutt, igjen blir befestet. Hvilke følger dette får for innretningen av pengepolitikken avhenger av om den ventede nedgangen i etterspørselen omtalt ovenfor inntreffer før eller etter at «førsterunde-effektene» dør ut.

Det amerikanske rentenivået er viktig for verdensøkonomien som helhet. Hvis krisen i Asia skulle forsterke seg og spre seg til nye områder, kan en rentenedgang i USA begrense de økonomiske skadevirkningene av en slik utvikling. Fed har med andre ord en nøkkelrolle både når det gjelder styringen av den innenlandske etterspørselen og utviklingen i verdensøkonomien.

USA har de senere årene fått økt handlerom i finanspoli-

tikken. Målsetningen har vært overskudd i statsfinansene i år 2002. Det ser ut til å bli et budsjettoverskudd allerede i år. Justert for konjunktursituasjonen ser finanspolitikken ut til å bli tilnærmet nøytral i 1998. Selv om den bedrede statsfinansielle posisjonen har ført til et visst press for skattelettelser, vurderer vi det som lite sannsynlig at finanspolitikken vil gi vesentlige ekspansive bidrag til etterspørselen de nærmeste årene.

Vurdering av utsiktene fremover

Både skranker på tilbudssiden og på etterspørselssiden kan bidra til redusert vekst i USA de nærmeste årene. Økningen i privat sektors gjeld samt en mindre fordelaktig formuesutvikling vil redusere veksten i innenlandsk etterspørsel. I tillegg kan eksportetterspørselen fortsatt falle noe på grunn av Asia-krisen. I motsatt retning drar økte inntekter som følge av økt reallønn og nedgang i arbeidsledigheten, som kan stimulere den innenlandske etterspørselen. I sum venter vi likevel en viss nedgang i etterspørselsveksten de nærmeste årene. I tillegg vil skranker på tilbudssiden, i hovedsak i form av redusert tilgang på arbeidskraft, kunne begrense veksten. Vi forventer en BNP-vekst i USA på om lag 3½ prosent i år og 2 prosent neste år.

Som følge av den stramme situasjonen på arbeidsmarkedet og at vi venter en stabilisering av råvareprisene, tror vi at lønns- og prisveksten vil ta seg noe opp. Inflasjonsanslaget for 1998 er på 1¾ prosent. I 1999 anslår vi at inflasjonen vil øke til om lag 2½ prosent.

3. Europa - vil oppgangen vedvare?

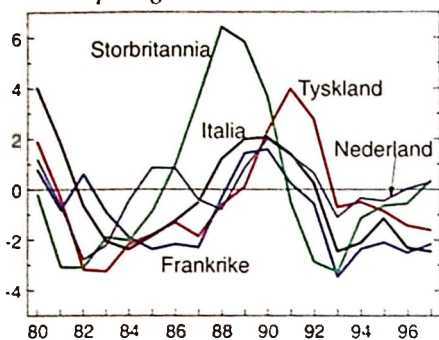
Konjunkturbildet

Som figur 3.1 viser, er konjunkturbildet i Europa blandet. I Tyskland, Frankrike og Italia er BNP om lag 2 prosent under trendmessig BNP, mens det i Storbritannia og Nederland er marginalt høyere enn trendmessig BNP. Det er likevel en tendens til økt vekst i Europa samlet sett. De kontraktive effektene av Asia-krisen er hittil i stor utstrekning blitt oppveid av et lavere gjennomsnittlig rentenivå i Europa og sterk vekst i USA.

I en rekke av landene har den økonomiske veksten vært høy i flere år. Storbritannia, Spania, Nederland og Danmark hadde en BNP-vekst på mer enn 3 prosent i 1997, mens Irland og Finland hadde en vekst på hele 9,8 og 5,9 prosent. Enkelte av disse landene, for eksempel Storbritannia, går nå mot slutten av en høykonjunktur (se egen ramme om Storbritannia). Sverige har hatt sterk vekst hittil i år, og BNP økte med 4,1 prosent fra første kvartal i fjor til første kvartal i år.

Den økonomiske veksten ser nå også ut til å ta seg opp i de store landene i Kontinental-Europa. I Frankrike tyder utviklingen den siste tiden på at innenlandsk etterspørsel er i

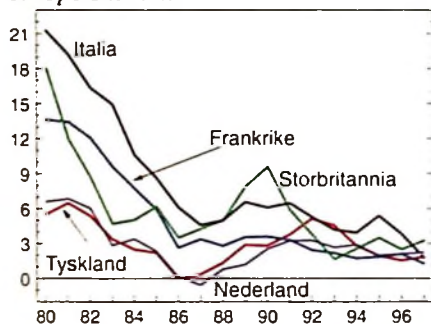
Figur 3.1 Produksjonsgap i utvalgte europeiske land. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP. Prosentpoeng



Et positivt produksjonsgap innebærer at produksjonskapasiteten utnyttes mer enn det "trendmessige" nivået på BNP skulle tilsi.

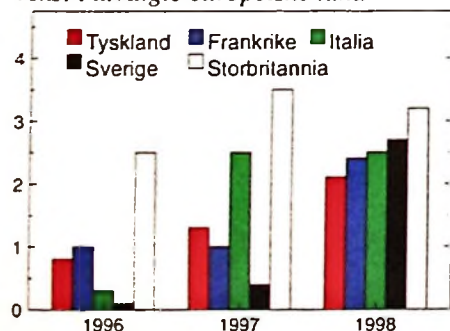
Kilde: Economic Outlook, OECD

Figur 3.2 Konsumprisvekst i utvalgte europeiske land



Kilde: Economic Outlook, OECD

Figur 3.3 Innenlandsk etterspørselsvekst i utvalgte europeiske land



Kilde: Datastream

ferd med å ta over for den eksportdrevne utviklingen. Foreløpige anslag viser at veksten de to første kvartalene var 2,5 prosent, målt i årlig rate. I Tyskland og Italia, som står for om lag halvparten av BNP i euro-området, er det større usikkerhet knyttet til styrken i veksten. De to første kvartalene i 1998 er veksten i Tyskland anslått til 3,1 prosent, målt i årlig rate. En på forhånd varslet økning i merverdiavgiften i april førte imidlertid til at veksten var særdeles sterk i første kvartal, mens den i andre kvartal kun var 0,4 prosent i årlig rate. Til tross for at arbeidsledigheten har falt til 10,9 prosent ved utgangen av juli i år, har antall sysselsatte vært om lag uendret. En stor del av nedgangen i arbeidsledigheten kan forklares med en økning i personer på arbeidsmarkedstiltak i de østlige delstatene.

Inflasjonen i Europa er lav, blant annet på grunn av fallet i internasjonale råvarepriser. I Tyskland og Frankrike var inflasjonen i 1997 henholdsvis 1,8 og 1,2 prosent. Inflasjonen i år ser ut til å bli enda lavere. Storbritannia, som har et inflasjonsmål på 2,5 prosent, har hatt problemer med å nå dette målet på grunn av høyt lønnspress. Etter en inflasjon på 2,8 prosent i 1997 er det nå indikasjoner på en viss nedgang i inflasjonen. Sverige hadde en inflasjon på 0,5 prosent i fjor, og prisstigningen ser ut til å holde seg lav i år.

Skranker på tilbudssiden

I de fleste landene i Europa er det betydelige ubrukte ressurser i form av et stort antall arbeidsledige. Hvis en i større grad tar i bruk disse ressursene, kan dette gi rom for en vesentlig økning av produksjonen. En kunne derfor vente at tilbudssiden ikke utgjorde noen skranke for veksten i de fleste landene i Europa.

Selv om ikke tilgangen på produksjonsfaktorer utgjør en slik skranke, argumenterer vi i «Aktuell utdyping» for at en annen skranke på tilbudssiden - de strukturelle forholdene på arbeidsmarkedet - kan begrense veksten. En betydelig økning i lønnskostnadene på 1970-tallet har trolig ført til at bedriftene etter hvert satset på en mer kapitalintensiv produksjon og en produksjonsteknologi som fordrer mindre bruk av arbeidskraft. Selv om reallønnsutviklingen i Europa under ett har vært lav på 1990-tallet sammenliknet med i USA, og lavere enn produktivitetsveksten, har dette ikke vært tilstrekkelig til å gjøre det lønnsomt for bedriftene å øke antall ansatte. Det er derfor grunn til å tro at selv om veksten skulle ta seg vesentlig opp, vil denne i første rekke være generert av økt produksjonskapital, og bare i liten grad av økt sysselsetting.

Skranker på etterspørselssiden i ferd med å reduseres

Veksten i de store landene i Kontinental-Europa har i stor grad vært eksportdrevet. Som figur 3.3 viser, er det nå en

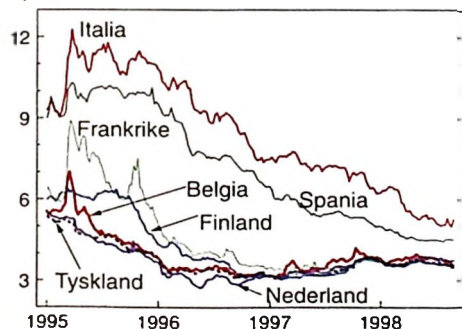
tendens til at innenlandsk etterspørsel har tatt seg opp og kan komme til å drive veksten i tiden fremover. Det er særlig investeringene som har drevet denne etterspørselsveksten. I Frankrike har investeringene økt med 5,1 prosent fra annet kvartal i fjor til annet kvartal i år, mens investeringsveksten i Italia var 4,7 prosent i samme periode. I Tyskland er bildet mer usikkert. Investeringene i produksjonskapital økte med 5,4 prosent fra annet kvartal i fjor til annet kvartal i år, mens investeringer i bygg og anlegg ble redusert med 7,4 prosent i samme periode.

Kombinasjonen av lave renter og redusert usikkerhet med hensyn til ØMU-prosessen er trolig viktige årsaker til økningen i investeringene i Kontinental-Europa. I tillegg har kapitalavkastningen i regionen økt de siste årene, noe som har gjort det mer lønnsomt å øke produksjonskapitalen.

Konsumveksten i Kontinental-Europa har hittil vært beskjeden. I Tyskland økte det private konsumet 0,4 prosent fra andre kvartal i 1997 til andre kvartal i år, mens konsumveksten i Italia var 0,9 prosent i samme periode. I Frankrike har imidlertid konsumveksten tatt seg opp, og var 4,2 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år. Erfaringsmessig er det et tidsetterslep fra vekst i investeringene til vekst i konsumet. Selv om konsumveksten samlet sett har vært forholdsvis lav i Kontinental-Europa hittil i år, kan den økte investeringsveksten indikere økt konsumvekst i årene fremover.

En usikkerhetsfaktor i dette bildet er styrken i og tidspunktet for konjunkturomslaget i USA. Hvis etterspørselsveksten i USA reduseres betraktelig i løpet av kort tid, kan de negative vekstimpulsene for Europa som følge av dette føre til at investeringsveksten avtar før konsumveksten kommer i gang.

Figur 3.4 Kortsiktige renter i et utvalg av potensielle euroland. 3 måneders rente



Kilde: Norges Bank

Pengepolitikken: «Mange musikere, få instrumenter»

Pengepolitikken i Tyskland, som er svært viktig for resten av Europa, har vært ekspansivt innrettet siden 1995. ØMU-prosessen innebærer at rentene i de landene som vil utgjøre euro-området konvergerer mot samme nivå. Rentekonvergensen har i hovedsak gått i retning av en generell senkning til det tyske nivået (se figur 3.4). I Storbritannia, som er utenfor euro-området, har imidlertid rentene økt det siste året, og styringsrenten ligger i dag på 7½ prosent.

Storbritannia - inflasjonsstyring gjennom en høykonjunktur

Storbritannia innførte inflasjonsmål for pengepolitikken i oktober 1992. På dette tidspunktet var landet i en lavkonjunktur. I løpet av 1996 begynte etterspørselen å ta seg opp, og renten ble satt opp av hensyn til inflasjonsmålet. Fra oktober 1996 har styringsrenten vært satt opp 7 ganger, hver gang med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng, til dagens nivå på 7,5 prosent.

Pundet har styrket seg med nesten 20 prosent i denne perioden (se figur 1). Selv om en stor del av appresieringen trolig skyldes andre forhold i de internasjonale finansmarkedene, har de hyppige renteøkningene bidratt til det sterke pundet. Appresieringen har især dempet veksten i konkurranseutsatte næringer, som store deler av industrien. Produksjonen i skjermede næringer, eksempelvis store deler av tjenestesektoren, er i mindre grad eksponert overfor valutakursutviklingen og har vist forsatt sterk vekst. Figur 2 viser den divergerende utviklingen i produksjonen i henholdsvis industrien og tjenestesektoren. Industrisektoren er teknisk sett inne i en resesjon, siden sektoren har hatt nedgang i produksjonen de siste to kvartalene.

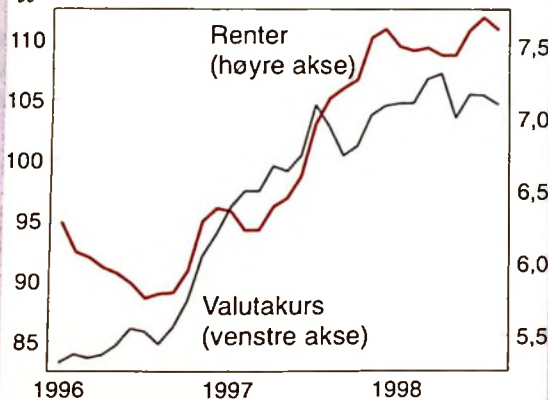
Det har vist seg vanskelig å få til en rask demping av veksten i den private etterspørselen ved hjelp av den stramme pengepolitikken. Det antas å være et betydelig tidsetterslep fra en økning i renten til en får redusert den

innenlandske etterspørselen og dermed produksjonen i skjermede næringer. Den stramme pengepolitikken vil først ramme konkurranseutsatte næringer gjennom styrkingen av valutakursen. Ved inflasjonsstyring i en høykonjunktur står en derfor overfor følgende dilemma: For å nå inflasjonsmålet på kort sikt kan en være nødt til å la valutakursen styrke seg betydelig, med en påfølgende sterk nedgang i produksjon og sysselsetting i den konkurranseutsatte sektoren. På litt lengre sikt, når effekten av den stramme pengepolitikken også viser seg i den skjermede sektoren, er det fare for at det samlede aktivitetsnivået blir for lavt, slik at pengepolitikken bidrar til en lavkonjunktur. For å unngå dette er det viktig at pengepolitikken er tilstrekkelig fremadskuende i sin innretning. Ved å stramme inn på et tidlig tidspunkt kan en hindre at presset i økonomien blir så stort at svært kraftige renteøkninger, med en dertil kraftig styrking av valutakursen, må til for å få ned inflasjonen.

Hoveddelen av renteøkningene i Storbritannia kom først etter at sentralbanken, Bank of England, i mai 1997 fikk operasjonell frihet til selv å fastsette rentene.¹ Den pengepolitiske

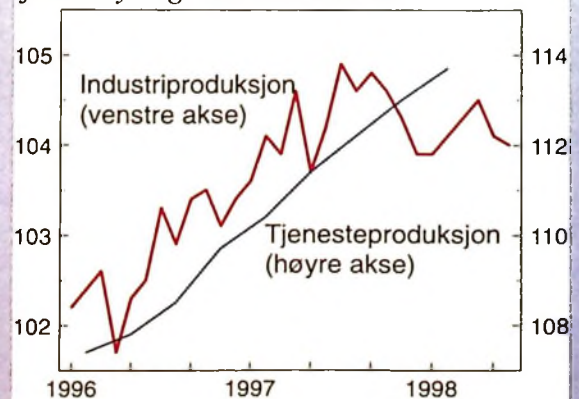
¹ Beslutninger om styringsrenten tas av en egen komite, Monetary Policy Committee, som består av ni medlemmer. Fire av medlemmene er utnevnt av finansministeren, men står personlig ansvarlig for sin stemmegivning. Se for øvrig artikkel i Penger og Kreditt 1998/2 s. 273-276.

Figur 1 Utviklingen i rente og valutakurs. 3 måneders rente og nominell effektiv valutakurs i Storbritannia



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Utviklingen i industri og tjenesteyting i Storbritannia



Kilde: Datastream

komite (Monetary Policy Committee), som fastsetter styringsrenten, har flere ganger presisert at pengepolitikken bør være tilstrekkelig fremadskuende.² Det er mye som tyder på at renten ville blitt hevet på et tidligere tidspunkt hvis Bank of England hadde hatt mulighet til dette. Spørsmålet nå er hvorvidt renteøkningen kom for sent og var for kraftig, slik at Storbritannia går mot en lavkonjunktur, eller om en vil få en myk landing, hvor veksten stabiliserer seg på et nivå som er forenlig med produktivitetsutviklingen.

Mot en hard landing? Hva sier avkastningskurven?

De fleste uavhengige prognoser viser at BNP-veksten for Storbritannia vil avta betydelig mot slutten av 1998.³ Hvorvidt veksten vil reduseres så mye at produksjonsgapet mer enn lukkes, slik at en får en lavkonjunktur, er usikkert.

Blant finansielle konjunkturindikatorer er det differansen mellom langsiktige og kortsiktige renter som historisk sett har vært best til å varsle lavkonjunktur.⁴ Denne indikatoren gjenspeiler formen på avkastningskurven, dvs. sammenhengen mellom rente og løpetid på lån. Normalt er differansen mellom lange og korte renter positiv, dvs. en stigende avkastningskurve, bl.a. på grunn av høyere kursrisiko på langsiktige rentepapirer. Figur 3 viser at differansen mellom 10 års obligasjonsrente og 3 måneders pengemarkedsrente har falt betydelig de siste tre årene og nå er om lag -2,0 prosentpoeng, dvs. at avkastningskurven er avtakende.

Det er to hovedgrunner til at en negativ differanse mellom langsiktige og kortsiktige renter kan varsle en kommende lavkonjunktur. For det første kontrollerer sentralbanken i første rekke de kortsiktige rentene, slik at en stram pengepolitikk fører til høye kortsiktige renter, noe som bidrar til redusert vekst. For det andre antas de langsiktige rentene i stor grad å gjenspeile markedsaktørenes forventninger om fremtidig inflasjon. En lavkonjunktur følges ofte av lav inflasjon, slik at forventninger om en lavkonjunktur bidrar til å trekke langsiktige renter ned.

Differansen mellom langsiktige og kortsik-

tige renter i Storbritannia er nå svært lav i internasjonal historisk sammenheng. Bernard og Gerlach fra Bank for International Settlements⁵ har sett på sammenhengen mellom denne indikatoren og en påfølgende resesjon, i betydningen et vesentlig fall i produksjonen. Ifølge denne undersøkelsen vil dagens nivå på indikatoren, om lag -2 prosentpoeng, tilsi at sannsynligheten for et vesentlig fall i produksjonen i løpet av neste år er over 50 prosent.

En må imidlertid ta i betraktning at dette kun er en av mange konjunkturindikatorer. Dessuten bør slike undersøkelser som den referert ovenfor, tolkes med varsomhet. Sammenhengen mellom resesjoner og differansen mellom langsiktige og kortsiktige renter er i hovedsak basert på et annet pengepolitisk regime enn det nåværende. En stor del av nedgangen i langsiktige renter, som har bidratt til den negative differansen, kan skyldes økt troverdighet omkring inflasjonsmålet, og ikke forventninger om en fremtidig resesjon.

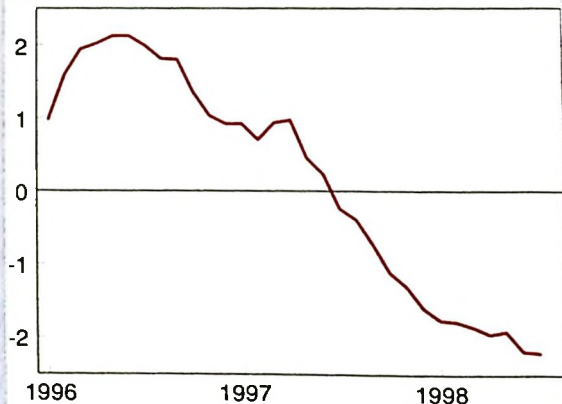
2 Protokoll fra møtene i den pengepolitiske komite offentliggjøres innen seks uker.

3 Se «Forecasts for the UK Economy». Nr. 136, august 1998. HM Treasury

4 Se Arturo Estrella og Frederic S. Mishkin (1998). «Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators», The Review of Economics and Statistics Vol.LXXX, s. 45-62.

5 Se Henri Bernard og Stefan Gerlach (1996). «Does the Term Structure Predict Recessions? The International Evidence», BIS Working paper No. 37.

Figur 3 *Utviklingen i differansen mellom 10 års obligasjonsrente og 3 måneders rente i Storbritannia*



Kilde: Norges Bank

Fra 1. januar 1999 vil eurolandene få en felles pengepolitikk innrettet mot prisstabilitet og monetær stabilitet i euroområdet som helhet. Men som figur 3.1 ovenfor viser, er ikke alle eurolandene i den samme fasen i konjunktursyklusen. Rentenivået vil derfor ikke kunne være tilpasset konjunktursituasjonen for alle landene til enhver tid.

Isolert sett kan en felles pengepolitikk forsterke forskjellene i konjunkturforløp mellom land. For å forklare dette, kan en for enkelhets skyld anta at Rentenivået er tilpasset et gjennomsnitt av landene. Et land som har press i økonomien har en tendens til å få høyere inflasjon enn gjennomsnittet. For en gitt nominell rente medfører dette at realrenten blir lavere. Dette bidrar til økt etterspørsel og ytterligere press i økonomien. For en økonomi i lavkonjunktur vil en nominell rente tilpasset et gjennomsnitt av landene gi tilsvarende høyere realrente og dermed forsterke lavkonjunkturen. En felles pengepolitikk kan dermed forsterke konjunkturturene hvis landene er i ulike konjunkturfaser.²

Selv om slike effekter også kan være til stede under fastkursssystemer, vil dannelsen av euro-området trolig forsterke effektene. Hvis et land opplever press i økonomien og økt inflasjon under et system med fast valutakurs, er det en tendens til at renten øker som følge av frykt for devaluering, noe som demper presset. Med felles valuta vil valutakursrisikoen forsvinne, og den nominelle renten vil dermed ikke øke som følge av presset i økonomien.

Siden ett pengepolitisk instrument, renten, skal tilpasses mange lands økonomiske situasjon, settes det større krav til øvrig økonomisk politikk og tilpasningsevne i økonomien.

Begrenset handlerom i finanspolitikken

Problemet med kun ett hovedinstrument i pengepolitikken for land med ulike konjunkturforløp kan reduseres ved hjelp av konjunkturtilpasset finanspolitikk i de ulike eurolandene. Kravene i stabilitets- og vekstpakten, som pålegger at budsjettunderskuddet må være mindre enn 3 prosent av BNP med unntak for spesielle situasjoner, begrenser imidlertid mulighetene for finanspolitisk stabilisering.

Selv om finanspolitikken i euro-området er nasjonalt bestemt, har tidligere erfaringer med høye budsjettunderskudd ført til at mange land er blitt skeptiske til en aktiv finanspolitikk. Innen EU-landene synes det imidlertid å være bred enighet om at automatiske stabilisatorer bør få virke. Tidligere har dette ikke alltid vært tilfellet. Høy gjeld har fremtvunget finanspolitiske innstramminger i nedgangstider, og forbedring av budsjettbalansen i oppgangstider har ført til finanspolitisk ekspansjon. Finanspolitikken har dermed forsterket de økonomiske svingningene.

² Denne effekten ble fremført som kritikk mot ERM av Sir Alan Walters, tidligere rådgiver for Margaret Thatcher, i boken *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press, 1986.

Tabell 3.1 Automatiske stabilisatorer i eurolandene

Land	Aut. stab.	Budsj.-undersk. 1999	«Break-even»
Tyskland	0,5	2,2	1,3
Frankrike	0,5	2,6	2,3
Italia	0,6	2,0	1,3
Belgia	0,6	1,4	0,3
Østerrike	0,5	2,2	1,5
Nederland	0,8	1,2	1,0
Irland	0,5	-1,1	0,6
Portugal	0,5	2,2	2,2
Spania	0,6	1,9	1,9
Finland	0,5	-0,6	-3,6
Luxemburg	0,6	-0,6	-1,3

Eksemplet i tabellen er basert på EU-kommisjonens anslag for budsjettunderskudd fra mars i år. Den første kolonnen viser hvor mange prosent budsjettunderskuddet øker hvis BNP-veksten reduseres med ett prosentpoeng. Den siste kolonnen viser den BNP-veksten som gjør at budsjettunderskuddet kommer i konflikt med kravet om maksimalt 3 prosent budsjettunderskudd.

Tabell 3.1 gir en oversikt over budsjettsituasjonen og graden av automatisk stabilisering i eurolandene. For de fleste landene ligger de automatiske stabilisatorene omkring 0,5 prosent, dvs. at en nedgang i BNP-veksten på 1 prosentpoeng øker budsjettunderskuddet med 0,5 prosent. Budsjettkravene i stabilitets- og vekstpakten skal på sikt skape rom for bruk av automatiske stabilisatorer. På kort sikt kan imidlertid budsjettkravene legge en begrensning på bruken av disse. Tabellen viser hvor lav veksten i BNP for et utvalg av euroland kan bli før budsjettunderskuddet kommer i konflikt med budsjettkravet, gitt at de automatiske stabilisatorene får slå igjennom. Flere av landene kan tåle en betydelig nedgang i veksten, men enkelte land fremstår som sårbare. Dette gjelder særlig Frankrike, som vil få problemer med budsjettkravet hvis veksten går ned til 2,3 prosent i 1999. Også Portugal og Spania er sårbare overfor en nedgang i veksten.

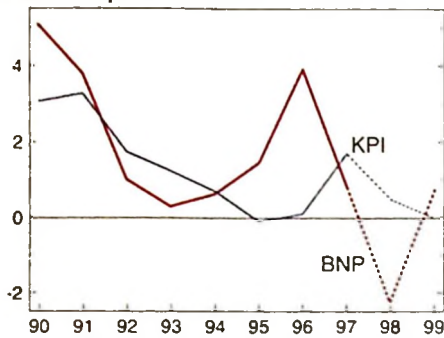
Vurdering av utsiktene fremover

Veksten i euro-området anslås til $2\frac{3}{4}$ prosent både i 1998 og i 1999, der forbedret tillit til økonomien, nedgang i renter og et skifte mot en noe mer ekspansiv finanspolitikk kan bidra positivt. Risikomomentene ligger blant annet i muligheten for en kraftigere enn forventet avmatning av veksten i USA, en ytterligere forverring av krisen i Asia og usikkerhet rundt den økonomiske og finansielle utviklingen i Russland.

I Tyskland trekker økt disponibel inntekt sammen med tillit til den økonomiske utviklingen i retning av økt konsum. Vi venter at BNP-veksten i Tyskland blir om lag $2\frac{1}{2}$ prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. Konjunkturforløpet i Frankrike har de siste årene i stor grad vært sammenfallende med Tysklands, men veksten i innenlandsk etterspørsel har i år vært sterkere enn i Tyskland. Vi venter at veksten i Frankrikes BNP både i år og neste år vil bli om lag $2\frac{3}{4}$. I Storbritannia ser avmatningen av veksten ut til å komme noe senere enn tidligere antatt, og vi venter at veksten i år vil bli om lag $2\frac{1}{2}$ prosent. På grunn av det høye rentenivået og det sterke pundet kan veksten reduseres vesentlig mot slutten av året og begynnelsen av neste år, og vi anslår veksten i 1999 til å bli om lag $1\frac{1}{2}$ prosent. Svensk økonomi har hatt en sterkere vekst i første kvartal i år enn tidligere antatt, og vekstutsiktene ser forholdsvis lyse ut. Vi venter at BNP i år og neste år øker med om lag 3 prosent.

Inflasjonen i Europa ventes å holde seg fortsatt lav, men kan komme til å tilta i løpet av 1999. Råvareprisene vil være avgjørende for prisutviklingen i Europa i løpet av denne perioden. Disse avhenger i stor grad av utviklingen i Asia, hvor usikkerheten er stor. Det er derfor noe større usikkerhet enn vanlig i forbindelse med prisutviklingen.

Figur 4.1 BNP-vekst og konsumprisvekst i Japan. Årstall



Kilde: Norges Bank og OECD

4. Japan - et land i krise

Konjunkturbildet

På 1980-tallet hadde Japan en gjennomsnittlig økonomisk vekst på 4,4 prosent. Men siden 1992 har veksten falt til et gjennomsnitt på 1,4 prosent. I andre kvartal i år ble BNP redusert med 3,3 prosent, målt i årlig rate. For finansåret 1997/98³ viste BNP et fall på 0,7 prosent. Det er første gang siden finansåret 1974/75 at BNP har falt fra foregående finansår. Nedgangen i veksten skyldes fjorårets finanspolitiske tilstramming kombinert med en innenlandsk finanskriser og krisen i flere asiatiske land.

Konsumprisene falt med 0,1 prosent fra juli i fjor til juli i år. Det er nå tegn til deflasjonspress i japansk økonomi. Engrosprisene har falt som følge av reduserte importpriser. Priskutt blant landets asiatiske handelspartnere og fallende råvarepriser har bidratt til fallet i importprisene.

Overkapasitet på tilbudssiden

Mot slutten av 1980-tallet økte investeringene markert. Mange prosjekter med lav avkastning og høy risiko ble igangsatt, og produksjonskapitalen økte. Figur 4.2 viser at selv om produksjonen økte vesentlig, vokste kapitalbeholdningen enda mer, slik at produksjonskapitalen pr. produsert enhet - «capital-output ratio» - økte. Økningen i produksjonskapital gjenspeilte stor optimisme med hensyn til fremtidig økonomisk vekst.

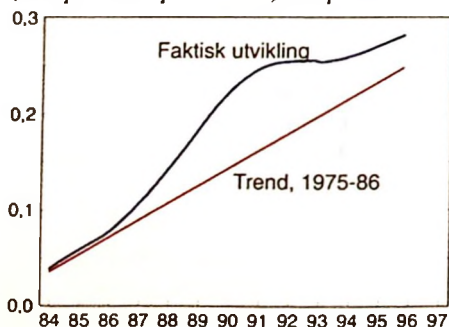
Etter krakket i aksje- og eiendomsmarkedet på begynnelsen av 1990-tallet falt imidlertid private investeringer vesentlig. Økningen i produksjonskapitalen på 1980-tallet viste seg å være bygd på overdreven optimisme, og størrelsen på kapitalbeholdningen ble for stor. I forhold til nivået på etterspørselen er det trolig fremdeles en for stor kapitalbeholdning i Japan, slik at kapitalbeholdningen ikke utgjør noen skranke for veksten på kort sikt.

Siden arbeidsledigheten har økt markert i Japan det siste året, utgjør heller ikke tilgangen på arbeidskraft noen skranke for veksten på kort sikt. I juli var ledighetsraten 4,1 prosent, som for Japan er svært høyt i historisk sammenheng. Men på litt lengre sikt vil veksten begrenses av at andelen av befolkningen i yrkesaktiv alder reduseres vesentlig. For å motvirke disse negative effektene er deregulering og andre strukturelle reformer nødvendig for å øke produktivtetsveksten.

Innenlandsk etterspørsel viktigste skranke

Japans svake økonomiske utvikling på 1990-tallet kan i stor grad forklares ved lav investeringsetterspørsel. Brutto private investeringer ble i gjennomsnitt redusert med 2 prosent

Figur 4.2 Utviklingen i produksjonskapital som andel av produksjonen ("Capital-output ratio") i Japan



Kilde: IMF

³ Det japanske finansåret går fra 1. april til 31. mars.

årlig i første halvdel av 1990-årene. Både finansieringsproblemer etter det store fallet i aksje- og eiendomsmarkedet og en kapitalmengde som var tilpasset tidligere forventninger om sterk vekst, bidrog til investeringsfallet. I kontrast til avtakende private investeringer har offentlige investeringer økt relativt raskt i 1990-årene gjennom myndighetenes gjentatte forsøk på å stimulere til sterkere økonomisk vekst.

Privat konsum ble imidlertid i mye mindre grad påvirket av endringene i formuesverdiene. Dette står i kontrast til erfaringene i de nordiske landene og Storbritannia, hvor resultatet var store svingninger i privat konsum etter fall i formuesverdiene. Forholdet reflekteres delvis i privat sektors relativt stabile sparerate.

Den økende arbeidsledigheten vil kunne bidra til økt forsikringsmotivert sparing og holde konsumetterspørselen nede.⁴ I tillegg reiser det spørsmål om ikke en viktig del av den japanske kulturen med livslange ansettelse er i ferd med å ta slutt. Det skaper økt usikkerhet om fremtiden. For å stimulere konsumetterspørselen er det viktig at husholdningenes tillit til den økonomiske utviklingen bedres. De langvarige problemene i finansiell sektor er trolig det viktigste elementet bak tillitskrisen, og mye av nøkkelen til økt vekst ligger her (se egen ramme om problemene i finansiell sektor).

⁴ OECD anslår husholdningenes sparerate som andel av disponibel inntekt til 14,1 prosent inneværende år. Tilsvarende anslag for USA og Tyskland er henholdsvis 4,4 og 12,1 prosent.

Den japanske bankkrisen

De japanske bankene har siden begynnelsen av 90-årene hatt betydelige utlånstap. Tapene skyldes for en stor del fallet i aksjekurser og eiendomspriser fra tidlig på 1990-tallet og den senere svake økonomiske utviklingen. Krisen i Asia har i 1997/98 forsterket problemene. Tabellen viser japanske bankers eksponering overfor kriselandene i Asia sammenliknet med banker i USA og EU. Utlånene til kriselandene utgjør 39 prosent av egenkapitalen til japanske banker.

Estimater på mengden misligholdte lån i japanske banker som andel av totale utlån har av myndighetene tidligere vært oppgitt til å være mellom 5 og 6 prosent. Private kilder har angitt andelen til å være på mellom 9 og 10 prosent. Tall fra det japanske finansdepartementet i januar viste en misligholdsandel på 12 prosent.

Japanske myndigheter har lenge blitt kritisert for å ha vist liten vilje til å innrømme problemene. Mot slutten av 1997 fikk flere fi-

Bankers utlånseksponering til «fremvoksende markeder» (i prosent av bankenes egenkapital)¹

	Banker i		
	USA	Japan	EU
Asiatiske «fremvoksende markeder»	12,4	109,5	48,5
De fem kriselandene ²⁾	6,8	39,2	13,5
Kina	0,8	7,6	3,9
Singapore og Hong Kong	4	61,5	29,2
Øst-Europa og Tyrkia	4,3	2,4	12,7
Latin-Amerika	17,3	5,9	17,3
Totalt «fremvoksende markeder»	34	117,8	78,5

¹⁾ Egenkapitaltallene referer seg fra 1995, mens utlånstallene er fra utgangen av juni 1997

²⁾ Sør-Korea, Indonesia, Malaysia, Filippinene og Thailand

Kilde: OECD

nansinstitusjoner store problemer, og noen gikk konkurs. Myndighetene har etter hvert truffet tiltak som indikerer at de nå ser mer alvorlig på situasjonen:

a) «Big-bang reforms» i finanssektoren og nye regler for tilsyn og krisehåndtering

Hosten 1996 la Japans statsminister fram en femårs-plan med forslag til tiltak som skulle gjøre Japans finansielle system «free, fair and global». Mange av tiltakene er vedtatt av parlamentet, og viktige endringer ble igangsatt fra 1. april i år.

I sammenheng med reformene vedtok parlamentet i 1996 et nytt lov- og regelverk for krisehåndtering og tilsyn av finansinstitusjoner. Lov- og regelverket skal være fullt ut operasjonelt i år 2001. Målsetningen er å få et mer regelbasert system for problemløsning fremfor det tidligere «case-by-case»-systemet. Tilsynet med japanske banker var tidligere underlagt og utført av det japanske finansdepartementet. Fra og med 22. juni i år blir tilsynet med banker og andre private finansinstitusjoner utført av et nytt organ, «The Financial Supervisory Agency», som blir underlagt statsministeren. Finansdepartementet vil fortsatt ha ansvaret for planleggingen av politikk og lovgivning på finansmarkedene.

b) Ekstraordinær krisepakke for finanssektoren fra februar i år

Etter at flere finansinstitusjoner fikk problemer i november i fjor annonserte tidligere statsminister Hashimoto at offentlige midler ville bli foreslått brukt for å løse problemene i banksystemet. De nødvendige lovendringene for krisepakken ble godkjent av det japanske parlamentet i midten av februar i år. Pakken har en ramme på 30 billioner yen, som tilsvarer 6 prosent av BNP. Pengene skal brukes til to typer tiltak:

- i) Beskytte innskyterne i insolvente institusjoner (17 billioner yen).
- ii) Rekapitalisering av solvente finansinstitusjoner (13 billioner yen). Tiltaket skal sørge for en generell kapitaltilførsel til finanssektoren.

Foreløpig er bare 1,8 billioner yen av pakken blitt benyttet.

2. juli la imidlertid japanske myndigheter fram ytterligere en plan¹ for løsning av bankkrisen. Planen innebærer opprettelse av «a bridge bank scheme». En «bridge bank» skal kjøpe opp aktiva til ikke levedyktige institusjoner og utstede lån til kredittverdige kunder hvis bankforbindelsen er insolvent. Planen er basert på modellen som ble brukt for å løse den amerikanske bankkrisen. Finansieringen vil være de 13 billioner yen som ble avsatt til rekapitalisering av finansinstitusjoner i februar inneværende år, jf. punkt ii). Planen er nå til behandling i nasjonalforsamlingen, og det er usikkert hva det endelige resultatet blir.

Japan har tidligere fulgt en avventende strategi. Denne har ikke ført fram. Problemene i banksektoren bidrar til den generelle nedgangskonjunkturen, og nedgangskonjunkturen bidrar til problemene i bankene. En mer sentralisert tilnærming for løsning av problemene har derfor lenge vært nødvendig. Det er derfor positivt at myndighetene nå ser ut til å gå over til en mer sentralisert strategi.

Rammen for den japanske pakken (6 prosent av BNP) er adskillig større enn de totale utbetalingene fra staten i forbindelse med de norske krisetiltakene (3 prosent av BNP). Fra flere hold hevdes det imidlertid at regnskaps-tallene ikke reflekterer faktiske forhold. Det hevdes også at det er tendenser til såkalt «credit crunch» i Japan.

En mer ekspansiv finanspolitikk vil bidra til å få fart på økonomien og hjelpe på forholdene i banksektoren. Bankkrisetiltak og en mer ekspansiv finanspolitikk vil øke under-skuddet på offentlige budsjetter. Men med en svært lav offentlig netto gjeld vil en midlertidig økning i offentlig sektors underskudd kunne være håndterlig.

¹ The second Report of the Comprehensive Plan for Financial Revitalization

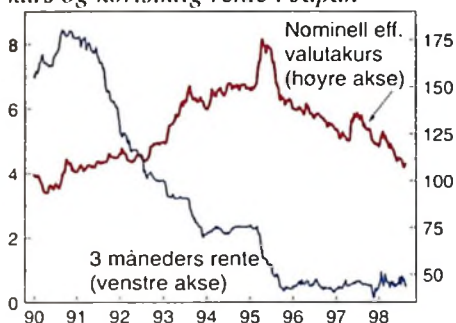
Pengepolitisk stimulans virker ikke

Japansk pengepolitikk har vært svært ekspansiv de siste årene. Rentene er meget lave og valutakursen har depreciert (se figur 4.3). På grunn av det lave rentenivået vil en ekspansiv pengepolitikk trolig kun slå ut i en svakere yen. Selv om dette isolert sett vil bidra til økonomisk vekst gjennom økt eksport, kan en svakere yen også gjøre situasjonen i Asia ustabil.

Sentralbankens offisielle styringsrente, diskontoen, har siden september 1995 ligget så lavt som en halv prosent uten at det ser ut til å gi vekst i utlånene til privat sektor. Den 9. september foretok imidlertid sentralbanken lettelser i pengepolitikken ved å endre sine pengemarkedsoperasjoner slik at «overnight»-renten mellom bankene gikk ned til 0,25 prosent. Ifølge uttalelser fra sentralbanken ønsket en med dette å forhindre at økonomien går inn i en deflasjons-spiral.

Flere spekulerer i om ikke japansk økonomi nå er fanget i en likviditetsfelle, hvor enhver økning i pengemengden trolig bare fører til en økning i husholdningenes kassebeholdning. Rentene vil i så fall forbli uendret og dermed også realinvesteringene og nasjonalproduktet. Den eneste muligheten for en mer ekspansiv pengepolitikk er å øke inflasjonen, slik at realrenten reduseres.

Figur 4.3 Effektiv nominell valutakurs og kortsiktig rente i Japan



Nominell effektiv valutakurs viser kursen for et lands valuta i forhold til valutakursen hos et gjennomsnitt av handelspartnerne

Kilde: Norges Bank

Finanspolitisk stimulans med begrenset effekt

Den aldrende befolkningen i Japan begrenser det langsiktige handlerommet i finanspolitikken. Imidlertid har finanspolitikken blir stadig mer ekspansiv de seneste årene på bakgrunn av den svake økonomiske utviklingen. Det offentlige budsjettunderskuddet i Japan forventes å øke fra 3,3 prosent av BNP i fjor til om lag 6 prosent inneværende år. Det strukturelle budsjettunderskuddet, som er korrigert for konjunkturavhengige inntekter og utgifter, anslås å utgjøre 3,5 prosent av BNP i år.

Sammenliknet med andre store industriland har japanske myndigheter store beholdninger av finansaktiva. Offentlig nettogjeld utgjorde i 1997 kun 18 prosent av BNP mot henholdsvis 50 og 53 prosent i USA og Tyskland. De lave nettogjeldstallene taler for at det på kort sikt er rom for finanspolitisk stimulering.

Med bakgrunn i den fortsatt svake makroøkonomiske situasjonen annonserte den japanske regjeringen i april nok en finanspolitisk stimuleringspakke på $3\frac{1}{4}$ prosent av BNP. Men selv med denne finanspolitiske stimuleringen ville en få en relativt betydelig finanspolitisk tilstramning i finansåret 1999/2000, fordi pakken blant annet inneholdt kun midlertidige skattelettelser. I tillegg var nivået på offentlige investeringer i finansåret 1999/2000 planlagt å ligge under nivået for inneværende finansår. Den nye statsministeren

varslet derfor i august ytterligere finanspolitiske stimuleringer på 10 billioner yen, dvs. 2 prosent av BNP. I tillegg er det varslet permanente skatteutt på 6 billioner yen.

Det er usikkert hvor stor effekt en ekspansiv finanspolitikk vil ha for veksten. På grunn av det begrensede langsiktige handlingsrommet kan nye stimulerings tiltak som forverrer budsjettbalansen oppfattes kun som en utsettelse av skatt.

Vurdering av utsiktene fremover

Gjenopprettelsen av privat sektors tillit er avgjørende for å få til en bedring i japansk økonomi. Det er vanskelig å anslå når dette kan komme. Mye av nøkkelen ligger i en opprydding i finanssektoren, hvor store urealiserte tap for bankene hindrer et effektivt fungerende kredittmarked.

Vi anslår et fall i BNP på 2¼ prosent i år. Imidlertid tror vi på positiv vekst mot slutten av året som følge av myndighetenes finanspolitiske stimulering. Dette, sammen med nye varslede finanspolitiske tiltak, gjør at vi anslår veksten i 1999 til om lag ¾ prosent.

Inflasjonen ser fremdeles ut til å falle i Japan, og vi utelukker ikke at det kan bli en periode med fallende priser. Vi anslår inflasjonen i år til å bli om lag ½ prosent, mens vi anslår at den til neste år vil bli om lag 0 prosent.

5. De andre kriserammede Asia-landene

Krisen i Asia har vist seg å være mer omfattende og dypere enn tidligere antatt. I mai og juni var det ny uro i finansmarkedene, og den indonesiske valutaen deprimerte kraftig på grunn av politiske uroligheter. I tillegg falt japanske yen som følge av usikkerhet omkring den økonomiske politikkutformingen.

I de kriserammede landene har fallet i privat konsum og investeringer blitt kraftigere enn tidligere forventet. Årsakene kan oppsummeres i manglende tillit, bortfall av finansformue, betydelig gjeld i foretakssektoren og stor utstrømming av kapital, som har redusert tilgangen på finansiering. Fallet i innenlandsk etterspørsel har bidratt til å redusere omfanget av intra-regional handel, som utgjør om lag 50 prosent av regionens handel. Det har imidlertid vært en betydelig bedring i driftsbalansen fordi redusert innenlandsk etterspørsel har gitt et kraftig fall i importen.

BNP-tall for andre kvartal (målt fra andre kvartal i fjor) viste et fall på 6,8 prosent i Malaysia og 6,6 prosent i Sør-Korea. For Indonesia, hvor BNP falt med 6,2 prosent i første kvartal, kan fallet i BNP inneværende år komme opp mot 15 prosent. Det forventes i tillegg betydelig BNP-fall i Sør-Korea, Malaysia og Thailand.

Ser vi på erfaringene så langt, har alle kriselandene med unntak av Indonesia fått styrket sine valutaer siden de nådde et bunnpunkt i januar i år. I Sør-Korea, Thailand og

Filippinene har det vært et markert fall i rentene etter at depresieringspresset på valutaene har avtatt.

Økninger i inflasjonsraten som følge av valutadepresieringene ser ut til å ha blitt mindre enn forventet. Dette reflekterer trolig lønns- og prisleksibilitet i de asiatiske økonomiene i forbindelse med fallet i innenlandsk etterspørsel. Det er først og fremst i Indonesia at inflasjonen har tatt seg kraftig opp, med en prisvekst fra juli i fjor til juli i år på 72 prosent.

AKTUELL UTDYPING: ARBEIDSMARKEDET – EUROPAS AKILLESHÆL?

1. Innledning

Arbeidsledigheten er svært høy i en rekke av de land som vil utgjøre euro-området. I 1997 var 12 prosent av arbeidsstyrken uten arbeid. Ubenyttede arbeidskraftressurser innebærer at landenes vekstpotensial ikke utnyttes, og at den samlede inntekten blir lavere enn den ellers ville vært. Langvarig arbeidsledighet fører til nedbryting av kunnskap og ferdigheter, og har i tillegg enn rekke negative sosiale konsekvenser. I vurderingen av de kortsiktige konjunkturutsiktene for Europa er situasjonen på arbeidsmarkedet viktig. I denne utdypingen ser vi nærmere på faktorer som gjør at vi legger til grunn relativt beskjeden sysselsettingsvekst framover.

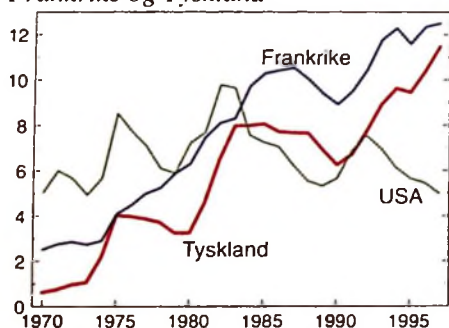
Liten fleksibilitet i europeiske arbeidsmarkeder er av mange, se for eksempel OECDs sysselsettingsstudie¹, blitt pekt på som en hovedforklaring til den vedvarende høye arbeidsledigheten i Europa. Forklaringsfaktorer av denne typen vektlegger samspillet mellom strukturelle forhold i arbeidsmarkedet og konjunkturutviklingen, og er kort omtalt i avsnitt 2.

Et forhold som synes å ha fått mindre oppmerksomhet, er hvordan strukturelle forhold i arbeidsmarkedet over tid endrer produksjonsstrukturen i retning av mer kapital i forhold til arbeidskraft. I avsnitt 3 drøftes i hvilken grad dette har vært tilfellet i europeiske land, og dette sammenholdes med utviklingen i USA. Virkningene for konjunkturutviklingen og arbeidsmarkedet er diskutert i avsnitt 4.

2. Strukturelle forhold og lønnsutvikling

Den høye og langvarige arbeidsledigheten i Europa blir ofte forklart med utgangspunkt i et skille mellom strukturell og konjunkturrell ledighet. Den konjunkturrelle ledigheten skyldes utviklingen i samlet produksjon. Den strukturelle ledigheten skyldes mer grunnleggende problemer innen arbeidsmarkedet - problemer som forhindrer at arbeidsledigheten reverseres i en høykonjunktur. Figur 1 viser utviklingen i arbeidsledigheten i Frankrike, Tyskland og USA fra 1970 og fram til 1997. Arbeidsledigheten i Europa har i hovedsak økt som følge av konjunkturrelle forhold. Strukturelle forhold har bidratt til at arbeidsledigheten ikke er blitt redusert i påfølgende oppgangskonjunkturer. Resultatet er at arbeidsledighetsraten har økt med nesten 10 prosentpoeng. I USA har økningen i ledighet blitt reversert i perioder med høykonjunktur, slik at ledighetsnivået nå er på linje med nivået i 1970.

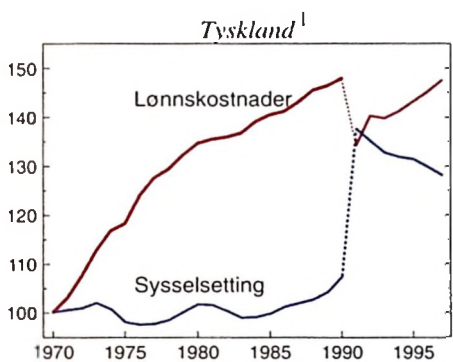
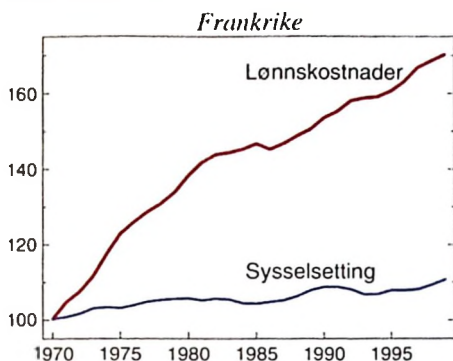
Figur 1. Arbeidsledighet i USA, Frankrike og Tyskland



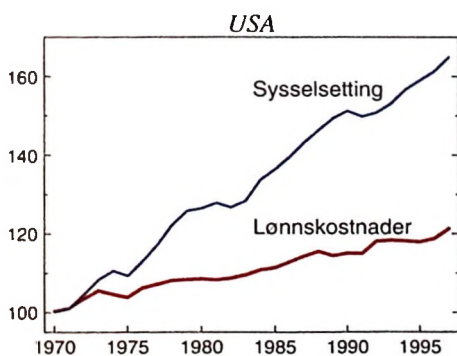
Kilde: OECD

¹ The OECD Jobs Study. Evidence and Explanations, OECD 1994.

Figur 2. Utvikling i sysselsetting og lønnskostnader



¹ Brudd i serien i 1990-1991 pga gjenforeningen



Kilde: OECD

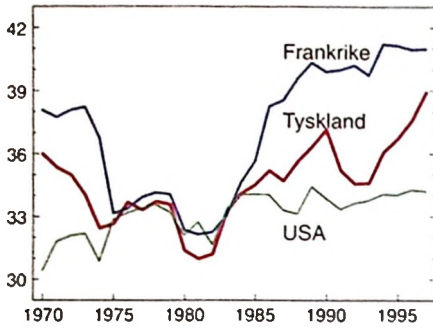
Figur 2 viser at også sysselsetnings- og kostnadsutviklingen i Frankrike og Tyskland de siste 30 årene skiller seg fra utviklingen i USA. USA har hatt en sterk vekst i sysselsettingen, mens dette ikke har vært tilfellet i Tyskland og Frankrike. Den sterke veksten i lønnskostnader i Europa er trolig en viktig årsak til forskjellene i sysselsetningsveksten. Mange av de ordninger som er etablert for å sikre inntektsfordeling, hindre fattigdom og beskytte arbeidstakernes rettigheter, har samtidig bidratt til høyere lønnsvekst og redusert sysselsetting. Blant annet kan høy og langvarig arbeidsledighetstrygd svekke motivasjonen til jobbsøking. Det samme gjelder andre former for trygdeordninger. Høye minimumslønninger bidrar til at unge og de med lavest kompetanse presses ut av arbeidsmarkedet. Ordninger som sikrer de som er i arbeid høy grad av jobbsikkerhet kan også bidra til å redusere antallet nyansettelser. De nevnte og lignende ordninger kan i tillegg bidra til økt lønnsvekst fordi de gir mindre grunn til å frykte sysselsetningsvirkningene av økt lønn, siden både kostnadene og sannsynligheten for å bli arbeidsledig blir mindre. Ordningene ble i hovedsak introdusert i Europa på 1960- og 1970-tallet.

Systemet for lønnsdannelse er også pekt på som en viktig forklaringsfaktor bak utviklingen i lønnskostnader. Internasjonale sammenlikninger kan tyde på at det er yttertilfellene av systemer for lønnsdannelse som gir den beste makroøkonomiske utviklingen. Fagforeninger som dekker store deler av økonomien vil ta hensyn til hvordan lønnsnivået virker på den samlede sysselsettingen. I land med svake fagforeninger og lav organisasjonsgrad, har arbeidstakerne liten forhandlingsstyrke og vil ikke kunne presse opp lønningene. I land med mellomliggende systemer, det vil si der fagforeningene er sterke, men ikke store nok til å ta et ansvarlig helhethensyn, vil lønnsnivået lett bli presset opp så høyt at det svekker sysselsettingen. Det er den siste formen som enkelte har hevdet er tilfellet i en del europeiske land.

3. Utvikling i kapitalinntektsandeler og produksjonsteknologi

Den høye lønnsveksten i Tyskland og Frankrike siden 1970 gjenspeiler økt forhandlingsstyrke hos arbeidstakerne. Der som en ser bort fra eventuelle endringer i skatter og avgifter, vil en økning i den andelen av den totale produksjonsverdien som tilfaller arbeidstakerne måtte reflekteres i at andelen som tilfaller kapitalen faller. Figur 3 viser utviklingen i de gjennomsnittlige kapitalinntektsandelene i bedriftene i privat sektor i Tyskland, Frankrike og USA i tidsrommet fra 1970 til 1997. Vi ser at det var en nedadgående trend i Frankrike og Tyskland fra 1970 til 1980. Etter 1980 har den gjennomsnittlige kapitalinntektsandelen steget kraftig i disse landene. For USA er det ingen klar trend. Nivået var i 1997 bare litt høyere enn i 1970. Samme trend som for

Figur 3. Kapitalinntektsandeler i USA, Frankrike og Tyskland



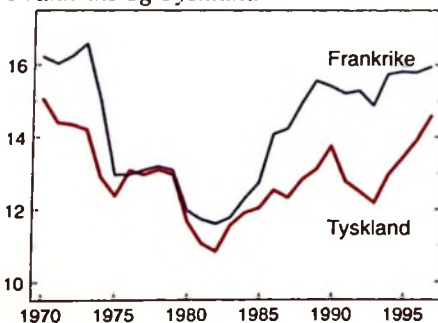
Kilde: OECD

Tabell 1: Vekst i gjennomsnittlig kapitalinntektsandel, kapitalavkastning og kapital i forhold til produksjon, 1970-79 og 1980-97.

	Kapitalinntektsandel	Kapitalavkastning	Kapital/produksjon
<i>Tyskland</i>			
1970 - 79	-6,7	-13,9	7,2
1980 - 97	24,1	25,2	-1,1
<i>Frankrike</i>			
1970 - 79	-10,5	-19,3	8,8
1980 - 97	26,8	33,2	-6,4

Kilde: OECD, Norges Bank

Figur 4. Avkastning på realkapitalen i Frankrike og Tyskland



Kilde: OECD

Tyskland og Frankrike finner vi for andre kontinental-europeiske land, som Spania og Italia. Utviklingen i Storbritannia og Canada ligner utviklingen i USA.

Kapitalinntektsandelen² er produktet av avkastningen pr. enhet kapital, og kapital i forhold til produksjon. Fallende kapitalinntektsandeler på 1970-tallet kan derfor skyldes to forhold: For det første kan det ha blitt mindre kapital bak hver produsert enhet. For det andre kan den gjennomsnittlige avkastningen på realkapitalen, definert som inntekt pr. enhet kapital, ha gått ned. Tabell 1 viser at fallende kapitalinntektsandeler skyldes lavere avkastning på realkapitalen. Mens kapitalinntektsandelene falt, økte mengden kapital bak hver produsert enhet fra 1970 til 1979.

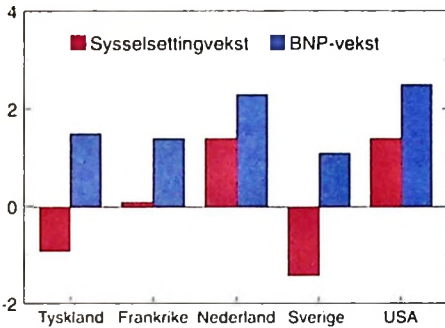
Den lavere avkastningen på kapital skyldes at det på kort sikt er vanskelig å endre produksjonsteknologien i bedriftene selv om prisene på innsatsfaktorene endres. Når bedriftene i utgangspunktet har tilpasset produksjonsteknologien og mengden av arbeidskraft og kapital optimalt til gjeldende priser, vil økte lønninger føre til at avkastningen på kapitalen faller. Figur 4 viser at nettopp dette skjedde i Tyskland og Frankrike på 1970-tallet. Gjennomsnittlig avkastning på realkapital i privat sektor i Tyskland og Frankrike falt med henholdsvis 14 og 19 prosent fra 1970 til 1979. Arbeidstakerne klarte å oppnå en stadig større andel av den totale verdien av produksjonen.

For at avkastningen på kapitalen skal øke i en ny situasjon med høyere lønninger, må bedriftene endre sin tilpassning. Dette kan innebære å substituere seg bort fra den innsatsfaktoren som er blitt relativt sett dyrere. I tilfellet med dyrere arbeidskraft vil det innebære å øke kapitalmengden bak hver arbeider innenfor samme produksjonsteknologi. Et annet alternativ vil være å endre teknologien i mer kapitalintensiv retning. Med mer kapitalintensiv teknologi menes en teknologi som produserer med relativt mer kapital i forhold til arbeidskraft. Et slikt skift innebærer at etterspørselen etter arbeidskraft faller.

Fra 1980 til 1997 har det vært en kraftig økning i de gjennomsnittlige kapitalinntektsandelene og i avkastningen på kapitalen i privat sektor i Tyskland og Frankrike. I Frankrike steg den gjennomsnittlige avkastningen på kapital med 33 prosent i denne perioden. I Tyskland var økningen på 25 prosent. Mengden kapital pr. produsert enhet falt i begge landene i denne perioden. Økningen i kapitalinntektsandelene fra 1980 til 1997 skyldes derfor økt avkastning på realkapitalen og ikke mer kapital i forhold til produksjonen. I Tyskland var det et fall i gjennomsnittlig kapitalinntektsandel og realkapitalavkastning etter gjenforeningen med Øst-Tyskland i 1990. Dette fallet kan forklares med samme mekanismer som forklarer fallet i kapitalinntektsandelene i

² Kapitalinntektsandel = Avkastning pr. enhet kapital x (Verdi av kapital/Verdi av produksjon)

Figur 5. Sysselsettingens bidrag til årlig BNP-vekst. Gjennomsnittlig årlig vekst 1991-98



Kilde: OECD, Norges Bank

1970-årene: Etter gjenforeningen førte press fra vestlige fagforeninger til at lønningene i øst raskt konvergente mot nivåene i vest. Teknologien i øst var ikke tilpasset de høyere lønningene og kapitalinntektsandelene falt.

Selv om også andre forhold kan bidra til å forklare økt avkastning på kapital fra 1980, er det rimelig å tro at mye av økningen skyldes endret produksjonsteknologi. Blant annet viser Blanchard³ at teknologiske endringer kan være en viktig årsak til de endrede kapitalinntektsandelene.

Den lave sysselsettingsveksten og endret teknologi har ført til at størstedelen av BNP-veksten i Europa stammer fra økt produksjon pr. arbeider. Figur 5 viser sysselsettingens bidrag til BNP-veksten i USA og flere europeiske land i perioden 1991-1998. I Europa har sysselsettingsveksten vært atskillig lavere enn i USA, og hovedbidraget til den økonomiske veksten kommer fra økt produksjon pr. arbeider. De siste årene har sysselsettingsveksten bidratt negativt til BNP-veksten i Tyskland. I USA har det vært omvendt. Her har vekst i sysselsettingen bidratt til hoveddelen av den økonomiske veksten.

4. Virkninger for konjunkturutviklingen og arbeidsmarkedet fremover

Økt gjennomsnittlig realkapitalavkastning kan innebære at lønnsomheten ved nye investeringer i Tyskland og Frankrike har økt de senere årene. Det har imidlertid i perioden fra 1980 og fram til 1997 vært svært liten eller ingen vekst i investeringene. En forklaring på dette er at forhold knyttet til etableringen av euro-området har økt usikkerheten forbundet med å investere i landene innenfor området. Alt annet likt bidrar økt usikkerhet til høyere krav til avkastning på kapitalen. Det er mulig at avkastningen ikke har vært høy nok til å kompensere for usikkerheten, og at investeringene dermed har uteblitt. Det meste av usikkerheten rundt etableringen av euro-området er nå fjernet, og dette trekker isolert sett i retning av økte investeringer. I Frankrike ser det nå ut til at investeringene har tatt seg noe opp, mens det er større usikkerhet knyttet til den kortsiktige utviklingen i Tyskland.

Dersom den økte gjennomsnittlige kapitalavkastningen skyldes en mer kapitalintensiv teknologi, vil dette ha betydning for hvor raskt det er mulig å få ned ledigheten som følge av en konjunkturoppgang. Det er to grunner til dette. For det første vil en kapitalintensiv teknologi gi mindre økning i arbeidskrafttettersspørselen når produksjonen øker. For det andre vil mer kapitalintensive bedrifter kunne føre til økt lønnspress. Ved kapitalintensiv teknologi vil det være mer kostbart for bedriftene dersom produksjonen stopper, for eksempel på grunn av en streik, mens det vil være rela-

³ Blanchard, O. : "The Medium Run"; *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1997.

tivt billig å forhindre dette ved en økning i lønningene, fordi arbeidskraft utgjør en mindre andel av produksjonskostnadene enn tidligere. Lønningene kan således bli presset ytterligere opp som følge av at bedriftene har gått over til mer kapitalintensiv teknologi. Dette indikerer at det kan være vanskelig å få ned ledigheten vesentlig på kort sikt selv om en gjennomfører reformer på arbeidsmarkedet og selv om oppgangskonjunktoren varer ved. Det er særlig tjenesteytende sektorer som er arbeidskraftintensive. Reformen på arbeidsmarkedet som stimulerer til vekst i denne sektoren vil derfor gi de største sysselsettingseffektene.

5. Konklusjon

Utviklingen i kapitalinntektsandeler i flere av euro-landene ligner på utviklingen i Frankrike og Tyskland. Økt lønnsvekst som følge av endrede institusjonelle forhold på arbeidsmarkedet kan forklare mye av fallet i kapitalinntektsandelen på 1970-tallet. Fallet i kapitalinntektsandelen dette tiåret har bidratt til mer kapitalintensiv teknologi og økt kapitalavkastning fra 1980 til 1997. Den mer kapitalintensive produksjonsteknologien reduserer effekten på sysselsettingen av en oppgangskonjunktur, og kan føre til at det tar tid før reformer som bidrar til økt lønnsfleksibilitet gir en betydelig økning i sysselsettingen.

Også andre forhold gjør at det kan bli vanskelig å redusere ledigheten innenfor området på kort sikt. Felles valuta gjør at endringer i de nominelle valutakursene ikke lenger vil kunne bidra til å utjevne forskjeller i konkurransevnen mellom landene i unionen. En utjevning av konkurransemessige forskjeller må derfor skje gjennom endrede priser og lønninger. For at dette skal kunne skje uten store svingninger i sysselsettingen, kreves en større grad av pris- og lønnsfleksibilitet enn tidligere. I tillegg vil innføringen av en felles valuta innebære at de pengepolitiske virkemidlene ikke lenger vil være tilpasset den økonomiske situasjonen i hvert enkelt land, men situasjonen i området sett under ett. Dette stiller større krav til finanspolitikken som konjunktur-stabiliserende virkemiddel. Gjennom Maastricht-traktaten og stabilitets- og vekstpakten har imidlertid landene forpliktet seg til å føre en finanspolitikk innrettet mot balanse i de offentlige budsjetter. Den aktuelle budsjettsituasjonen i flere av de deltakende landene innebærer derfor at det er lite rom for å føre en ekspansiv finanspolitikk i de nærmeste årene. I kapittel 3 i den internasjonale økonomiske oversikten omtales dette nærmere.

De største landene innenfor området har lenge vært i en lavkonjunktur. Usikkerheten rundt etableringen av euro-området kan ha bidratt til lave investeringer. Mye av usikkerheten er nå borte, og sammen med økt kapitalavkastning trekker dette i retning av økte investeringer. Økte investeringer kan bidra til økt etterspørsel etter arbeidskraft. Imid-

lertid ville etterspørselen etter arbeidskraft ha blitt større i en situasjon med mindre kapitalintensiv produksjonsteknologi.

Samlet tyder dette på at uten betydelige strukturelle reformer vil arbeidsledigheten i euro-området kunne holde seg på et relativt høyt nivå selv etter en tid med oppgangskonjunktur.

AVKASTNING KNYTTET TIL NORGES FORDRINGER OG GJELD OVERFOR UTLANDET I 1997

Jon Petter Holter, spesialrådgiver, og Terje Åmås, konsulent, Statistikkavdelingen i Norges Bank

Ifølge Statistisk sentralbyrås årlige finanstelling - som legger *pålydende verdier* til grunn - kom Norge i netto fordringsposisjon overfor utlandet i 1995, med et nettobeløp på 1 990 millioner kroner ved utgangen av året. Ved utgangen av 1996 var beløpet steget til 37 815 millioner. Likevel var Norges netto formuesinntekter - dvs. renter, aksje- og annet utbytte samt reinvestert fortjeneste - negative både i 1996 og 1997 ifølge utenriksregnskapet.

Vi har sett nærmere på avkastningen i 1997 for landet under ett og for enkeltsektorene - der vi også har søkt å inkludere opptjente, ikke forfalte renter. Avkastningsbeløpene er så målt i forhold til (dividert med) de tilhørende gjennomsnittlige fordringer og gjeld overfor utlandet over året. Så langt det har vært mulig har vi vedrørende fordringer og gjeld lagt *markedsverdier* til grunn for beregning av avkastningsratene idet «markedet» i sin vurdering ser på avkastningen i forhold til hva plasseringene koster.

Ut fra arbeidet med beregningene - og de resultater vi kom fram til - vil vi fremheve følgende:

- Norge kom - ifølge beregninger i Norges Bank - først i løpet av 1997 i netto fordringsposisjon når markedsverdier legges til grunn
- Avkastningsratene for landet sett under ett viser at vi i 1997 fikk 5,5% i avkastning på våre plasseringer i utlandet, mens utlandet fikk en avkastning på 6,1% på sine plasseringer i Norge

Ifølge interne beregninger i banken - basert på tilnærmede markedsverdier - beløp Norges netto fordringer på utlandet seg til 19 milliarder kroner pr. utgangen av 1997 mot en netto gjeld på vel 21 milliarder kroner ett år tidligere. I gjennomsnitt for 1997 var landets netto fordringer på utlandet 639 millioner kroner. Norges netto formuesinntekter - dvs. renter, aksje- og annet utbytte samt reinvestert fortjeneste - var negative med 8 176 millioner kroner i 1996 og med 6 894 millioner kroner i 1997 ifølge utenriksregnskapet som ble publisert i «Ukens statistikk» nr. 9/1998. Beløpet i 1997 fordelte seg med 35 135 millioner kroner under inngang fra utlandet og 42 029 under utgang til utlandet.

Nå er forholdet det at utenriksregnskapet hovedsakelig bygger på kontantprinsippet, dvs. at man bare delvis har med opptjente, ikke forfalte renter i perioden. Det innebærer blant annet at man i en situasjon med sterk formuesoppbygging i utlandet - slik som i tilfellet med Statens petroleumsfond - vil undervurdere de faktiske

inntekter. Ifølge Norges Banks regnskap beløp økningen i opptjente, ikke forfalte renteinntekter i Petroleumsfondet seg til 1 408 millioner kroner i 1997, mens tilsvarende økning for banken separat var 1 533 millioner kroner. Bankstatistikken viser videre at forretnings- og sparebankene i 1997 hadde en økning i opptjente, ikke forfalte inntekter på 832 millioner kroner. Summen av disse beløpene - 3 773 millioner kroner - har vi lagt til inngangsbeløpet på 35 135, slik at vi da alt i alt får en inngang på 38 908 millioner kroner. Statistikken viser videre at forretnings- og sparebankene i 1997 også hadde en økning i påløpte, ikke forfalte kostnader på 1 008 millioner kroner. Dette beløpet er lagt til utgangsbeløpet på 42 029, slik at vi i alt får en utgang på 43 037 millioner kroner. Tilsvarende korreksjoner knyttet til andre sektorer har vi ikke funnet å kunne foreta.

Tabell 1 viser hvordan avkastningen i form av renter, aksjeutbytte og reinvestert fortjeneste beløpsmessig fordelte seg på de ulike sektorer.

Tabell 1. Renter, aksjeutbytte og reinvestert fortjeneste i 1997. Millioner kroner

Sektorer	Inngang	Utgang	Netto
Offentlig forvaltning	488	4 398	-3 910
Norges Bank (ekskl. Petr.fond) ¹⁾	13 161	659	12 502
Petroleumsfondet 2)	3 342	0	3 342
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	3 433	6 817	-3 384
Andre finansinstitusjoner	4 868	5 063	-195
Stats- og kommuneforetak	6 677	3 802	2 875
Andre sektorer (restbestemt)	6 939	22 298	-15 359
Sum	38 908	43 037	-4 129

¹⁾ Beløpene er her hentet fra bankenes resultatregnskaper, som også inkluderer økning i opptjente, ikke forfalte inntekter og kostnader.

²⁾ Samlede renteinntekter ifølge Norges Banks regnskap. (Kursreguleringer er altså holdt utenom).

Kilde: Utenriksregnskap, valutastatistikk og bankstatistikk.

Som nevnt var Norges gjennomsnittlige nettofordringer på utlandet - regnet til markedsverdi - beregnet til 639 millioner kroner i 1997. Tabell 2 viser hvordan dette beløpet fordelte seg på henholdsvis fordringer og gjeld, totalt og på innenlandske enkeltsektorer.

Beregning av avkastningsratene er foretatt på den måten at avkastningsbeløpene er målt i forhold til (dividert med) de tilhørende gjennomsnittlige fordringer og gjeld overfor utlandet. Vi vil understreke at beregningene bygger på et noe usikkert datagrunnlag og må vurderes deretter. Tabell 3 viser at vi for landet sett under i 1997 fikk en avkastning på 5,5% i avkastning på våre

Tabell 3. Avkastningsrater i 1997 for norske plasseringer i utlandet (fordringer) og utenlandske plasseringer i Norge (gjeld)

Sektorer	Avkastningsrater (%) på: Fordringer	Gjeld
Offentlig forvaltning	5,2%	7,7%
Norges Bank (ekskl. Petr.fond)	5,9%	3,0%
Petroleumsfondet	6,8%	-
Forretnings- og sparebanker	4,6%	4,2%
Andre finansinstitusjoner	4,7%	6,8%
Stats- og kommuneforetak	8,1%	3,6%
Andre sektorer	4,2%	7,8%
Sum	5,5%	6,1%

Tabell 2. Fordringer og gjeld overfor utlandet - gjennomsnitt i 1997. Tilnærmet markedsverdier. Millioner kroner

Sektorer	Fordringer	Gjeld	Netto
Offentlig forvaltning ¹⁾	9 359	56 787	-47 428
Norges Bank (ekskl. Petr.fond) ²⁾	224 025	21 628	202 397
Petroleumsfondet ²⁾	49 070	0	49 070
Forretnings- og sparebanker ²⁾	74 177	161 209	-87 032
Andre finansinstitusjoner ²⁾	102 510	74 273	28 237
Stats- og kommuneforetak ¹⁾	82 343	106 125	-23 782
Andre sektorer (restbestemt)	166 151	286 974	-120 823
Sum ¹⁾	707 635	706 996	639

¹⁾ Gjennomsnitt over 13-måneders perioden 31.12.96 - 31.12.97.

²⁾ Beløpene er her hentet fra bankstatistikk og annen finansstatistikk. For banker og kredittforetak - samt Petroleumsfondet - er tallene et gjennomsnitt av 13-månedersperioden 31.12.96 - 31.12.97. For forsikringsselskaper og finansieringsselskaper er tallene et gjennomsnitt av kvartalene 31.12.96, 31.03.97, 30.06.97, 30.09.98 og 31.12.97.

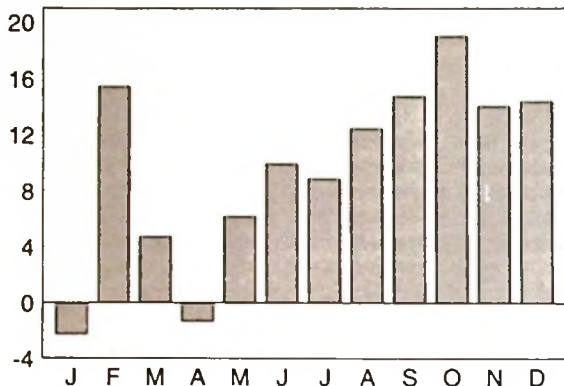
plasseringer i utlandet, mens utlandet fikk en avkastning på 6,1% på sine plasseringer i Norge. Det er mulig sistnevnte prosentsats er noe overvurdert, idet en for norske verdipapirer som er lagt ut i utlandet ikke fanger opp markedsverdien, men bare rapportørenes opplysninger om bokført verdi, som normalt vil ligge lavere.

Nå må vi også ta i betraktning at en stor del av plasseringene dreier seg om direkte investeringer, der det kan være andre motiver enn bare høy avkastning. Således kan hensynet til markedsandeler og langsiktig strategi ha vært viktige faktorer.

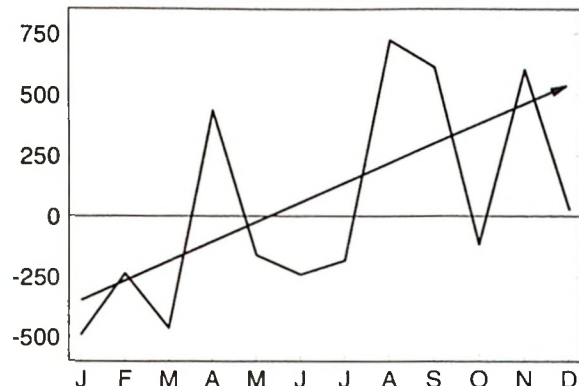
Ser vi nærmere på enkeltsektorene, viser tabellen at det var høy fordringsavkastning under Statens petroleumsfond og Norges Bank, men særlig ved «Stats- og kommuneforetak». Sistnevnte hadde som vi ser en beregnet avkastning på 8,1%. Dette må ses i sammenheng at disse foretakene i 1997 hadde en reinvestert fortjeneste i utlandet som svarte til 5,2 prosentpoeng. Reinvestert fortjeneste omfatter den del av overskuddet som ikke deles ut som utbytte, men pløyes tilbake i selskapene.

Når det gjelder gjeldsavkastningen viser tabellen høye satser under blant annet «Offentlig forvaltning» og «Andre finansinstitusjoner» (herunder kredittforetak), noe som kan henge sammen med opptak av obligasjonslån i utlandet i perioder med høy kupongrente. Dette skal i prinsippet bli fanget opp av en markedsverdi som er

Figur 1. Nettofordringer i form av rentebærende fordringer i 1997. Milliarder kroner



Figur 2. Netto renteinntekter i 1997. Millioner kroner



høyere enn den bokførte verdien. Men obligasjonslån *lagt ut i utlandet* i valuta blir imidlertid ikke fanget opp i VPSs statistikk. Dermed er en for denne type obligasjonslån henvisning til å basere seg på bokførte beløp, som altså ikke er justert i forhold til den høye forrentningen. I så fall vil de bokførte beløp («nevnerne») være undervurdert i forhold til markedsverdiene. Derved vil avkastningsratene bli overvurdert.

Også under «Andre sektorer» var det som vi ser en høy gjeldsavkastning. Av nevnte 7,8% stod renteutgifter og betaling av aksjeutbytte for henholdsvis 3,8 og 3,1 prosentpoeng.

Lav gjeldsavkastning under «Norges Bank» må ses i sammenheng med at bankens gjeld til utlandet omfatter Valutafondets beholdning av norske kroner, som ikke forrentes.

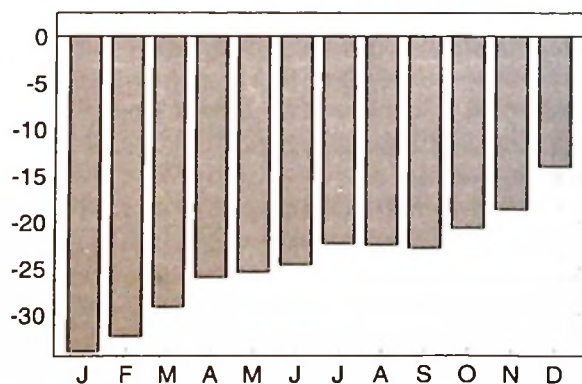
Som det fremgår av tabell 3 var det lavere avkastning knyttet til våre fordringer på utlandet enn på vår gjeld. Vi har sett litt nærmere på i hvilken grad fordrings- og gjeldsstrukturen kan ha medvirket til dette.

Figur 1 viser utviklingen i nettofordringer i form av rentebærende fordringer i 1997. I løpet av 1. halvår gikk Norge over fra å være i netto gjeldsposisjon til å være netto fordringshaver i de nevnte objektene. Figur 2 viser *netto* renteinntekter for Norge i 1997. Om vi tilpasser en rett linje gjennom punktene, ser vi at renteinntektene ble positive i slutten av 2. kvartal.

For aksjer har vi en helt annen situasjon. Gjennom hele 1997 har vi vært i netto gjeldsposisjon, selv om denne har vært synkende. Det er derfor naturlig at aksjeutbyttene drar ned rente- og stønadsbalansen. Det har vært vanlig å

forklare den negative rente- og stønadsbalansen med at vi har lavere avkastningsrater fordi oljeselskapene er svært lønnsomme og dermed betaler store aksjeutbytter til utlandet. En alternativ forklaring kan være at aksjer generelt gir mer avkastning enn rentebærende fordringer. Siden netto aksjegjeld i 1997 mer enn oppveier de rentebærende nettofordringene, er det dermed naturlig at rente- og stønadsbalansen fremdeles er negativ og at vi får lavere avkastning på våre fordringer overfor utlandet enn den avkastning vi betaler på vår gjeld.

Figur 3. Nettofordringer, aksjer. 1997. Milliarder kroner



KONKURRANSEMILJØET I BANKNÆRINGEN - DRIVKREFTER OG UTVIKLINGSTREKK FRAMOVER

Rådgiver Kari H Eika og seniorrådgiver Tor Reistadbakk, Avdeling for finansiell analyse og struktur, Norges Bank.¹

Tidligere var det særlig reguleringspolitiske endringer som bidrog til å endre og intensivere konkurransen i næringen. Nå spiller innovasjoner innenfor informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) en stadig større rolle, dels gjennom å redusere kostnadene ved produksjon av finansielle tjenester, men først og fremst ved å muliggjøre mer effektiv informasjonsflyt i markedene. Nye distribusjonsformer medfører at fysisk nærhet mellom bank og kunde er i ferd med å få mindre betydning, slik at de etablerte institusjonenes posisjoner svekkes. Næringen blir gradvis mer internasjonal. Samtidig peker flere utviklingstrekk i retning av en bedring i utenlandske bankers mulighet til å etablere seg eller styrke sine posisjoner i det norske markedet. Også andre aktører styrker sin konkurranseposisjon. Dette tilsier fortsatt økt konkurranseintensitet de nærmeste årene. Hvordan dette slår ut for den enkelte bank er blant annet avhengig av dens markedstilknytning. I et mer langsiktig perspektiv er det større usikkerhet knyttet til virkningene på konkurranseintensiteten.

Etter en kort beskrivelse av sentrale utviklingstrekk i internasjonal banknæring drøftes først eksterne miljøfaktorer som har særlig betydning for banknæringen i Norge. Dernest vurderer vi påvirkningsfaktorer i nær tilknytning til næringen. Til slutt diskuteres hvordan de skiserte utviklingstrekkene kan påvirke konkurransebetingelsene for ulike kategorier av finansinstitusjoner.

Konkurransesituasjonen i banknæringen er avgjørende for bankenes inntjening og dermed av betydning for den finansielle stabilitet. Vårt primærfokus er innskudds- og utlånsvirksomhet og betalingsformidling. Breddefordeler medfører imidlertid at det ikke er hensiktsmessig å isolere analysen til bare å omfatte bankenes kjernevirksomhet. I noen grad er det derfor også relevant å se på hvordan disse faktorene påvirker inntjeningsmulighetene for andre typer finansielle tjenester.

Utviklingstrekk i internasjonal og nordisk banknæring

Internasjonal banknæring er inne i en tid med omfattende restrukturering og konsolidering. Det er blitt hardere konkurranse, næringen internasjonaliseres, og verdipapirmarkedene og institusjonelle investorer får stadig større betydning.

Antall institusjoner har gått markant ned, og

det har vært en viss økning i konsentrasjonen i mange land. Det har også blitt færre filialer, unntatt i USA og Japan, der regler som begrenser filialetablering er blitt oppmyket. Sett i forhold til innbyggertall er antallet filialer og ansatte høyt i Kontinental-Europa, mens banker i Norden - med unntak av Danmark - er forholdsvis «slanke». Det er også store forskjeller når det gjelder andre indikatorer for effektivitet. De store variasjonene kan tyde på overkapasitet i banknæringene i en rekke land.

Til tross for betydelige forskjeller mellom enkeltland, er det enkelte hovedtrekk som tegner seg. Målt i forhold til bankenes forvaltningskapital er rentenettoen (differansen mellom samlede renteinntekter og samlede renteutgifter) redusert. Rentenettoen er bankenes tradisjonelt viktigste inntektskilde. På grunn av hard konkurranse har bankene problemer med å opprettholde inntjeningen innen tradisjonell bankvirksomhet. Bankene prøver derfor å øke aktiviteten på andre områder, for eksempel innenfor forsikring og fondssparing. Bankene har til en viss grad greid å øke andre inntekter og redusere andre kostnader, men lønnsomheten er likevel blitt svekket.

¹ I likhet med artikkelen om det framtidige konkurransemiljøet i banknæringen, i Penger og Kreditt 1/1997, oppsummerer denne artikkelen et analyseprosjekt som har involvert flere medarbeidere i Norges Bank.

Større fusjoner

Det har vært en sterk økning i fusjoner og oppkjøp de senere år. Særlig gjelder det i USA, der fusjonsbølgen er utløst av at begrensningene for etablering i flere stater nylig ble opphevet. Denne liberaliseringen muliggjorde blant annet storfusjonene mellom BankAmerica og Nationsbank, og mellom BancOne og First Chicago. Men det har også skjedd andre typer strukturendringer. Den største er den planlagte fusjonen mellom bankkonsernet Citicorp og forsikrings- og meglerkonsernet Travelers.

I Europa har størsteparten av strukturendringene til nå skjedd mellom innenlandske banker. Den største er fusjonen mellom de sveitsiske storbankene UBS og SBC. I Norden har den svenske Nordbanken og finske Merita fusjonert. Det har vært noen fusjoner og oppkjøp mellom bank og forsikring, slik som Credit Suisse/Winterthur i Sveits og S-E-Banken/Trygg-Hansa i Sverige. Overtakelsen av forsikrings- og investeringsselskaper har styrket og diversifisert mange bankers inntekspotensiale, og bidratt til at de gjennom ulike former for finansielle konglomerater kan dra fordel av verdipapirmarkedenes økte betydning.

Et mulig bilde av framtidig struktur i europeisk banknæring er at et større antall banker vil være nasjonalt orienterte, mens en del bankkonsern utvikler en regional profil, hvor de definerer flere naboland som del av sitt hjemmemarked. Videre er det noen få europeiske storbanker med

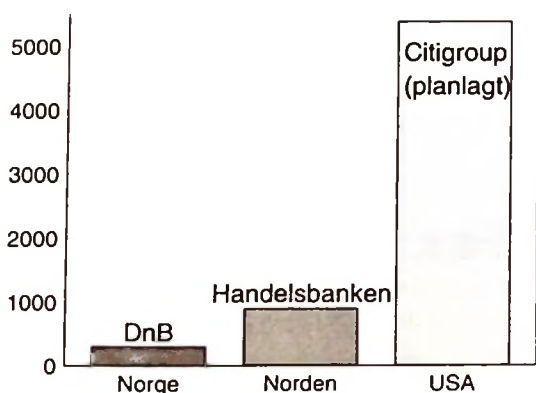
globale ambisjoner, i første rekke banker fra Sveits, Tyskland og Nederland. Dessuten har amerikanske investeringsbanker vist økende interesse for det europeiske markedet, blant annet som følge av innføringen av euro. Figur 1 gir et bilde av forskjeller i størrelse mellom de største finanskonsernene i Norge, Norden og USA.

Strukturutvikling i nordisk banknæring

Det er flere likhetstrekk i strukturutviklingen mellom de nordiske lands banknæring. Antall banker er redusert, store institusjoner er slått sammen, finansielle konsern med et bredt produktspekter utvikles, og de nordiske bankene går inn i hverandres markeder gjennom å etablere filialer eller kjøpe opp institusjoner. Norske banker har imidlertid bare i begrenset omfang etablert seg i andre nordiske land.

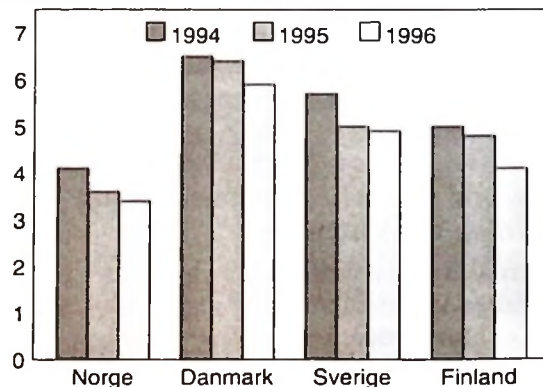
Strukturendringene har vært størst i Sverige, hvor alle de største bankkonsernene var involvert i sammenslåinger i 1997. I tillegg til de fusjoner som alt er nevnt, har Handelsbanken kjøpt kredittforetaket Stadshypotek, og Sparbanken Sverige har fusjonert med Föreningsbanken. I Danmark ble det nylig annonsert at BG Bank og Realkredit Danmark skal gå sammen, og i Norge arbeider Sparebanken NOR og Gjensidige for å danne et finanskonsern. Dessuten planlegger Sparebank1-gruppen (selskapet er eiet av medlemsbankene) en rettet emisjon mot svenske Förenings-Sparbanken, som i så fall vil

Figur 1. Største finanskonsern.
Forvaltningskapital. Milliarder kroner



Ved omregning til norske kroner er kursen pr. 3/9-1998 lagt til grunn.

Figur 2. Rentemargin. Skandinavia og Finland



Kilde: Norges Bank

bli største aksjonær i selskapet med en 25 prosents eierandel. Dette er del av en samarbeidsavtale som særlig må antas å styrke Sparebank1 i bedriftsmarkedet. En mulig fusjon mellom Kredittkassen, Postbanken og Fokus Bank vil også kunne endre konkurransen i det norske markedet.

Fusjonene kan delvis oppfattes som en defensiv strategi for å holde de store internasjonale bankene ute. Til tross for mange fusjoner og oppkjøp og den økte konsentrasjonen i næringen (unntatt i Norge) har konkurransen likevel økt.² Dette illustreres blant annet av at rentemargi- nene har falt gjennom flere år, se figur 2.

Eksterne miljøfaktorerers betydning for norsk banknæring

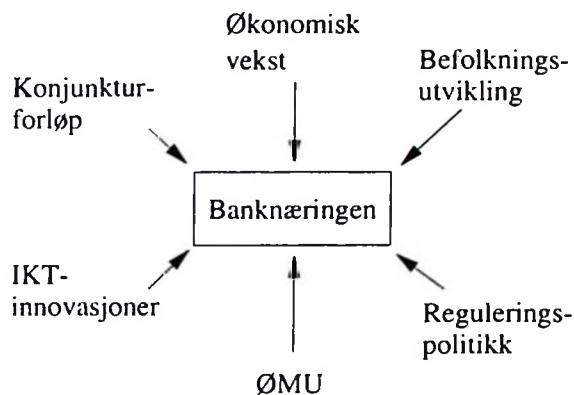
I dette avsnittet går vi gjennom noen viktige eksterne miljøfaktorer og hvordan vi tror disse vil virke inn på næringens rammevilkår i årene som kommer. Dette er faktorer knyttet til konjunkturforløp og velstandsutvikling, til demografiske utviklingstrekk og til informasjonsteknologiske innovasjoner. Dessuten påvirkes konkurransesituasjonen av offentlige reguleringer. Figur 3 illustrerer miljøfaktorer som påvirker næringen.

Bankene må fungere under sterkt skiftende konjunkturer

Norsk banknæring har de siste 15 år vært sterkt preget av store konjunktursvingninger. Også den høykonjunkturen vi er inne i nå, synes å være del av et markert konjunkturforløp.

Sterke konjunktursvingninger bidrar til og forsterkes av variasjon i bankenes utlånsvekst, og fører også til variasjon i kundenes betalingsevne. De siste årene har det vært sterk vekst i bankenes utlån. Justert for den generelle prisstigningen er vekstratene sammenlignbare med de høye vekstratene under forrige høykonjunktur. Bankenes kredittrisiko, særlig overfor foretakssektoren, synes å ha økt. Andelen av foretakenes investeringer som er finansiert gjennom låneopptak, har økt betydelig fra inngangen til konjunkturoppgangen i 1993, og ligger nå på høyde med andelene midt på 1980-tallet. Det har vært særlig sterk vekst i utlånene til en del tradi-

Figur 3.



sjonelt tapsutsatte næringer, blant annet eien- domsdrift.

Veksten i husholdningenes låneopptak har vært betydelig lavere enn foretakenes, og den finansielle stillingen til husholdningene sett under ett er god. Selv om noen husholdninger vil kunne få betalingsproblemer som følge av den siste tidens renteoppgang, er det primært ved et markert konjunkturuomslag der ledigheten øker, at bankenes tap overfor husholdningene vil stige. Erfaringen fra bankkrisen tilsier at det er i foretakssektoren at hovedtyngden av tapene i så fall vil komme.

De siste årene har bankenes bokførte tap vært ekstraordinært lave blant annet som følge av store tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger. Dette har bidratt til gode resultatregnskaper i disse årene. Etter hvert må det forventes at bokførte tap vil normaliseres. Det kan heller ikke utelukkes at en konjunkturavmatning eller konjunkturedgang vil bidra til økte tap utover dette.

Sterke konjunktursykler øker usikkerheten både for banker og låntakere. I tillegg til at dette gjør framskrivninger av tapsutviklingen mer usikker, er det grunn til å tro at sterke svingninger i økonomien også øker bankenes tap over konjunktursykelen. Det synes dessuten å være vanskelig for bankene å ta ut høye nok rentemargi- ner i perioder med høykonjunktur til å dekke inn tapene i lavkonjunktur. Sterke konjunktursykler kan derfor isolert sett redusere markedets attraktivitet.

ØMU gir sterkere konkurranse i det norske bankmarkedet

Europeisk banknæring kan bli sterkt påvirket av etableringen av EUs økonomiske og monetære

² Konsentrasjon er målt ut fra Herfindahl-indeksen. Indeksen er konstruert som $\sum x_i^2$, der x_i er markedsandelen til foretak i. Jo høyere indekssverdi, jo mer konsentrert er markedet.

union (ØMU) fra 1. januar 1999.³ Innføring av en felles valutaenhet vil eliminere valutarisiko innenfor ØMU og gjøre priser og betingelser mer direkte sammenlignbare. Dette vil gi mindre segmenterte og mer effektive verdipapirmarkeder og bankmarkeder innenfor ØMU. Indirekte vil dette også skjerpe konkurransen i det norske bankmarkedet, både ved at det blir lettere for en del større foretak å gå direkte i euro-verdipapirmarkeder, og ved at konkurransen fra banker i ØMU øker. Økt konkurranseintensitet i bankmarkedet i euroområdet gjør det mer interessant for banker innen ØMU å søke andre markeder. Sterkere konkurranse kan også i seg selv gjøre en del banker mer effektive og dermed mer konkurransekraftige. Når det gjelder valutahandel, mister norske banker bare en liten del av sine inntekter som en direkte følge av at valutahandel mellom ØMU-landene opphører, i motsetning til mange banker innenfor euro-området.

Norske bankers mulighet til å kunne tilby effektiv betalingsformidling i euro har indirekte stor betydning for å bevare kundeforhold, selv om direkte inntekter fra slike tjenester ikke har et stort omfang. Innenfor ØMU vil et felles oppgjørssystem, TARGET, kunne effektivisere grensekryssende betalinger. Banker som har direkte tilgang til TARGET vil kunne få et konkurransemessig fortrinn. Foreløpig gjelder dette banker som er etablert med bankkontor innenfor EU.

Reguleringspolitiske endringer

Ifølge norsk lov kan som hovedregel ingen eie mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller grunnfondsbeviskapitalen i en finansinstitusjon. Banklovkommisjonen foreslår imidlertid at det kan gis tillatelse til at eierandeler svarende til inntil 30 prosent av kapitalen eller stemmene i en finansinstitusjon, kan eies av en annen norsk eller utenlandsk finansinstitusjon som ledd i en strategisk samarbeidsavtale. Videre foreslås det at konsesjon for erverv av en finansinstitusjon kan gis ved en eierandel på minst to tredeler, mot 90 prosent i dag. Dette vil gjøre det lettere å kjøpe opp andre finansinstitusjoner. Kommisjo-

nens flertall foreslår også at sparebanker skal kunne omdannes til aksjeselskaper. Dette vil, om forslaget vedtas, gjøre strukturendringer enklere.

Kommisjonen har dessuten foreslått regelendringer som langt på vei vil eliminere bankenes flyt-inntekter. Gir Stortinget sin tilslutning, vil en viktig inntektskilde for bankene falle bort. Flyt-inntektene er beregnet til om lag 800 millioner kroner i 1994.

Nye regler for individuelle pensjonsavtaler (IPA) åpner for individuell skattefavisert pensjonssparing i bank. Dette har bidratt til å gjøre bankinnskudd mer attraktivt. Det er også åpnet for livsforsikring med investeringsvalg («unit-link») innenfor IPA. Forvaltningsselskap for verdipapirfond fikk dermed tilgang til et marked som tidligere har vært reservert livselskapene.

IKT-innovasjoner er en sentral drivkraft

Vi har alt pekt på politikken endringer som åpner for friere konkurranse om finansielle tjenester. En viktig forutsetning for at dette faktisk skal skje er effektiv informasjonsflyt til aktørene i markedet. Her er informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) en nøkkelfaktor. Det er også en helt sentral faktor for å få ned kostnadene i produksjon og distribusjon av finansielle tjenester. Det er derfor liten tvil om at IKT er en av de viktigste drivkreftene bak de endringer i rammevilkårene som bankene står overfor.

Den informasjonsteknologiske utviklingen har dramatisk økt distribusjonsmulighetene for finansielle tjenester. Nye distribusjonskanaler åpner for elektronisk «fjerndistribusjon» av finansielle tjenester gjennom telefon og over Internett. Enhetskostnadene i disse distribusjonskanalene er langt lavere enn i tradisjonelle filialnett. De fleste banker i Norge har tatt i bruk både telefonsentre og Internett for å nå kunden, og noen nyetablerte banker, som for eksempel Storebrand Bank, har satset på vid geografisk dekning uten å bygge ut et tradisjonelt filialnett.

Disse distribusjonskanalene gir langt større frihet for kunden til å velge tid og sted for å få utført finanstjenester. Som distribusjonskanal har Internett fortsatt liten betydning, men bruken øker sterkt. Internett ventes å bli en svært viktig distribusjonskanal, særlig for husholdninger og mindre bedrifter. Foreløpig er det bare relativt enkle finansielle tjenester som formidles over Internett, men over tid vil både funksjonalitet og

³ Jf. van den Berg og Sandal: «Innføringen av euro - konsekvenser for norsk banknæring». Penger og Kreditt. 1998/2 og Bergundhaugen og Stokstad: «Det europeiske sentralbanksystemet TARGET og euro-oppgjør for norske aktører», samme utgave.

brukervennlighet bedres. På sikt vil også skillet mellom ulike typer tilknytning bli mindre, for eksempel mellom telefon og interaktiv kommunikasjon over Internett.

Med nye distribusjonskanaler kommer også nye betalingsmåter. Minibanker og betalingsterminaler (EFTPOS) har avlastet filialnettet. Det samme gjør betaling over Internett og fra telefon (telefon), selv om omfanget foreløpig er beskjedent. Særlig i bedriftsmarkedet er det en sterk økning i elektronisk girering, framfor bruk av papirgiroer. Stadig flere bedrifter har egne terminaler direkte knyttet opp mot bankens system. I personkunde- og småbedriftsmarkedet har særlig Brevgiro (BBS) og Postgiro (Postbanken) bidratt til å redusere omfanget av girobehandling i filialene.

Bankfilialene vil neppe forsvinne, men filialnettene vil bli sterkt omdannet og med langt færre ansatte i hver filial. Disse vil i hovedsak drive med kundepleie, herunder økonomisk veiledning og salg av finansielle tjenester. Bankene satser i ulik grad på et fysisk filialnett. En del banker som også i dag har omfattende filialnett, planlegger imidlertid å øke antall filialer. De sterkt omdannede og mindre filialene vil dels være lokalisert på andre steder enn det som er vanlig i dag, for eksempel på større arbeidsplasser og i kjøpesentre.

Både i distribusjon og i bankenes øvrige driftsfunksjoner muliggjør IKT betydelige kostnadsreduksjoner. Flere operasjoner kan automatiseres og arbeidsrutiner forenkles. Å ta ut disse gevinstene for bankene forutsetter imidlertid omfattende rasjonaliseringer og organisatoriske endringer.

Erfaringen så langt er at de rasjonaliseringsgevinster IKT har gitt, har vært mindre enn forventet og av relativt beskjedent omfang. Høye IKT-investeringer og høyere avskrivninger har i seg selv bidratt til økte kostnader. Det har også blitt hevdet at IKT-investeringer i den enkelte bank mer har vært motivert ut fra bankens behov for å beholde sin posisjon i markedet enn for å redusere kostnader. Etter alt å dømme vil IKT, direkte eller som følge av konkurransepresset, etter hvert medføre lavere kostnader, gjennom rasjonalisering av bankenes filialnett og øvrige driftsfunksjoner.

IKT-utviklingen fører ikke bare til generelt økt konkurranse. Det er enkelte aktører i og utenfor finansnæringen som mer enn andre styrker sin

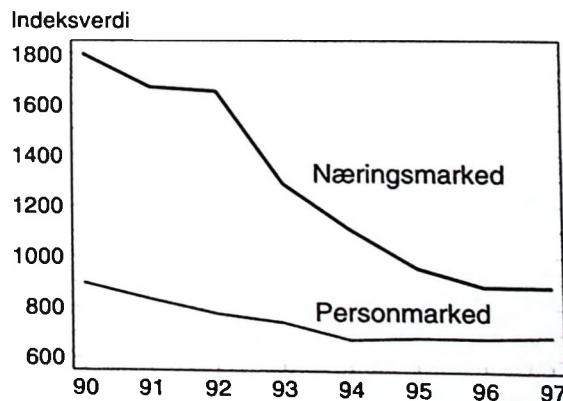
konkurranseposisjon i forhold til bankene. Dette er nærmere omtalt i en egen ramme om etableringshindringer. Viktige konkurransefortrinn i tillegg til bank- og finansfaglig kompetanse, vil være evne til å bruke teknologi hensiktsmessig, og tilgang til kundedatabaser og nettverk som en kan nå kundene gjennom.

Innovasjoner innenfor informasjons- og kommunikasjonsteknologi bedrer informasjonsflyten i markedene. Dette har avgjørende innvirkning på markedsforholdene og betyr økt konkurranse i næringen. Avstanden til verdipapirmarkedet reduseres både for tilbydere og etterspørere av kreditt. De samme utviklings-trekk tilsier at konkurransen bankene imellom også vil øke.

Konkurransekrefter og konkurranseintensitet

Konkurransen i det norske bankmarkedet synes å ha økt gjennom flere år. Konsentrasjonen, særlig i næringslånsmarkedet, er klart redusert, se figur 4. En forklaring er at bankkrisen medførte at storbankene tapte markedsandeler, men konsentrasjonen har også gått ytterligere noe ned etter dette. Samsvarende med inntrykket av økt konkurranse har gjennomsnittlig rentemargin falt. Dette har også skjedd i de øvrige nordiske land, men nivået på rentemarginen har vært, og er, lavest i Norge. Forskjellene mellom enkeltbankers rentemarginer er også blitt mindre.

Figur 4. Markedskonsentrasjon.
Herfindahl-indeksen for forretnings- og sparebankenes person- og næringslån



Etableringsbarrierer

Formene for etableringshindringer og betydningen av dem er sterkt avhengig av hva slags aktør det er som etablerer bankvirksomhet. Etableringshindringene er høye dersom bankvirksomhet skal bygges opp helt fra grunnen av, men i dag skjer nyetablering ofte ved en eller annen form for «knoppskyting». Det kan være en eksisterende bank som etablerer virksomhet i et nytt marked, for eksempel en utenlandsk bank som etablerer en datterbank eller en filial i Norge. De siste årene har vi også sett at virksomheter utenfor banknæringen har startet bankvirksomhet, for eksempel forsikringsselskapene Gjensidige og Storebrand. Også foretak utenfor finansnæringen har planer om dette. Denne utviklingen reflekterer at etableringshindringene er i ferd med å bli betydelig redusert for en del foretak både i og utenfor finansiell sektor.

Tidligere har de etablerte bankenes filialnett representert en betydelig etableringsbarriere. Oppbygging av et fysisk filialnett som var spesialisert på utelukkende å yte bankfaglige tjenester, innebar store investeringer og høye faste kostnader. Med elektronisk baserte *distribusjonskanaler*, så som telefon og Internett, kreves det mindre investeringer for å kunne nå en stor kundegruppe. Slik «fjerndistribusjon» av finansielle tjenester kan også suppleres med å ta i bruk fysiske distribusjonsnett som er oppbygget for andre formål, for eksempel forsikringsselskapenes avdelingskontorer eller butikkutsalg. Et eksempel på dette er RIMI og Statoil som skal samarbeide om videreutvikling av butikkdriften på bensinstasjoner. Planen er også å selge finansielle tjenester.

Filialer er ofte viktig for kundeforhold. Ikke minst kan banker som driver med næringslån tilegne seg nødvendig lokal informasjon gjennom filialene. Men de etablerte bankene har i stor grad et filialnett som er tilpasset gammel infrastruktur både når det gjelder lokalisering, antall og dimensjonering av filialene. Dette innebærer visse kostnadsulemper. Også filialtunge banker må investere i oppbygging av nye elektroniske distribusjonskanaler. Samtidig er det vanskelig å opprettholde lønsomheten i filialnettet etter hvert som mer av distribusjonen flyttes over til mer kostnadseffektive

kanaler. Omfattende rasjonalisering og omlegging av filialnettet medfører omstillingskostnader, og nedlegging av filialer medfører ofte indirekte kostnader i form av negativ publisitet. Dette gjør at disse bankene isolert sett driver mindre kostnadseffektivt enn nye aktører som etablerer seg vil kunne gjøre. Slike forskjeller i *effektivitet* reduserer etableringshindringene.

Etableringshindringene som distribusjonsnettene representerer, har dels sammenheng med at det er *stordriftsfordeler* i distribusjon, dvs. at enhetskostnadene reduseres med økende volum. Dette innebærer at nyetablerte aktører enten raskt må kunne nå et stort produksjonsvolum for å oppnå samme kostnadseffektivitet som de som allerede er etablert, eller produsere med en kostnadsulempe.

Graden av stordriftsfordeler varierer mye mellom ulike virksomhetsområder. I betalingsformidlingen er til dels betydelige stordriftsfordeler i stor grad realisert gjennom samarbeidet mellom bankene, men på sikt kan bildet bli mer brokete ved at andre betalingsløsninger enn dagens vil kunne bli dominerende. Generelt synes det å være stordriftsfordeler i oppbygging og drift av mange av bankenes teknologiske systemer. Betydningen av dette er redusert ved at utviklingskostnader reduseres over tid, mens mer omfattende bruk av IT-systemer i bankdriften trekker i motsatt retning. Det er også stordriftsfordeler knyttet til kompetanseintensive tjenester, for eksempel til utvikling av og handel med avanserte derivater. Likeledes krever ofte evaluering og oppfølging av låneprosjekter mye næringsspesifikk kompetanse. Kompetanse- og systemkravene vil være tyngende for ikke-finansielle selskaper. Derimot har forsikringsselskaper og utenlandske banker, som ønsker å etablere bankvirksomhet, allerede mye kompetanse.

I utlånsvirksomheten kreves det en viss størrelse for å oppnå tilstrekkelig diversifisering av utlånsporteføljen, både geografisk og over bransjer. Store kredittinstitusjoner som ekspanterer inn i nye markeder, for eksempel over landegrensene, har allerede ved etablering gode muligheter for å diversifisere. De vil imidlertid også ha større partiell usikkerhet pga. manglende kjennskap til det nye markedet.

Tidligere har forskere ikke kunnet finne stor-driftsfordeler i banknæringen, annet enn i forhold til relativt små banker, men dette motsies nå av en del nyere studier. Flere forskere finner nå empiriske holdepunkt for at det eksisterer til dels betydelige skalafordeler i banknæringen. Dette kan ha sammenheng med diversifiseringsmuligheter som åpenbart er større for en stor bank.

Et klart utviklingstrekk i finansnæringen i dag, både i Norge og i andre land, er byggingen av blandete konsern, og en motivasjon for dette er trolig et ønske om å realisere *breddefordeler*. Breddefordeler innebærer at en finansinstitusjon som tilbyr en tjeneste, kan få lavere kostnader i produksjon eller formidling av en annen tjeneste. For eksempel har en bank som mottar innskudd og yter betalingsformidlingstjenester for en kunde ofte informasjon som er nyttig ved kredittevaluering av kunden. Det synes særlig å være breddefordeler i distribusjon og salg, bl.a. vil filialnettverket kunne utnyttes bedre gjennom å øke produktspekteret. Teknologi forsterker noen breddefordeler ved å gjøre det lettere å kostnadseffektivt utnytte en stor kundedatabase for kryssalg, til å segmentere markedet og differensiere finansielle produkter i samsvar med dette.

Det er mindre opplagte breddefordeler i produksjon av finansielle tjenester. Snarere kan stor bredde medføre samordningsproblemer og liten fleksibilitet, og at skalafordeler i produksjon ikke fullt utnyttes. Store og komplekse

organisasjoner kan også være preget av dårlig informasjonsflyt og uklare beslutningslinjer. Enten dette er bredde- eller stor-driftsulemper, vil dette kunne være forhold som banken selv kan påvirke, og derfor har mulighet til å unngå eller endre.

Andre mulige etableringshindringer er bl.a. *konsesjonskrav*, herunder krav til startkapital, og *produkt-differensiering*. Disse representerer neppe betydelige hindringer for aktuelle inn-trengere. *Markedets attraktivitet* har også betydning. Selv om det norske markedet er lite, markedsaktørene har relativt stor kapasitet og marginene er små, etablerer eller ekspanderer flere nordiske banker sin virksomhet i Norge. Trolig er enkelte nisjer i markedet særlig interessant, som utlån og andre tjenester til store foretak og verdipapirforvaltning for husholdninger og foretak.

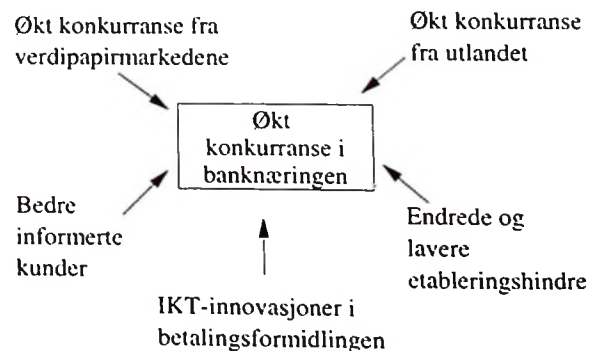
En annen mulig etableringshindring er bl.a. *krav til konsesjon*, herunder krav til startkapital, og muligheter for *produkt-differensiering*, men dette utgjør neppe vesentlige hindringer for aktuelle inntrengere. *Markedets attraktivitet* har også betydning. Selv om det norske markedet er lite, markedsaktørene har relativt stor kapasitet og marginene er små, etablerer eller ekspanderer flere nordiske banker sin virksomhet i Norge. Trolig er enkelte nisjer i markedet særlig interessant, som utlån og andre tjenester til store foretak og verdipapirforvaltning for husholdninger og foretak.

Som illustrert i figur 5 går vi i de neste avsnittene nærmere inn på hvordan IKT-innovasjoner og andre miljøfaktorer virker inn på konkurran-sesituasjonen innenfor de enkelte produktområder, først og fremst innenfor utlån, innskudd og betalingsformidling.

Sparingen øker, men mer i verdipapirer enn i bankinnskudd

Befolkningsvekst og befolkningens alderssam-mensetning er forhold som påvirker sparing og låneetterspørsel. De neste årene blir det færre

Figur 5.



personer i aldersgruppen 20-39 år, mens tallet på middelaldrende derimot øker kraftig. Unge i etableringsfasen har et større netto lånebehov enn eldre husholdninger, mens middelaldrende gjennomgående er netto sparere ved at de nedbetaler gjeld eller øker sine fordringer. Den demografiske utviklingen trekker isolert sett i retning av redusert låneetterspørsel fra husholdningene, og økt interesse for ulike spareprodukter, herunder spareformer med pensjons- og livsforsikringselementer.

Norske husholdninger blir stadig mer velstående og har de siste årene investert mye i finansielle fordringer. God inntektsutvikling framover vil bare delvis slå ut i økt privat forbruk, og dette tilsier at forvaltning av husholdningenes finansielle fordringer vil være et viktig og voksende marked i årene som kommer.

Bankinnskuddenes andel av husholdningenes finansielle plasseringer har imidlertid avtatt. Fallende rentemargin i innskuddsmarkedet (innskuddsmarginen) tyder også på at konkurransen om innskuddsmidlene er sterk. Det er særlig husholdningenes forsikringssparing og verdipapirplasseringer, direkte eller via verdipapirfond, som har økt. Kollektive forsikringsavtaler har bidratt til økt sparing blant annet som følge av vekst i lønningene og høy yrkesdeltaking. For både kollektive og individuelle avtaler har den økte oppmerksomheten om Folketrygden trolig betydning, og dette vil nok også påvirke husholdningenes sparing framover.

De siste årene har det vært stor interesse for plasseringer i aksjemarkedet. Lave renter og perioder med sterk kursstigning har trolig forsterket dette, men verdipapirmarkedene er også en sterk konkurrent om publikums sparemidler selv om kursutviklingen på aksjemarkedet framover skulle bli mindre gunstig. Andre plasseringsalternativ er blant annet obligasjons- og pengemarkedsfond, og særlig det sistnevnte vil for mange aktører være et godt alternativ til innskudd: Plasseringene er likvide og under rimelig stabile økonomiske forhold også relativt sikre, samtidig som avkastningen er høyere enn for innskudd.

IKT vil fortsatt forsterke konkurransen om sparemidler. Både i innskuddsmarkedet og ved ulike fondsplasseringer blir informasjon og sammenlignbarhet stadig bedre, og distribusjonskostnadene faller. Denne utviklingen presser marginene både i innskuddsmarkedet og i

fondsforvaltning. I verdipapirmarkedene medvirker IKT over tid til at handlesystemer effektiviseres og at markedsinformasjon blir lettere tilgjengelig, slik at meglerne mister noe av sitt informasjonsfortrinn. Samlet sett tilsier dette at megler- og forvaltningsgebyrer vil reduseres. I Norge ser man tendenser til lavere kjøps- og forvaltningsgebyrer. Over tid kan prisreduksjonen bli betydelig.

Flere andre forhold styrker også innskytternes forhandlingsstyrke og -evne overfor bankene. Det er økende bevissthet i befolkningen om effektiv kapitalhåndtering og markedsmessig avkastning, blant annet som følge av det økte utdanningsnivået i samfunnet. Høyere finansielle fordringer i mange husholdninger tilsier også at disse har mer å tjene på å vurdere valg av plasseringsform nøye.

Disse momentene vil også langt på vei gjelde for mange bedrifter, først og fremst for de mindre bedriftene. For innskudd fra store bedrifter er konkurransen alt svært hard, og det er neppe særlig rom for å presse innskuddsmarginene for disse ytterligere ned. Videre bidrar økt konsentrasjon i næringslivet til at en større andel av innskuddsmassen kommer fra kunder med sterk forhandlingsstyrke.

Dyrere innskudd og større knapphet

Disse forholdene tilsier at innskuddsmarginen fortsatt vil være lav og vil kunne gå ytterligere ned. Det kan likevel være konjunkturelle variasjoner. I nedgangskonjunktur eller i perioder med finansiell ustabilitet kan innskuddsgarantien og et ønske om god likviditet gjøre bankinnskudd mer attraktivt, og slik gi rom for en økning i innskuddsmarginen.

De fleste bankene tilbyr fondssparing gjennom datterselskaper eller tilknyttede selskaper, og de har distribusjons- og salgssapparat som er godt egnet for formidling av disse tjenestene. Inntektene dette gir kompenseres noe for den reduksjon i rentenetto som fallende innskuddsmargin og lavere innskuddsandel medfører.

Innskudd fra husholdninger og fra foretak utgjorde henholdsvis 32 og 15 prosent av bankenes samlede forvaltningskapital i 1997. Bankenes innskuddsandel har sunket de siste 20 år, hovedsakelig som følge av at husholdningenes innskudd, i prosent av bankenes forvaltningskapital, har gått ned, mens innskuddsandelen for

andre sektorer har holdt seg relativt stabil, og også økt noe de siste årene. Mye tyder på at denne utviklingen vil fortsette. Andre og dyrere former for finansiering, så som verdipapirgjeld og innskudd fra andre kredittinstitusjoner, øker i betydning.

Verdipapirer som substitutt for lån i bank

For de større norske foretakene er det viktigste substituttet til lange nedbetalingslån å utstede omsettelige verdipapirer, enten i norske verdipapirmarkeder eller internasjonalt. Fortsatt er andelen verdipapirgjeld av samlet gjeld relativt stabil og godt under 10 prosent, etter å ha økt klart på slutten av 1980-tallet. Internasjonalt har det vært en langvarig tendens at en økende del av kredittyttingen skjer over verdipapirmarkedet. Det norske obligasjonsmarkedet er imidlertid forholdsvis lite utviklet, og dette medvirker trolig til at finansiering over verdipapirmarkedene i Norge utgjør en relativt liten andel av den samlede kredittyttingen.

Mindre og mellomstore foretak har ikke samme muligheter som de større foretakene til å finansiere sin virksomhet direkte i verdipapirmarkedene. Dels skyldes dette store faste emisjonskostnader og dels høy likviditetspremie for verdipapirer utstedt av foretak som ikke er godt kjent i markedet.

Informasjonsteknologiske innovasjoner bidrar imidlertid gradvis til å redusere terskelen for når foretak er store nok til å gå direkte til verdipapirmarkedene. Implementeringen av mer effektiv informasjons- og kommunikasjonsteknologi reduserer de faste kostnadene forbundet med emisjon av og handel med verdipapirer. Bedre informasjonstilgang for investorer gir også lavere likviditetspremie for mange foretak. Videre vil ØMU føre til et større og mer effektivt obligasjonsmarked i euro, og noen flere av de store og mellomstore foretakene vil kunne oppnå en mer gunstig finansiering i euro-markedene som følge av dette.

Økt konkurranse i utlånsmarkedet

I tillegg til at de største børsnoterte foretakene har mulighet til å utstede egne verdipapirer, kan de i kraft av sin størrelse og kredittverdighet påvirke lånevilkårene i bank mer enn andre kunder. Dette bidrar til lave marginer på lån til slike foretak.

Bankene merker nå økt konkurranse og pressede marginer også i det øvre sjiktet av mellomstore bedrifter. Fusjoner og oppkjøp foretak imellom bidrar dessuten til å svekke kundeloyaliteten. Økt bedriftstørrelse medfører også at flere av de større norske bankene i økende grad har problemer med selv å fullfinansiere lån også til dette bedriftssegmentet.

Utlånsvirksomhet overfor små og mange mellomstore foretak er mer informasjonssintensiv enn for større bedrifter. Det finnes derfor ikke like klare substitutter til låneopptak i finansinstitusjoner for disse foretakene. Kostbar informasjonssinnhenting gir også høyere byttekostnader for et foretak ved skifte av bank. Dette svekker konkurransen bankene imellom. Særlig vil driftskredittbanken ha et konkurransefortrinn ved at den ofte har mer og nyere kunnskap om kunden enn øvrige banker. Muligheten for å hente ut renprofitt er derfor klart større enn ved utlån til større bedrifter. Pressede marginer i storbedriftsmarkedet tilsier imidlertid at utlån til mange mellomstore og mindre bedrifter blir relativt sett mer attraktivt, og dette øker konkurransen også om disse kundene.

Konkurranseintensiteten forsterkes ytterligere av at IKT forenkler tilgang til kredittopplysninger og kredittvurderingsprosedyrer. Dette reduserer kundenes byttekostnader. Utlånsmarginene presses særlig for kunder som er attraktive og lette å kredittvurdere. Dette gjelder også personmarkedet. Her er muligheten for standardisering høyere enn i foretaksmarkedet, og det tilsier sterk konkurranse.

I noen tilfeller svekkes bankenes, eller de etablerte institusjonenes, konkurranseposisjon uten at konkurransen ute hos kunden øker like klart. Dette er for eksempel tilfelle for en del forbrukslån. Sterke merkevareleverandører og vare distribusjonskjeder stiller seg i økende grad mellom bank og kunde og formidler kreditt i kjøps situasjonen. Telekommunikasjon og automatiske kredittvurderingssystemer styrker varehandels distribusjonen sin posisjon i forhold til kredittytter.

Utviklingen medfører generelt mer ensartede kredittvurderinger blant bankene. I tillegg til å øke konkurransen om de beste kundene, kan dette også tilsi at flere dårlige kunder faller ut av lånemarkedet. I foretaksmarkedet vil imidlertid mange låneprosjekter med god forventet lønnsomhet fortsatt være informasjonssintensive.

Geografiske forskjeller i rentemargin og konsentrasjon¹

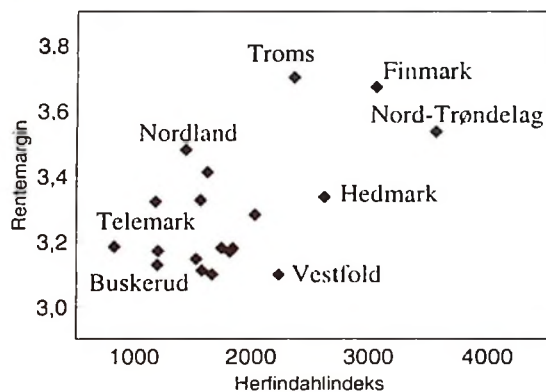
Rentemarginen er forskjellig for banker i ulike regioner. For å undersøke hva som forklarer disse forskjellene er det konstruert en fylkesmargin, dvs en rentemargin for hvert fylke. Fylkesmarginen er konstruert ved å vekte den enkelte banks rentemargin med bankens andel av samlede næringslån i hvert enkelt fylke.² Det er undersøkt i hvilken grad fylkesvise forskjeller i rentemargin kan forklares med forskjeller i markedskonsentrasjon og kreditt-risiko. Som mål på markedskonsentrasjon brukes fylkesfordelte tall for Herfindahl-indeksen. Jo høyere verdi på Herfindahlindeksen, jo mer konsentrert er markedet. Som mål på kreditt-risiko brukes andelen av fylkesvise bankutlån til foretak med relativt høy kreditt-risiko.³

Figur 1 indikerer at rentemarginen er økende med graden av markedskonsentrasjon. Sammenhengen er imidlertid ikke klarere enn at rentemarginen i Vestfold er 0,6 prosentpoeng lavere enn i Troms selv om nivået på Herfindahl-indeksen er om lag lik. I lys av figur 2 kan dette forklares med at Troms-bankenes utlån har noe høyere risiko enn bankene med utlån til kunder i Vestfold. Mens 40 prosent av bankgjelden til foretak i Vestfold er gitt til foretak med relativt høy kreditt-risiko, er tilsvarende tall for Troms 60 prosent.

Disse sammenhengene har også blitt testet statistisk ved en regresjonsanalyse av et panel-datasett for perioden f.o.m. 1. kvartal 1996 t.o.m. 1. kvartal 1998. 3/4 av variasjonen i rentemargininstallene kan forklares med forskjeller i markedskonsentrasjon og kreditt-risiko. Økt markedskonsentrasjon eller økt kreditt-risiko gir statistisk signifikant høyere rentemargin. Den positive samvariasjonen mellom rentemargin og markedskonsentrasjon, etter at det er justert for ulik grad av kreditt-risiko, indikerer at bankene i enkelte regioner med relativt høy

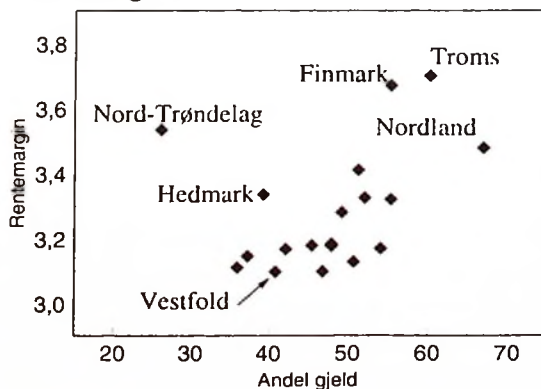
konsentrasjon henter ut renprofitt. Med laveste kreditt-risiko og likevel nesten høyeste rentemargin er Nord-Trøndelag det klareste eksemplet på dette. Mulighetene for å hente ut renprofitt kan riktignok være overvurdert fordi regresjonsanalysen ikke tar hensyn til regions-spesifikke kostnader. Det kan f.eks. tenkes at distribusjonskostnadene varierer mellom regionene.

Figur 1. Fylkesfordelt markeds-konsentrasjon og rentemargin. Forretnings- og sparebankenes næringslån



Kilde: Norges Bank

Figur 2. Fylkesfordelt kreditt-risiko og rentemargin



Kilde: Norges Bank

¹ Arbeidet er nærmere beskrevet i et upublisert notat av Tore Anders Husebø, konsulent i Norges Banks avdeling for finansiell analyse og struktur.

² Det er et problem at det ikke finnes fylkesvise tall for enkeltbankers rentemarginer. Den valgte beregningsmåten ignorerer eventuelle regionale forskjeller i rentemargin for den enkelte bank.

³ Klassifikasjon av foretak etter kreditt-risiko følger klassifikasjonen i SEBRA-databasen i Norges Bank.

Godt bankhåndverk - gjennom å identifisere lønnsomme låneprosjekter og følge disse engasjementene opp på en god måte - vil derfor fortsatt være en viktig konkurranseparameter. Bankens kompetanse kan også økes gjennom å fokusere på utlån til særskilte kundekategorier eller næringer. Ulempen ved en bransjemessig spesialisering er at man øker sin risiko som følge av ensidig eksponering overfor enkelt næringer. Store banker har imidlertid større mulighet for å spesialisere seg innenfor flere næringer, og slik redusere sin samlede risiko gjennom næringsmessig diversifikasjon.

Betalingsformidling - et marked i endring
Norge har internasjonalt sett et svært effektivt system for betalingsformidling. Dette er realisert gjennom samarbeid og samordning bankene imellom.

IKT-utviklingen har medført store endringer i markedet. Viktige faktorer har vært de sterkt forbedrede distribusjonsmulighetene som betalingsterminalene i butikkutsal (EFTPOS) og de mange bedriftsterminalene har gitt. Viktig er også utviklingen av Internett som lokal og internasjonal markeds plass, og chip-teknologien som åpner for ulike pengekortsystem.

På flere områder møter bankene konkurranse fra aktører utenfor banknæringen og også utenfor den finansielle sektor. Et eksempel er betalinger med kort. På sikt kan det forventes at det blir mer vanlig at ikke-banker, blant annet varehandelskjeder, utsteder betalingskort. Slike kort vil trolig måtte utstedes i samarbeid med en bank, med mindre bruksretten begrenses til varehandelskjeden. Videre vil Internett trolig bidra til at det lanseres nye produkter på områdene grensekryssende betalinger og «mikrobetalinger» (dvs. for svært små beløp). I stor grad ser produktutviklingen ut til å foregå utenfor banknæringen. Likevel kan tjenestene bli tilbudt i allianse med banker.

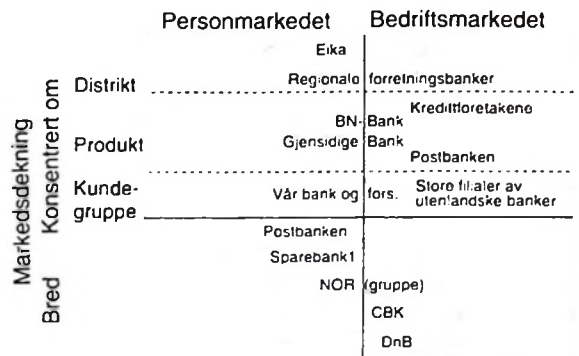
Det vil få betydning for konkurranseforholdene dersom bankenes rolle i betalingsformidlingen endres, ikke minst fordi en banks konkurransevne i dette markedet har betydning for bankens andre inntektsbringende aktiviteter.

Institusjoner i det norske markedet for banktjenester

Som bakgrunn for en drøfting av hvordan

Figur 6. Markedet for banktjenester.

Gruppering av konkurrerende institusjoner



endringer i konkurranseforholdene virker inn på ulike typer institusjoner, har vi i det følgende gruppert de ulike institusjonene ut fra vår oppfatning av deres konkurransemessige basis. Dette er på en forenklet måte illustrert i figur 6.

Figuren gir et bilde av deres relative eksponering i henholdsvis person- og bedriftsmarkedet, og gir derfor ingen informasjon om markedsandeler. Vi har også gruppert dem etter hvor bredt de synes å konkurrere. Med bredde menes her hvilke deler av markedet de betjener med hensyn på distrikter, produkter og kundegrupper. Noen konsentrerer seg om visse distrikter, som sparebankene i Eika-gruppen og regionale forretningsbanker. Andre har størstedelen av sin virksomhet knyttet til visse typer produkter, som kredittforetakene, og til en viss grad Gjensidig Bank. Selv om flere kredittforetak er eiet av større banker, har vi valgt å ta dem med her, siden de som gruppe opererer på en særegen måte i markedet. Den tredje kategorien konsentrerer seg om visse kundegrupper, og dette gjelder blant annet de store filialene av utenlandske banker, som først og fremst retter seg mot de største foretakene. En del mindre institusjoner er ikke tatt med i figuren.

De største norske institusjonene og sammenslutningene er til stede i de fleste distrikter, hos de fleste kundegrupper og med et bredt sett av produkter. Postbanken er bredt til stede i personmarkedet, og er en betydelig leverandør av betalingsformidlingstjenester for næringslivet. Den er derfor representert to steder i figuren. Når vi her har valgt å se Sparebank 1-gruppen og deltakerne i NOR-samarbeidet som konkurransemessige enheter, bygger det på en forutsetning om moderat innbyrdes konkurranse innen hver sammenslutning.

Endring i konkurransebetingelsene for ulike typer institusjoner

Med utgangspunkt i den valgte grupperingen og de utviklingstrekkene som vi har pekt på, vil vi forsøke å gi et bilde av hvordan konkurransebetingelsene for ulike kategorier av institusjoner vil kunne forskyves. Vi vil understreke at dette ikke gir grunnlag for å utpeke vinnere og tapere. For det første kan vi ha oversett vesentlige momenter. For det andre vil konkurransevirkningene også avhenge av de enkelte aktørers strategiske valg, for eksempel vil aktører som i utgangspunktet får vanskeligere betingelser kunne utvikle effektive mottrekk.

Sterkere økonomisk integrasjon på tvers av landegrenser og økt bedriftsstørrelse, gjennom blant annet kjededannelser og bedriftssammenlåinger, favoriserer særlig større utenlandske banker, siden de største norske bankene er relativt små både i nordisk og internasjonal sammenheng. Utenlandske banker vil også være mindre sårbare for særnorske konjunkturer enn det norske banker er. Dette gjelder særlig for de som er sterkest eksponert mot bedriftsmarkedet. Banker etablert i euro-området vil også være bedre posisjonert i forhold til betalinger i euro. Et klart utviklingstrekk er dessuten at næringen i økende grad internasjonaliseres.

Marginene er små på utlån til store bedrifter, hvor utenlandske banker har konsentrert mye av sin virksomhet, og konkurransen fra verdipapirmarkedene vil trolig øke ytterligere. En del store banker kan tilby emitteringstjenester og slik delvis kompensere for bortfall av renteinntekter. Kundeforhold kan beholdes og dermed også viktige inntektsbringende tjenester som valutahandel, handel med ulike finansielle instrumenter og internasjonal betalingsformidling.

Nye og billige distribusjonsformer medfører blant annet mindre geografisk segmentering av markedene og gjør det lettere å etablere bankvirksomhet og å ekspandere. Videre vil generelt lavere kostnader i tjenesteproduksjonen senke etableringshindrene. Dette vil bidra til å styrke utenlandske banker og andre aktørers mulighet til å vokse i det norske markedet.

Samtidig bidrar disse momentene til gjennomgående å svekke konkurranseposisjonen for de små og geografisk fokuserte bankene. På den annen side kan en liten bank på grunn av de bedrede distribusjonsmulighetene konkurrere

innenfor et langt større geografisk område enn før. Sparebanker er dessuten selveidende, og kan derfor ha andre målsettinger enn å generere overskudd til sine eiere. Kombinert med at mange sparebanker har høy egenkapitalandel, bidrar dette til at de kan tilby konkurransedyktige priser og beholde markedsposisjoner.

Selv om avstand blir mindre viktig, mister ikke geografisk nærhet sin betydning for kunde-forhold, særlig gjelder dette kreditter til foretak hvor de lokalt representerte banker, det være seg store eller små banker, har klare informasjonsfortrinn. Stedlige bankkontorer vil derfor fortsatt være viktig i mange sammenhenger. Lokal forankring og sterke relasjoner vil likevel kunne utgjøre et sterkt konkurransegrunnlag.

Et velutviklet tilbud av alternative spareformer skjerper konkurransen om sparemidler. Fallende innskuddsandel vil særlig ramme de mindre sparebankene, som tradisjonelt har hatt mye innskudd. Samtidig kan mindre banker ikke like lett utnytte alternative finansieringskilder. Finansieringskostnaden vil også kunne være større for små banker, og i en situasjon med knapp likviditet kan dette ramme de små bankene hardere enn de store. Reduksjon av innskudd fra husholdninger og mindre bedrifter kan bidra til at små banker blir mer avhengig av innlån fra større finansinstitusjoner. Dette kan påvirke konkurranseforholdene - konkurransen svekkes på de markedene der disse bankene er særlig viktige - og føre til strukturelle endringer, særlig i sparebanksektoren.

Mindre og geografisk fokuserte banker vil kunne miste foretakskunder i takt med konsentrasjonstendenser og kjededannelser i ulike næringer. For de regionale forretningsbankene slår svingninger i enkelt næringer i sterkere grad ut i bankregnskapene enn for de mer geografisk diversifiserte større norske og utenlandske banker.

Både de største forretningsbankene og de store sparebankene har betydelige filialnett. For disse blir det en utfordring å holde kostnadene nede og samtidig nytte filialene effektivt i konkurransen om kundene. Det er mange kunder som får flere og mer prisgunstige alternativer å velge mellom. I foretaksmarkedet står de mellomstore og store bankene i en mellomstilling. Med økt bedriftsstørrelse og sterkere internasjonalisering mister de en del kunder til store utenlandske banker, men samtidig vil de også kunne øke sitt kunde-

grunnlag på bekostning av de mindre bankene.

Kredittforetakenes utlånsporteføljer har generelt transparent risiko og god sikkerhet, og vil nok derfor særlig merke økt konkurranse. De har imidlertid allerede fordelene av enkle organisasjoner uten egne kostnads-krevende filialnett. Kredittforetakene er for en stor del eiet av banker.

For banker med mye betalingsformidling vil en mulig fjerning av flytinntekter slå negativt ut. Bankenes konkurransedyktighet i betalingsformidlingen er viktig for kundeforhold. Det norske samordnede systemet for betalingsformidling er i internasjonal sammenheng kostnadseffektivt og velfungerende, men bankenes konkurranseposisjon, særlig innenfor internasjonale betalinger og nye betalingsformer som IKT-innovasjoner vil muligjøre, er mer usikker.

Forretningsbankene, herunder de utenlandske, vil mest direkte merke konsekvensene av en

utvikling som innebærer at foretakene i større grad finansierer seg i verdipapirmarkedet, mens sparebankene i størst grad vil bli berørt av at sparingen flyttes fra banker til verdipapirer.

I denne analysen har vi fokusert på konkurranseforholdene for de etablerte aktørene i det norske bankmarkedet. De utviklingstrekkene vi har pekt på, bidrar gjennomgående til å øke konkurranseintensiteten framover. På lengre sikt er det langt vanskeligere å trekke klare konklusjoner. Konkurranseintensiteten kan avta dersom noen aktører styrker sin posisjon, og forårsaker at næringen restruktureres, uten at etableringshindringene mer generelt blir redusert. Det kan også tenkes at aktører utenfor næringen kan få kontroll over distribusjonsnett som etter hvert blir sentrale for bankene. Om slike mekanismer gjør seg gjeldende, kan det ha sterk innvirkning på konkurransevilkårene for næringen og dempe konkurransen ut mot kundene.

ORGANISERING AV KAPITALFORVALTNINGEN I NORGES BANK

Harald Bohn, fagdirektør i Område I i Norges Bank

I tillegg til forvaltningen av valutareservene har Norges Bank fått oppdraget med forvaltningen av Statens petroleumsfond. Samlet forvalter banken nå over 300 milliarder kroner i utenlandsk valuta, noe som innebærer store utfordringer. Disse har banken møtt ved å bygge opp en ny organisasjon som har en rendyrket rolle som kapitalforvalter, og vil kunne utnytte de kostnadsfordeler som ligger i å være en stor investor internasjonalt. Ved siden av forvaltningsorganisasjonens egne kontrollfunksjoner bygger banken også opp et kontrollapparat utenfor selve forvaltningsmiljøet, for ytterligere å sikre en forsvarlig forvaltning. Som et ledd i å etablere en klar rolle- og ansvarsdeling, er det også skilt mellom utforming av strategi på den ene siden og operativ forvaltning med klart resultatansvar på den andre siden.

Forvaltningen i Norges Bank

Norges Bank forvalter for tiden om lag 320 milliarder kroner i utenlandsk valuta. Dette er fordelt på Statens petroleumsfond (134 milliarder), Statens petroleumsforsikringsfond (10 milliarder) og Norges Banks internasjonale reserver (178 milliarder).

Statens petroleumsfond forvaltes i samsvar med Finansdepartementets forskrift av 3. oktober 1997. Disse fastsetter at 30-50 % av fondets midler skal plasseres i egenkapitalinstrumenter og de resterende 50-70 % i rentebærende instrumenter. Fondet skal ha en god geografisk spredning, med 40-60 % plassert i Europa, 20-40 % i Amerika og 10-30 % i Asia og Oceania. Det er adgang til å investere i 21 land innen disse regionene.

Statens petroleumsforsikringsfond forvaltes i samsvar med forskrift gitt av Nærings- og energidepartementet 13. desember 1996. Fondets midler er plassert i rentebærende papirer og dominert i europeiske valutaer.

Fra 8. juni 1998 trådte det i verk nye retningslinjer, vedtatt av Norges Banks hovedstyre, for forvaltningen av Norges Banks internasjonale reserver. I henhold til disse forskriftene skal reservene deles opp i fire ulike porteføljer: likviditetsporteføljen, immuniseringsporteføljen, petroleumsbufferporteføljen og den langsiktige porteføljen. Med unntak av petroleumsbufferporteføljen, som i utgangspunktet investeres etter liknende retningslinjer som Petroleumsfondet, er valutareservene utelukkende investert i rentebærende instrumenter.

Likviditetsporteføljen er den del av valutareservene som er plassert mest kortsiktig, og som er den man primært vil benytte hvis det oppstår situasjoner hvor det vurderes som fornuftig å selge valuta for å påvirke kronekursen. Tilsvarende vil kjøp av valuta for pengepolitiske formål bli tillagt denne porteføljen. Porteføljen skal være så stor at den skal kunne dekke de fleste behov for valutasalp, men det er en forutsetning at også andre porteføljer skal plasseres så likvid at de om nødvendig skal kunne brukes i valutakursstyringen. I utgangspunktet ble verdien på likviditetsporteføljen satt til 30 milliarder kroner.

Immuniseringsporteføljen er den del av valutareservene som er satt til å avdekke risikoen ved statens utenlandsopplåning. Porteføljen er like stor som statens samlede utenlandsgjeld, og har tilnærmet samme valuta- og renterisiko. Da de nye retningslinjene trådte i kraft, utgjorde verdien av porteføljen vel 10 milliarder kroner.

Petroleumsbufferporteføljen består av den delen av valutareservene som er satt av for senere overføring til Petroleumsfondet. For å unngå unødige transaksjonskostnader, forvaltes denne porteføljen etter tilnærmet samme retningslinjer som Petroleumsfondet.

Den langsiktige porteføljen består av den resterende del av valutareservene. Disse utgjorde ved ikrafttredelse av de nye retningslinjene om lag 116 milliarder kroner. Den forvaltes etter retningslinjer som har mye til felles med obligasjonsporteføljen i Statens petroleumsfond, men fordelingen på regioner er noe annerledes.

De nye retningslinjene for forvaltningen av valutareservene er nærmere beskrevet i en egen artikkel av Per Atle Aronsen i dette nummer av Penger og Kreditt.

Arbeidet knyttet til forvaltningen av disse porteføljene er i hovedsak konsentrert om to enheter i Norges Bank, Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP) og Markedsoperasjonsavdelingen (MOA).

KAP er en rendyrket forvaltningsenhet som er plassert på siden av sentralbankens øvrige organisasjon. Lederen rapporterer direkte til sentralbanksjefen, men inngår ikke i bankens ledergruppe. KAP har et definert resultatansvar for avkastningen på de porteføljer de forvalter.

MOA er en av avdelingene i Område I i Norges Bank (pengepolitikkområdet), og avdelingens leder rapporterer til sentralbanksjefen via områdedirektøren. MOA forvalter deler av valutareservene (likviditetsporteføljen), og er ellers tillagt oppgaver som det særlig ut fra kontrollhensyn ansees å være hensiktsmessig å holde utenfor KAP. MOA har også funksjoner som tjenesteleverandør overfor KAP.

Videre redegjøres det nærmere for disse enhetenes oppgaver og organisasjon.

KAP : Oppgaver og organisasjon

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

KAP forvalter Statens petroleumsfond, Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av valutareservene. For tiden utgjør dette til sammen rundt 270 milliarder kroner, slik at KAP er landets desidert største kapitalforvalter. Stort forvaltningsvolum gir gode muligheter for å utvikle en solid basiskompetanse innen risikostyring, egen forvaltning og oppfølging av eksterne forvaltere.

KAP driver forvaltning i egen regi, men kjøper også tjenester fra eksterne forvaltere. For tiden er hele aksjeporteføljen forvaltet av fire eksterne forvaltere, mens det aller meste av renteporteføl-

jene er forvaltet internt. Det er naturlig at KAP i startfasen med aksjeforvaltning baserer seg helt på eksterne forvaltere. Men det planlegges også å drive noe aksjeforvaltning i egen regi, blant annet basert på kompetanse overført fra andre forvaltere. Tilsvarende vil en del av renteporteføljen bli satt ut til eksterne forvaltere. Selv om KAP etter norsk målestokk er en stor forvalter, vil man ikke ha mulighet til å bygge opp tilstrekkelig god kompetanse til egen forvaltning på ethvert område. KAP vil derfor basere seg på å kjøpe forvaltningstjenester fra institusjoner som har spisskompetanse og som har vist evne til å nå gode resultater.

For hver av porteføljene har oppdragsgiverne fastsatt både en spesifikk referanseportefølje og begrensninger for hvor stor risiko KAP kan ta i forvaltningen sett i forhold til referanseporteføljen. Risikogrensen er definert i form av forventet relativ volatilitet (maksimalt 150 basispunkter for Petroleumsfondet). Dette risikomålet gir en kvote for risiko som KAP kan ta i forvaltningen med sikte på å oppnå en meravkastning i forhold til referanseporteføljen. For KAP er den desidert viktigste investeringsbeslutning å beslutte om denne kvoten skal utnyttes fullt ut og hvordan den skal fordeles på de posisjoner og forvaltningsstiler som gir høyest sannsynlighet for meravkastning sett i forhold til risikoen. Side det kan medføre store transaksjonskostnader fullt ut å kopiere referanseporteføljene, vil en del av risikokvoten måtte brukes til å sikre en kostnadseffektiv forvaltning.

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

KAP er organisert med tre forvaltningsavdelinger, en avdeling for risikokontroll, en stabsavdeling og en juridisk leder. Norges Banks kontor i New York sorterer også under KAP. Den juridiske lederen samarbeider nært med bankens juridiske avdeling (JURA) og trekker vekslers på ekstern juridisk kompetanse. Forvaltningen er delt i en aksjeavdeling, en avdeling for renteinstrumenter og en avdeling for allokering av risiko. Denne siste avdelingen har et særlig ansvar for å påse at risikokvoten i forvaltningen

utnyttes der det er best muligheter for meravkastning, og har dessuten ansvar for taktiske investeringsbeslutninger. Avdelingen for risiko-kontroll har først og fremst ansvar for de daglige risikomålinger og for å føre kontroll med både den eksterne og den egne forvaltningen.

MOA: Oppgaver og organisasjon

Som omtalt tidligere, er MOA ansvarlig for forvaltningen av likviditetsporteføljen i valutareservene, i tillegg til en del oppgaver som ut fra kontrollhensyn bør ligge utenfor forvaltermiljøet. Disse kontroll- og strategifunksjonene som i prinsippet burde holdes atskilt fra forvaltningen, burde derfor egentlig vært lagt i en tredje avdeling. En har imidlertid fryktet at dette ville spre kompetansen på kapitalforvaltning så vidt at den ville være vanskelig å opprettholde over tid. For å redusere mulighetene for interessekonflikter rapporterer lederne for strategi- og kontrollfunksjonene til avdelingens leder, ikke til lederen for MOAs forvaltningsaktivitet.

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

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

Seksjonens kontrollfunksjon innebærer at den har ansvaret for å måle avkastningen på de porteføljer som forvaltes internt. Dette bør prinsipi-

elt gjøres av andre enn forvalterne. Videre skal de påse at internkontrollen i MOA er tilfredsstillende samt påse at KAPs internkontroll virker som forutsatt. Etableringen av et kontrollmiljø på utsiden av KAP er således ingen erstatning for gode kontrollrutiner også i forvalterorganisasjonen.

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

Rådgivende utvalg for sentralbanksjefen

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

Revisjon

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

Den overordnede revisjon av Statens petroleumsfond er tillagt Riksrevisjonen. Da Petroleumsfondet inngår i bankens regnskap, blir revisjonsarbeidet utført av bankens revisjon. Det er inngått en avtale mellom Norges Banks revisjon og Riksrevisjonen om dette.

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

Oppsummering

Forvaltningen av Statens petroleumsfond og inkluderingen av aksjer i fondet har stilt Norges Bank overfor betydelige nye utfordringer i kapi-

talforvaltningen. Ved organiseringen av arbeidet har en lagt vekt på å skille mellom strategifunksjonen, som omfatter rådgivning til Finansdepartementet og hovedstyret, på den ene siden og forvaltning på den andre siden. Likeledes har en søkt å etablere et uavhengig kontrollmiljø utenom forvaltningsenhetene. Gjennom dette har en siktet mot å legge inn mekanismer som sikrer at det ikke tas i bruk nye instrumenter og forvaltningsstiler før en har den nødvendige kompetanse og systemer på plass. Det er videre lagt betydelig vekt på å klargjøre ansvarsforholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Departementet har således ansvaret for retningslinjene for forvaltningen, mens banken

har ansvaret for gjennomføringen innenfor retningslinjene. En slik klar ansvarsdeling er nødvendig dersom det skal være mulig å vurdere om banken gjør en tilfredsstillende jobb som forvalter.

Hvorvidt banken lykkes på dette området, avhenger selvsagt av langt mer enn organisering og klar ansvarsdeling. Sentrale suksessfaktorer for øvrig er gode IT-systemer, god oppfølging av risiko og ikke minst mennesker i organisasjonen med kompetanse til å løse de oppgavene man står overfor. Videreføring og styrking av den kompetanse som er bygd opp i banken, er trolig den aller viktigste utfordring man står overfor.

NYE RETNINGSLINJER FOR VALUTARESERVENE

Per Atle Aronsen, seniorrådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen¹

Norges Banks hovedstyre har vedtatt nye retningslinjer for forvaltningen av valutareservene. De nye retningslinjene trådte i kraft i juni og innebærer at reservene deles i fire porteføljer: (i) *immuniseringsporteføljen*, som «skygger» statens valutagjeld og skal nøytralisere valuta- og renterisikoen i denne, (ii) *petroleumsbufferporteføljen*, som etableres for å samle opp de løpende valutakjøpene som med jevne mellomrom skal overføres til Statens petroleumsfond, (iii) *likviditetsporteføljen*, som skal brukes i den løpende valutakursstyringen gjennom intervensjoner i valutamarkedene, og (iv) *den langsiktige porteføljen*, som skal være tilgjengelig for intervensjoner, men som skal investeres ut fra mer langsiktige hensyn. Likviditetsporteføljen forvaltes av Markedsoperasjonsavdelingen. De øvrige porteføljene er lagt til Norges Bank Kapitalforvaltning.² De nye retningslinjene innebærer visse endringer i valuta- og markedsfordelingen og renteeksponeringen til reservene. Artikkelen forklarer bakgrunnen for og gir en beskrivelse av de nye forvaltningsstrategiene.

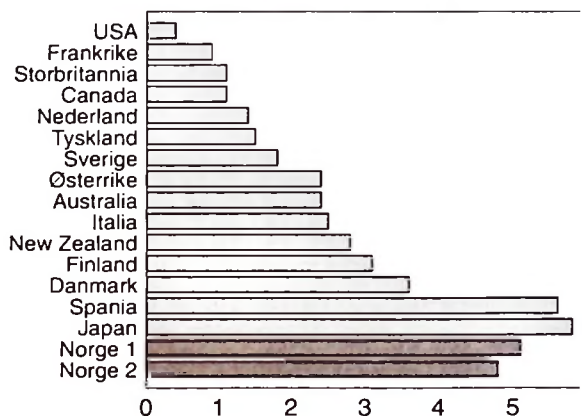
Innledning

I henhold til sentralbankloven skal Norges Bank plassere de offisielle valutareservene slik at de tjener den valutapolitikk som er fastlagt. Kongen kan gi forskrifter om plasseringen av de offisielle valutareservene. Praksis har imidlertid vært at Norges Banks hovedstyre har fastlagt retningslinjer for plasseringen av reservene etter at de på forhånd har vært forelagt Finansdepartementet. Hovedstyret har delegert til sentralbanksjefen å fastsette de nærmere presiseringer av regelverket.

Retningslinjene for forvaltningen av Norges Banks valutareserver gjennomgås med jevne mellomrom. Forrige revidering av retningslinjene var høsten 1996. Det er særlig to grunner til at det i begynnelsen av 1998 ble foretatt en grundig gjennomgang av disse retningslinjene. For det første har Norges Banks reserver økt betydelig de senere år. Reservene må nå betraktes som store, både i et historisk og i et internasjonalt perspektiv (se figur 1). Dette kan ha implikasjoner for hvilken vurderingshorisont og dermed hvilken investeringsstrategi banken skal legge til grunn i forvaltningen av valutareservene. For det andre ble retningslinjene for Petroleumsfondet

vesentlig endret fra 1. januar 1998 både når det gjelder valuta- og markedsfordeling og fordeling på aktivaklasser. Det betyr at Norges Bank gjennom forvaltningen av Petroleumsfondet har fått kompetanse på nye instrumenter og nye markeder. Denne kompetansen kan det være naturlig å bruke også i forvaltningen av valutareservene.

Figur 1. Størrelsen på valutareservene målt i forhold til landets import



Denne indikatoren viser hvor mange måneders import valutareservene kan finansiere. Størrelsen på valutareservene er målt ved utgangen av september 1997. Import er målt som gjennomsnittlig månedlig import i 1996. Norge 1 er eksklusive valuta kjøpt for Petroleumsfondet. Norge 2 ser i tillegg bort fra immuniseringsporteføljen.

Kilde IMF og Norges Bank.

¹ Artikkelen bygger på tidligere arbeid av Hans Christian Knivsberg, Jens Petter Olsen og Birger Vikøren.

² Norges Bank Kapitalforvaltning har i tillegg det operative ansvaret for Statens petroleumsfond og Statens petroleumsforsikringsfond. Se egen artikkel i denne utgaven av Penger og Kreditt der Harald Bøhn orienterer om organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank.

De gamle retningslinjene for valutareservene

Etter de tidligere retningslinjene, som gjaldt inntil 8. juni 1998, ble Norges Banks valutareserver delt i tre typer reserver: førstelinjereserver, andrelinjereserver og immuniseringsporteføljen.³

Immuniseringsporteføljen skulle nøytralisere valuta- og renterisikoen knyttet til statens valutagjeld. Investeringsstrategien for denne porteføljen ble derfor bestemt av sammensetningen av valutagjelden. En vesentlig del av statens valutagjeld vil bli innfridd i løpet av 1998, og i 2003 vil gjelden i sin helhet være avviklet.

Skillet mellom første- og andrelinjereservene har utelukkende vært motivert ut fra hensynet til avkastningsberegningene. Begrunnelsen for skillet har vært at når førstelinjereservene anvendes som en buffer til bruk for intervensjoner, vil størrelsen på andrelinjereservene være stabil over lengre perioder. Det gjør det enklere å beregne avkastningen på andrelinjereservene.

De gamle retningslinjene gjaldt for summen av første- og andrelinjereservene. Ved utarbeidelsen av disse retningslinjene la en vekt på at formålet med reserveforvaltningen dels er intervensjoner og dels formuesforvaltning. Retningslinjene reflekterte en avveining mellom de to formålene. Valutafordelingen for første- og andrelinjereservene var på regionnivå nokså lik regionenes andel av norsk import (se tabell 1). Hensynet til formuesbevaring og ønsket om å opprettholde reservenes internasjonale kjøpekraft tilsa at en tok utgangspunkt i importvektene.

Innenfor Europa var avvikene fra importvektene noe større. Det gjaldt særlig for Sverige, der en hadde redusert vekten i forhold til importandelen, dels fordi svenske kroner kan være under press samtidig som norske kroner, og dels av hensyn til den begrensede størrelsen til de svenske finansmarkedene.

Renterisikoen for første- og andrelinjereservene ble styrt ved at det ble satt en grense for reservenes modifiserte durasjon.⁴ I løpet av de siste årene har durasjonen ved flere anledninger

blitt økt, hver gang ut fra et ønske om mer langsiktig forvaltning av valutareservene. Den siste endringen skjedde i juni 1997, da det ble vedtatt å øke durasjonen fra 3 til 3,5.

Ny porteføljeinndeling for valutareservene

Et lands valutareserver har ofte flere formål: intervensjoner, sikring av internasjonal kjøpekraft og immunisering av statens valutagjeld. Dette gjør at retningslinjene for valutareservene kan organiseres på to prinsipielt forskjellige måter. Den ene er å definere ett sett av retningslinjer der en søker å ta hensyn til de ulike formålene. Den andre er å dele valutareservene i ulike delporteføljer, og så lage separate retningslinjer for hver portefølje.⁵ Fordelen med det siste alternativet er at retningslinjene i større grad kan skreddersys etter formålet med forvaltningen av hver enkelt delportefølje.

Separate retningslinjer begrenser imidlertid muligheten til å detaljstyre de ulike former for risiko på aggregert nivå.⁶ Hvis risikoen er forskjellig i de ulike porteføljene, impliserer det at den totale risikoeksponeringen endres dersom størrelsen på en portefølje endrer seg relativt til en annen. Denne egenskapen vil imidlertid være attraktiv dersom den kortsiktige delen av reservene holdes fast (innenfor et gitt intervall) og en lar den langsiktige delen variere. En opp når da at forvaltningen totalt sett blir mer kort siktig når de samlede reservene synker, og omvendt.

En ulempe ved å operere med flere porteføljer kan være at risikoen for suboptimale transaksjoner øker; en gitt posisjonering i en portefølje kan nøytraliseres av en motsatt posisjonering i en annen portefølje. Totalt sett vil vi da ha en uendret posisjon samtidig som vi har pådratt oss transaksjonskostnader. Risikoen for slike suboptimale transaksjoner kan reduseres ved å legge beskrankninger på handlefriheten innen de enkelte delporteføljene. Eksempelvis vil det være naturlig å fordele mesteparten av adgangen

³ Forvaltningen av valutareservene er tidligere beskrevet av Helge Eide i Penger og Kreditt 4/95.

⁴ Modifisert durasjon er et mål på hvor mye verdien av porteføljen endrer seg ved en generell endring i rentenivået, dvs at modifisert durasjon er et mål på renterisikoen. Eksempelvis vil verdien av en portefølje med durasjon 3 øke med cirka 3 prosent ved en generell rentenedgang på 1 prosent.

⁵ En kan si at Norges Bank tidligere hadde valgt en kombinasjon av disse to prinsippene. Immuniseringsporteføljen ble skilt ut, mens retningslinjene for de resterende valutareservene reflekterte hensynet både til intervensjoner og bevaring av internasjonal kjøpekraft.

⁶ Det betyr imidlertid ikke at en ikke vil ha oversikt over den samlede risikoen.

til å ta risiko i forhold til referanseporteføljen til den mest langsiktige porteføljen.⁷

Mange sentralbanker har organisert valutareservene i to eller flere delporteføljer. Det vanlige er å ha en kortsiktig bufferportefølje og en portefølje for mer langsiktige investeringer. Bakgrunnen for en slik oppdeling varierer, men er oftest relatert til avkastningsberegninger og/eller at en på den måten ønsker å tilrettelegge forholdene for at deler av reservene kan tillegges en lengre investeringshorisont.

Siden Norges Bank har ansvaret for å kjøpe valuta til Petroleumsfondet er det hensiktsmessig å operere med to bufferporteføljer i forvaltningen av valutareservene. Den ene bufferporteføljen kan da brukes til intervensjoner, mens den andre kan benyttes til de løpende kjøp av valuta til fondet. Med to bufferporteføljer er det naturlig å dele valutareservene i fire porteføljer:

- i) Immuniseringsportefølje
- ii) Petroleumsbufferportefølje
- iii) Likviditetsportefølje
- iv) Langsiktig portefølje

Med en slik inndeling av valutareservene må en definere separate retningslinjer for hver delportefølje, avhengig av formålet med den enkelte delporteføljen.

Formålet med *immuniseringsporteføljen* er å nøytralisere valuta- og renterisikoen på statens valutagjeld. Det betyr at forvaltningen av denne porteføljen følger av sammensetningen av statens valutagjeld. Det vil derfor være naturlig å videreføre de gamle retningslinjene for immuniseringsporteføljen uten endringer.

Hensikten med *petroleumsbufferporteføljen* er å samle de løpende valutakjøpene som med jevne mellomrom (hvert kvartal) skal overføres til Petroleumsfondet.⁸ Porteføljen oppstår ved at Norges Bank får overført valuta fra statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE). I tillegg kjøper banken

valuta direkte i markedet for å komme opp i det samlede beløp som skal avsettes til Petroleumsfondet.

Petroleumsbufferporteføljen bør følgelig i utgangspunktet ha de samme retningslinjene som Petroleumsfondet. Dette har flere fordeler. For det første vil de samlede transaksjonskostnadene reduseres siden den valutaen som kjøpes til fondet ikke midlertidig trenger å bli plassert etter andre retningslinjer enn de som gjelder for fondet. For det andre er det mindre sannsynlig at prisene i markedet blir påvirket dersom en unngår store rebalanseringer ved hvert kvartalsskifte, og heller gradvis bygger opp den ønskede eksponeringen. For det tredje blir det enklere å evaluere forvaltningen av likviditetsporteføljen og Petroleumsfondet. For likviditetsporteføljen skyldes det at avkastningsmålingene ikke i samme grad blir forstyrret av at nye midler strømmer inn i porteføljen hver dag. For Petroleumsfondet blir det enklere å evaluere Norges Banks forvaltning siden en ved starten av hvert kvartal ikke må bruke tid på å veksle de tilførte midler om etter fondets retningslinjer. Dermed vil avvikene mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen reflektere bevisste valg i forvaltningen av fondet og ikke være påvirket av omvekslingsproblemer.

Nærmere om likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen

Størrelsen på de to porteføljene

Formålet med likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen avhenger av hvor store de to porteføljene er. Det har blant annet sammenheng med at den langsiktige porteføljen også skal kunne brukes til intervensjoner, men størrelsen på likviditetsporteføljen vil påvirke hvor sannsynlig det er at dette skjer. Før en kan fastlegge retningslinjer for de to porteføljene, bør en derfor ha en formening om hvor stor likviditetsporteføljen i utgangspunktet skal være, og om hvor mye en vil tillate at denne fluktuierer før en vil justere den tilbake til utgangspunktet.

En samlet vurdering av de senere års intervensjonspraksis, gjeldende likviditetskrav og muligheten til å skaffe likviditet ved å inngå tidsbegrensede bytteavtaler kan tilsa at likviditetsporteføljen bør kunne tillates å variere mellom 10 og 50 milliarder kroner før det blir aktuelt å endre størrelsen på den langsiktige porteføljen.

⁷ Referanseporteføljen skal reflektere de strategiske valg en har gjort når det gjelder landfordeling, fordeling mellom aktivaklasser og fordeling på verdipapirer innen de ulike delmerkene. Dette er en tenkt portefølje som er satt sammen av et bestemt utvalg av verdipapirer fra de forskjellige land. En forvalter vil bruke referanseporteføljen som utgangspunkt for de faktiske investeringene. Referanseporteføljen er grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen av forvalterne.

⁸ I 1998 har en gått over til kvartalsvise overføringer fra Norges Banks valutareserver til Petroleumsfondet, med unntak av første halvår, da det bare var én overføring (30. juni). Tidligere har det vært årlige overføringer.

Det betyr at størrelsen på den langsiktige porteføljen (pr. i dag) vil være i overkant av 100 milliarder kr.

Forvaltning av den langsiktige porteføljen

Retningslinjene for den langsiktige porteføljen skal reflektere de strategiske valgene en har gjort når det gjelder valuta- og markedsfordeling, fordeling mellom aktivklasser og fordelingen på verdipapirer innen de ulike delmarkedene. Disse strategiske valgene kan spesifiseres ved å definere en referanseportefølje. Det er også viktig at retningslinjene fastlegger hvor store avvik forvalteren gis anledning til å gjøre fra referanseporteføljen. Nedenfor drøftes dette nærmere.

Aktivklasser. De tidligere første- og andrelinjereservene var investert utelukkende i rentebærende instrumenter. Denne begrensningen videreføres for likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen.

Valutafordeling og referanseportefølje. Siden den langsiktige porteføljen har enkelte likhetstrekk med Petroleumsfondet, er det naturlig at retningslinjene for den langsiktige porteføljen vil ha visse likhetspunkter med retningslinjene for Petroleumsfondet. I Norges Banks brev til Finansdepartementet av 22. august 1997 om forslag til nye retningslinjer for Petroleumsfondet ble det nevnt flere grunner til at fondet burde ha en bredere global spredning enn importvektene tilsa. Det ble blant annet pekt på at fondets lange investeringshorisont tilsa at en kunne legge mindre vekt på valutakursrisikoen, og dermed importvektene. Med en lang horisont burde en dessuten ta hensyn til risikoen knyttet til unike hendelser som naturkatastrofer, teknologiske gjennombrudd og spesielle politiske begivenheter. Siden slike hendelser ofte har vært sterkere korrelert mellom land i samme region enn mellom land i ulike regioner, burde en sørge for å spre investeringene på de ulike regionene. I tillegg kan størrelsen på de enkelte lands finansmarkeder og hensynet til andre deler av vår nasjonalformue tilsa at fondet burde ha en annen valuta- og markedsfordeling enn den importvektene gir.

Noen av disse momentene er også relevante for valuta- og markedsfordelingen til den lang-

Tabell 1. Ulike vektsett for fordeling av valuta-reservene på regioner. Midtvektet. Prosent.

	Europa	Amerika	Asia og Oseania
Importvekter	82	10	8
Petroleumsfondet	50	30	20
Tidligere første- og andrelinjereserver	75	18	7
Langsiktig portefølje	60	25	15

siktige porteføljen. Men særlig tre forhold gjør at en for denne porteføljen ikke fullt ut bør kopiere valuta- og markedsfordelingen for Petroleumsfondet. For det første har den langsiktige porteføljen en kortere horisont enn fondet. Selv om det er lite sannsynlig at denne porteføljen i sin helhet vil bli brukt til intervensjoner, kan en ikke helt utelukke at eventuelle akkumulerte støttekjøp av kroner vil kunne bli betydelige. For det andre er den langsiktige porteføljen ikke så stor som Petroleumsfondet ventes å bli, og følgelig trenger en ikke i samme grad ta hensyn til finansmarkedenes størrelse. For det tredje er formålet med forvaltningen av den langsiktige porteføljen ikke bare å bevare porteføljens internasjonale kjøpekraft. Hensynet til mulige fremtidige intervensjoner må også tillegges vekt. Dette kan tale for at regionfordelingen for den langsiktige porteføljen bør ligge mellom regionfordelingen til Petroleumsfondet og den gamle regionfordelingen til valuta-reservene. Tabell 1 viser bl.a. de nye midtvektene for regionrammene, som er utgangspunktet for sammensetningen av referanseporteføljen.⁹

Når det gjelder fordelingen på de enkelte land innenfor hver region bruker en for Petroleumsfondet BNP-vekter for obligasjonsporteføljen. Referanseporteføljen til fondets obligasjonsportefølje består av de land som inngår i Salomon Smith Barneys verdensindeks for statsobligasjoner.¹⁰ En har valgt de samme prinsippene for den langsiktige porteføljen. Av hensyn til transaksjonskostnader og konverteringen til Euro (som gir færre diversifikasjonsmuligheter mellom ØMU-landene) har en imidlertid valgt å inkludere noen færre land i denne referanseporteføljen enn de som inngår i fondets referanseportefølje.

⁹ Øvre og nedre grenser for regionvektene til den langsiktige porteføljen er vist i rammen til slutt.

¹⁰ Salomon Smith Barney er en av verdens største investeringsbanker.

Valg av risikomål. I retningslinjene for Petroleumsfondet begrenses graden av avvik fra referanseporteføljen ved å sette en øvre grense for relativ volatilitet, definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen.¹¹ Grensen er satt ved 150 basispunkter. For første- og andrelinjereservene var det som en prøveordning inntil en fikk mer erfaring lagt til grunn en øvre grense for relativ volatilitet på 50 basispunkter. For den langsiktige porteføljen legges det generelt opp til en investeringsstrategi som ligger nærmere den gamle strategien for valutareservene enn fondets strategi. Det er ovenfor også argumentert for at mesteparten av adgangen til å ta risiko bør legges til den langsiktige porteføljen. På denne bakgrunn har sentralbanksjefen satt en øvre grense for relativ volatilitet på 100 basispunkter for den langsiktige porteføljen.

Renterisiko i den langsiktige porteføljen reguleres på samme måte som renterisikoen i Petroleumsfondet. Det innebærer at durasjonen i obligasjonsporteføljen skal ligge mellom 3 og 7. Referanseporteføljen for obligasjonsinvesteringene i hvert enkelt land settes lik den relevante landindeksen til Salomon Smith Barney. Durasjonen på disse indeksene vil variere noe fra land til land. Selv om det som nevnt er noen færre land i referanseporteføljen til den langsiktige porteføljen enn i referanseporteføljen til Petroleumsfondets obligasjonsportefølje, var durasjonen for referanseporteføljene nokså lik (begge i overkant av 5) ved inngangen til tredje kvartal i år. Med en vesentlig lavere durasjon i likviditetsporteføljen innebærer dette at den totale durasjonen i valutareservene blir lavere enn durasjonen i Petroleumsfondet.

Forvaltning av likviditetsporteføljen

Også retningslinjene for likviditetsporteføljen må avspeile de strategiske valgene. Med hensyn til resultatmålingen vil det være interessant å sammenligne avkastningen på likviditetsporteføljen med avkastningen på den langsiktige porteføljen for å danne seg et bilde av alternativ-

¹¹ Når de tillatte avvikene fra referanseporteføljen begrenses ved å sette en øvre grense for relativ volatilitet, kan en litt forenklet si at den faktiske avkastningen vil variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Desto lavere grensen for relativ volatilitet settes, jo snevrere vil dette båndet bli.

Tabell 2. Intervaller for valuta- og markedsfordeling for likviditetsporteføljen, samt basisvektene for referanseporteføljen. Prosent.

	Grenser	Referanse
Tyske mark	45-55	50
Britiske pund	15-25	20
Amerikanske dollar	15-25	20
Japanske yen	5-15	10

kostnaden knyttet den til lavere risikoeksponeringen i likviditetsporteføljen.

Valutafordeling og referanseportefølje. Likviditetsporteføljen skal brukes i den pengepolitiske styringen. Det vil først og fremst være aktuelt å trekke på denne porteføljen ved intervensjoner. Intervensjonshensynet kan tilsi at valuta- og markedsfordelingen bør ta utgangspunkt i vektene for de europeiske lands valutaer slik de inngår i ECU. Det er flere grunner til at en likevel kan ønske å avvike fra denne fordelingen. For det første bør det vurderes om det er hensiktsmessig å konsentrere investeringene om de mest likvide valutaene som inngår i ECU. For det andre kan det også være aktuelt å bruke likviditetsporteføljen når swapper benyttes i likviditetsstyringen, og da vil amerikanske dollar være en nyttig valuta å ha i porteføljen. For det tredje kan det være hensiktsmessig å ha en viss regional spredning for å diversifisere bort noe av risikoen.

På denne bakgrunn er det fastsatt intervaller for valuta- og markedsfordeling, samt en referanseportefølje for likviditetsporteføljen, slik det vises i tabell 2.

Valg av risikomål. Som nevnt er en av ulempene ved å operere med separate retningslinjer for likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen risikoen for suboptimale transaksjoner. Vi hevder at denne risikoen kan reduseres ved å legge beskrankninger på handlefriheten i likviditetsporteføljen, noe som impliserer at den øvre grensen for relativ volatilitet settes lavt. I motsatt retning trekker de høye transaksjonskostnadene knyttet til en tilnærmet eksakt replikering av referanseporteføljen. Dersom rammene er for snevre impliserer det at porteføljen må rebalanseres hyppig ved relativt små endringer i valutakurser og renter. Ved store intervensjoner kan det dessuten vise seg vanskelig å finstyre valutafor-

delingen. Basert på en veiling av disse hensyn opp mot hverandre har sentralbanksjefen fastsatt grensen for relativ volatilitet til 50 basispunkter.

Renterisiko. Siden likviditetsporteføljen har en kort investeringshorisont, kan hensynet til risiko tilsi at porteføljen bør ha en lav durasjon. På den annen side kan det være en sammenheng mellom durasjon og forventet avkastning. Vi vil kalle differansen mellom den forventede avkastningen for en gitt durasjon og den forventede avkastningen på en kortsiktig plassering i pengekmarkedet for løpetidspremien. Empiriske studier indikerer at løpetidspremien i noen av de store obligasjonsmarkedene har vært positiv og voksende for durasjoner opp til 2-3 år, men at veksten i løpetidspremien deretter har avtatt og premien endog stabilisert seg.¹² Etter å ha veid hensynet

¹² Se Antti Ilmanen: «Does duration extension enhance long-term expected returns?», *Journal of Fixed Income*, September 1996, 23-36.

til den korte investeringshorisonten opp mot løpetidspremien er referansedurasjonen satt til 1,5, og durasjonen tillates å variere i intervallet mellom 1 og 2.

Implementering av de nye retningslinjene

De nye retningslinjene har krevd visse endringer i totalporteføljen (justering av valuta- og markedsfordeling og renterisiko) når en sammenligner likviditetsporteføljen og den langsiktige porteføljen med de tidligere første- og andrelinjeservene. Denne tilpasningen er allerede gjort.

Ved ikrafttreddelsen av de nye retningslinjene var størrelsen på valutaeservene fordelt omtrent som følger: likviditetsporteføljen 30 milliarder kr, langsiktig portefølje 115 milliarder kr, immuniseringsporteføljen 10 milliarder kr og petroleumsbufferporteføljen 25 milliarder kr.

Retningslinjer for plassering av valutaeservene

Retningslinjene er fastsatt av hovedstyret 18. februar 1998.

§1 Forvaltningen av valutaeservene

Valutaeservene omfatter de internasjonale reservene til Norges Bank med unntak av gullbeholdningen og fordringene på Det internasjonale valutafondet, IMF. Valutaeservene skal deles inn i ulike porteføljer avhengig av formålet med investeringene:

Immuniseringsporteføljen, som skal sikre valuta- og renterisiko på statens valutagjeld.

Bufferporteføljen, som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Petroleumsfondet.

De øvrige valutaeservene, som skal kunne benyttes til intervensjoner i valutakursstyringen og i den innenlandske likviditetsstyringen. Disse reservene vil bli inndelt i en likviditetsportefølje og en langsiktig portefølje.

§2 Retningslinjer for plassering av immuniseringsporteføljen

Immuniseringsporteføljen skal plasseres i henhold til retningslinjer utarbeidet av Norges Bank i samråd med Finansdepartementet.

§3 Retningslinjer for plassering av bufferporteføljen til Statens petroleumsfond

Bufferporteføljen til Statens petroleumsfond skal plasseres i henhold til de til enhver tid gjeldende retningslinjer for Statens petroleumsfond slik de er fastsatt av Finansdepartementet. Sentralbanksjefen gir nærmere bestemmelser om adgangen til å avvike fra disse retningslinjene.

§4 Retningslinjer for plassering av likviditetsporteføljen

§4.1 Størrelsen på likviditetsporteføljen

Likviditetsporteføljen skal være på mellom 10 og 50 milliarder kroner. Hvis pengepolitiske hensyn tilsier det, kan sentralbanksjefen bestemme at størrelsen på likviditetsporteføljen skal ligge utenfor dette intervallet.

§4.2 Referanseportefølje og relativ volatilitet

Sentralbanksjefen fastsetter en referanseportefølje for likviditetsporteføljen. Sentralbanksjefen fastsetter en maksimal grense for de forventede avkastningsforskjeller mellom investeringene i likviditetsporteføljen og referanseporteføljen, i form av et mål for relativ volatilitet.

§4.3 Aktivafordeling

Likviditetsporteføljen skal plasseres i rentebærende instrumenter.

§4.4 Valuta- og markedsfordeling

Likviditetsporteføljen skal plasseres i henhold til følgende fordeling:

Tyske mark:	45 - 55%
Britiske pund:	15 - 25%
Amerikanske dollar:	15 - 25%
Japanske yen:	5 - 15%

§4.5 Renterisiko

Modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater skal være mellom 1 og 2.

§4.6 Likviditet

Valutabeholdningene i likviditetsporteføljen skal være slik plassert at de på kort varsel kan anvendes i valutakurs- og likviditetsstyringen. Sentralbanksjefen kan fastsette nærmere regler for hvilke rentebærende instrumenter som tilfredsstiller dette kravet.

§5 Retningslinjer for plassering av den langsiktige porteføljen

§5.1 Referanseportefølje og relativ volatilitet

Sentralbanksjefen fastsetter en referanseportefølje for den langsiktige porteføljen. Sentralbanksjefen fastsetter en maksimal grense for de forventede avkastningsforskjeller mellom investeringene i den langsiktige porteføljen og referanseporteføljen, i form av et mål for relativ volatilitet.

§5.2 Aktivafordeling

Den langsiktige porteføljen skal plasseres i rentebærende instrumenter.

§5.3 Valuta- og markedsfordeling

Den langsiktige porteføljen skal plasseres i henhold til følgende fordeling:

Europa:	50 - 70%
Amerika:	15 - 35%
Asia og Oseania:	5 - 25%

Følgende liste angir hvor den langsiktige porteføljen kan plasseres:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Irland, Nederland, Portugal, Spania, Stor-

britannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.
Amerika: Canada og USA.

Asia og Oseania: Australia og Japan.

Den langsiktige porteføljen kan plasseres i rentebærende instrumenter utstedt i en valuta til et av ovennevnte land eller i den europeiske regne- og valutaenheten ECU.

§5.4 Renterisiko

Modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater skal være mellom 3 og 7.

§5.5 Eksterne forvaltere

Eksterne forvaltere kan benyttes i forvaltningen av den langsiktige porteføljen. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet.

§6 Kredittrisiko

Sentralbanksjefen fastlegger nærmere regler for styringen av kredittrisikoen i valutaeservene.

§7 Instrumenter

Markedsoperasjonsavdelingen og Norges Bank Kapitalforvaltning skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumentene som brukes i forvaltningen av valutaeservene. Det kan benyttes derivater i den utstrekning den økonomiske eksponeringen som følger av dette ikke overstiger den eksponering en ville ha fått ved å investere i de underliggende instrumenter direkte.

§8 Adgangen til å fravike retningslinjene

Sentralbanksjefen kan ut fra hensynet til den løpende valutakursstyringen treffe beslutninger om å fravike retningslinjene. Hovedstyret orienteres i ettertid om betydelige avvik fra retningslinjene.

§9 Adgangen til å delegere myndighet

Sentralbanksjefen kan delegere sin myndighet etter paragrafene 3, 4.1, 4.2, 4.6 og 5.1.

§10 Ikrafttredelse

Retningslinjene trer i kraft fra det tidspunkt sentralbanksjefen bestemmer. Sentralbanksjefen fastsetter særskilte regler som gjelder i overgangen mellom de gamle og de nye retningslinjene.

NY 5-KRONE - MYNTREFORMEN ER GJENNOMFØRT

Ole- Robert Kolberg, spesialrådgiver i Avdeling for kontante betalingsmidler i Norges Bank

Tirsdag 15. september gav Norges Bank ut en ny utgave av 5-kronemynten. Dermed er myntreformen, som startet med utgivelse av 20-kronen i 1994, fullført.

Ved begynnelsen av dette 10-året ble det behov for valøren 20 kroner i det norske betalingssystemet. I valget mellom å trykke en seddel eller å prege en mynt falt valget på mynten. Hovedtanken bak det var bruk i bompengeringer og andre myntautomater. Å lage en 20-kronemynt så mye større enn 5-kronen at det ikke ville oppstå forvekslingsfare, ble ikke vurdert som en aktuell mulighet, det eneste praktisk mulige diameterområdet var derfor mellom 5- og 1-kronen. Det ville innebære at avstandene mellom disse tre myntene ville bli så små at mange grupper kunne få problemer med å skille dem fra hverandre. Norges Banks hovedstyre vedtok derfor i 1992 å konstruere om hele myntrekken.

Tre kunstnere har vært involvert i utformingen av den nye myntrekken. Billedhoggeren Nils Aas har utformet 20- og 10-kronene og polskfødte Grazyna Jolanta Lindau 50-øren. Formgiver ved Den Kongelige Mynt, Ingrid Austlid Rise, står bak 5- og 1-kronene. Disse tre vant hhv 1., 2. og 3. premie i en åpen kunstnerkonkurranse som banken arrangerte i 1993, og de har samarbeidet godt for å gi myntrekken et helhetlig preg med bokstavtyper etc. Konkurransen resulterte i i alt 22 forslag til mynttrekker, men juryen fant ingen samlet løsning fra en og samme forslagsstiller som den ville anbefale til utførelse.

Juryen bestod av Den Kongelige Mynts faste pregkomite, som utgjordes av professor emeritus Lars Hamre, billedhogger Danuta Haremska, siv.arkitekt Bernt Heiberg, professor Kolbjørn Skaare og direktør ved Den Kongelige Mynt Ole-Robert Kolberg. For anledningen ble komiteen forsterket med dr. Katalyn Biro-Sey og billedhogger Marit Wiklund.

Det er et betydelig arbeide som ligger bak disse utskiftingene, som har gått tre år raskere enn opprinnelig beregnet. Ved Den Kongelige Mynt er det blitt produsert mer enn 600 millioner mynter siden vi lanserte 20-kronen i 1994, og vi

har inndratt omkring 3.000 tonn gamle mynter for nedsmelting og gjenbruk av materialene. Det gjør at vi har myntmaterialer for 10-15 års forbruk.

Norges Bank har full forståelse for at det for mange grupper i samfunnet er en vanskelig periode som nå går mot slutten. Det er lite «slingsringsmonn» når mynter skal utformes, de bør helst ikke være større enn omkring 30 mm og ikke mindre enn 17-18 mm. Det har derfor ikke vært til å unngå at noen av de nye myntene er omtrent like store som noen av de gamle, og dette har skapt problemer når de har sirkulert parallelt. Vedtaket som ble truffet underveis (i 1996) om å utstyre de nye 5- og 1-kronene med hull, har imidlertid avhjulpet mye av dette problemet og har muliggjort forseringen av utskiftingene. Det er bare 1 mm forskjell mellom ny 5-krone og gammel 1-krone og mellom ny 1-krone og gammel 50-øre. Uten hullene måtte derfor introduksjonen av den nye 1-kronen ha ventet til alle de gamle 50-ørene var trukket ut av sirkulasjon, og det samme forholdet hadde vært tilfellet mellom ny 5-krone og gammel 1-krone.

De nye myntene er lette å kjenne fra hverandre, og de aller fleste reaksjonene som i den senere tid er kommet om utformingen og motivene, har vært positive. Den totale vekten av de nye myntene er vesentlig lavere enn av de gamle. Dette medfører millionbeløp innspar i material- og transportkostnader hvert år og bedret arbeidsmiljø for dem som daglig håndterer store mengder mynt. For folk flest betyr det mindre vekt å bære rundt på.

Under arbeidet med den nye myntrekken har Norges Bank hatt samtaler med Norges Blindeforbund, med Norsk Pensjonistforbund og med Forbrukerrådet, og det var ikke minst etter impulser fra disse organisasjonene at banken fant å utstyre 5- og 1-kronene med hull.

5-krone sirkulasjonsmynt (gjengitt i dobbel størrelse)



Advers



Revers

Myntens data:

<i>Diameter:</i>	26.0 mm
<i>Sentralt hull:</i>	4,4 +/ - 0,25 mm
<i>Tykkelse:</i>	2.0 mm
<i>Vekt:</i>	7,85 g
<i>Legering:</i>	75% Cu, 25% Ni

Preg:

Advers:

St. Olavs ordens storkorskjede med ordenstegn. Øverst omskriften KONGERIKET NOREG. På hver side av ordenstegnet Den Kongelige Mynts merke (hammer og bergsjern) og myntdirektør Jan Erik Johansens merke JEJ.

Revers:

Ornamentikk inspirert av akantusplantens blader, i den norske treskjæreren Ole Moenes (1839-1908) stil med smale bånd som snor seg mellom bladene. Over motivet valørbetegnelsen 5. Under motivet pregeåret som innskrift og KRONER som omskrift. Til høyre i ornamentikken formgiver Ingrid Austlid Rises signatur IAR.

Rand: Riflet.

AUKSJONSKALENDER FOR STATSPAPIRER 2. HALVÅR 1998

For andre halvår 1998 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statspapirer:

Statsobligasjoner

Offentliggjøring	kl 12.00:	14.09.	23.11.
Auksjon	kl 10.00:	21.09.	30.11.
Oppgjør	kl 10.00:	24.09.	03.12.

Statssertifikater

Offentliggjøring:	kl. 12.00:	02.07.	30.07.	03.09.	02.10.	29.10	03.12.
Auksjon:	kl. 10.00:	06.07.	03.08.	07.09.	06.10.	02.11.	07.12.
Oppgjør:	kl. 10.00:	08.07.	05.08.	09.09.	08.10.	04.11.	09.12.

Auksjonene av statsobligasjoner og statssertifikater kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner. Det vurderes spesielt en ad hoc-emisjon av statssertifikater i midten av desember. Beslutning om dette vil bli offentliggjort senest 3. desember.

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 18. september 1998.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1997									
Januar	01.-15.	7,0	3,9	0,1	–	–	29,5	3,93	7,2
	16.-31.	7,0	3,6	0,3	5,0	3,39	13,9	3,58	4,5
Februar	01.-15.	7,0	3,9	0,0	0,6	3,35	2,5	3,42	7,4
	16.-28.	7,0	4,5	0,0	0,2	3,35	–	–	6,2
Mars	01.-15.	7,0	3,9	0,1	–	–	3,8	3,43	8,8
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	–	–	4,8	3,41	15,8
April	01.-15.	7,0	4,0	0,1	–	–	5,9	3,44	9,1
	16.-30.	7,0	4,1	0,1	–	–	–	–	7,2
Mai	01.-15.	7,0	4,1	0,1	–	–	0,4	3,40	9,5
	16.-31.	7,0	3,8	0,0	4,2	3,52	1,9	3,40	6,7
Juni	01.-15.	7,0	4,1	0,0	0,6	3,52	2,1	3,42	9,3
	16.-30.	7,0	4,1	0,0	–	–	9,9	3,46	14,0
Juli	01.-15.	7,0	4,4	0,0	–	–	27,8	3,66	7,3
	16.-31.	7,0	4,1	0,2	–	–	11,8	3,70	6,6
August	01.-15.	7,0	4,4	0,0	–	–	13,9	3,65	7,9
	16.-31.	7,0	4,1	0,1	–	–	10,1	3,66	6,8
September	01.-15.	7,0	4,4	0,0	–	–	18,9	3,66	8,8
	16.-30.	7,0	4,4	0,0	–	–	9,5	3,65	9,8
Oktober	01.-15.	7,0	4,5	0,0	–	–	9,8	3,63	7,0
	16.-31.	7,0	4,3	0,0	–	–	3,4	3,61	7,4
November	01.-15.	7,0	4,5	0,0	–	–	12,8	3,61	8,7
	16.-30.	7,0	4,5	0,0	4,7	3,64	1,7	3,60	10,1
Desember	01.-15.	7,0	4,5	0,1	1,4	3,64	–	–	9,5
	16.-31.	7,0	4,3	0,1	0,5	3,77	1,9	3,68	8,1
1998									
Januar	01.-15.	7,0	4,6	0,0	1,5	3,77	5,1	3,66	12,6
	16.-31.	7,0	4,3	0,1	0,2	3,90	2,1	3,62	8,0
Februar	01.-15.	7,0	4,6	0,0	–	–	4,2	3,63	8,7
	16.-28.	7,0	5,3	0,0	–	–	1,2	3,69	7,2
Mars	01.-15.	7,0	4,6	0,0	–	–	13,2	3,80	7,5
	16.-31.	7,0	4,3	0,0	–	–	10,4	3,83	7,0
April	01.-15.	7,0	4,5	0,0	–	–	5,3	3,84	9,6
	16.-30.	7,0	4,5	0,1	–	–	1,1	3,83	4,7
Mai	01.-15.	7,0	4,6	0,0	–	–	3,9	3,83	6,6
	16.-31.	7,0	4,3	0,3	–	–	0,9	3,85	8,2
Juni	1.-15.	7,0	4,6	0,1	–	–	1,7	4,37	6,0
	16.-30.	7,0	4,6	0,0	–	–	4,6	4,45	7,3
Juli	1.-15.	7,0	4,6	0,0	–	–	9,8	4,93	8,1
	16.-31.	7,0	4,3	0,1	0,3	5,26	0,7	5,14	5,6
August	1.-15.	7,0	4,6	0,0	0,3	5,71	3,8	5,21	4,7
	16.-31.	7,0	4,3	0,0	–	–	0,6	8,63	6,2
September	1.-15.	7,0	4,6	0,0	–	–	10,6	8,46	6,0

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

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
30.12.93-08.02.94:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
09.02.94-07.03.96:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
08.03.96-05.11.96:	6,50%	6,7%	4,50%	4,6%
06.11.96-08.01.97:	6,00%	6,2%	4,00%	4,1%
09.01.97-09.01.97:	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%
10.01.97-15.07.97:	5,25%	5,4%	3,25%	3,3%
16.07.97-18.03.98:	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%
19.03.98-24.05.98:	5,75%	5,9%	3,75%	3,8%
25.05.98-28.06.98:	6,25%	6,5%	4,25%	4,3%
29.06.98-05.07.98:	6,50%	6,7%	4,50%	4,6%
06.07.98-11.08.98:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
12.08.98-20.08.98:	7,50%	7,8%	5,50%	5,7%
21.08.98-24.08.98:	9,00%	9,4%	7,00%	7,3%
25.08.98-	10,00%	10,5%	8,00%	8,3%

FORSKRIFTER OG VIRKEMIDLER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

Kronens kursordning

f.o.m. 06.05.94

(Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)

Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløst. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Gjenkjøpsavtaler

f.o.m. 31.10.96

(Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996 og nr. 4/17. november 1997, jf. Norges Banks årsberetning 1997.) Norges Bank innfører gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer for å kunne tilføre likviditet til pengemarkedet. I første omgang inngås gjenkjøpsavtaler bare med bankene, inkludert filialer av utenlandske banker i Norge. Gjenkjøpsavtalene vil delvis erstatte fastrentelånene til bankene.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 1.7.97

(Se rundskriv nr. 3/17. juni 1997) Forskriften (vedtatt 3. juni 1997) gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd Norges Bank. Utenlandske kredittinstitusjoners filialer i Norge gis adgang til F-lån og F-innskudd. F-innskudd gjøres omsettelige mellom banker og Norges Bank kan kjøpe F-innskudd tilbake før forfall. Papirer som aksepteres som sikkerhet for D-lån utvides, bl.a. kan utenlandske statspapirer registrert i utlandet etter søknad aksepteres som sikkerhet.

Forskriften gir også bestemmelser om intradag-lån. Dagslån er omdøpt til døgnlån (D-lån), og er delt opp i D-lån gjennom dagen (intradaglån) og over natten.

f.o.m. 8.6.1998

(Se rundskriv nr. 2/5. mai 1998) Kravet til sikkerhet for D-lån er justert slik at den enkelte bank nå vil kunne låne inntil 1,5 ganger verdien av det den har pantsatt. Oppgjørsvilkår i Norges Banks oppgjørssystem (NBO) er beskrevet, sammen med driftsmønsteret for NBO (åpningstider, tidsfrister mv.). Det er videre innført gebyr for E-lån, p.t. tilsvarende 0,02 prosent av lånebeløpet, med virkning fra 22.6.1998.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I VALUTALOVEN

Valutaregulering

f.o.m. 1.2.1998

(Se rundskriv nr. 1/22. januar 1998) Forskriften om valutaregulering av 27. juni 1990, utvidelse av valutaposisjonsrammene. Endring av forskriftenes §14-5 første ledd, vedtatt 21.1.1998: Nettoposisjonen for enkeltvalutaer økes fra 10 til 15 prosent av ansvarlig kapital, og posisjonsgrensen for enkeltvalutaer skal ikke lenger gjelde nettoposisjonen i NOK. Rammen for den aggregerte valutaposisjonen økes fra 20 til 30 prosent av institusjonens ansvarlige kapital.

Valutaposisjonering ved innføring av euro

f.o.m. 1.1.1999

(Se rundskriv nr. 5/28. august 1998) Euro vil fra 1. januar 1999 til 31. desember 2001 være gyldig valuta i de EU-land som deltar i tredje fase av den økonomiske og monetære unionen (ØMU) sammen med nasjonale valutaer. Kursen mellom euro og de nasjonale valutaene vil i denne perioden være ugunstelig låst i et fast vekslingsforhold. Spesifikasjonslinjene for ØMU-landenes nasjonale valutaer og euro skal derfor omregnes til euro, legges sammen og regnes som én valutaposisjon.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitutter. Balanse
4. Forretnings- og sparebanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
6. Private kredittforetak. Balanse
7. Private finansieringsselskaper. Balanse
8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
0. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt
14. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
17. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
18. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

Verdipapirstatistikk

12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi
20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde. Beholdningstall i mill. kr. Vekst siste 12 mndr. i prosent
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 23b. Sammensetningen av pengemengden
24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
25. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

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

Resultat- og kapitaldekningsdata

34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker
35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker
36. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
37. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

Valutakurser

38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer

Merk:

Hvis annen definisjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner», dvs. sektorene 510–890 i Kredittmarkedsstatistikken.

39. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

40. Utenriksregnskap for Norge
41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

Internasjonale kapitalmarkeder

42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer
44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument
45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

Valutahandel

46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
48. Motpostene til Norges Banks valuta-transaksjoner med bankene

Standard tegn:

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

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1996	31/12 1997	31/5 1998	30/6 1998	31/7 1998
Fordringer på utlandet	235 087	296 505	314 969	325 829	319 705
Internasjonale reserver	170 335	171 368	187 283	182 903	178 165
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	113 313	118 432	132 650	130 772
Andre fordringer på utlandet	17 213	11 824	9 254	10 276	10 768
Fordringer på norske finansinstitusjoner	368	7 506	3 258	42	42
Lån til private banker	247	7 522	3 294	65	85
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	176	39	19	32	12
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	12 827	10 999	13 486	13 991	15 002
Ihendehaverobligasjoner	10 686	8 683	9 579	9 828	9 797
Andre verdipapirer	1 727	1 963	3 509	3 782	4 742
Andre fordringer	414	353	398	381	463
Fordringer på andre norske sektorer	862	784	832	821	1 542
Verdipapirer og utlån	528	515	527	528	529
Andre fordringer	334	269	305	293	1 013
Varebeholdning produksjonsbedrifter	36	25	31	33	37
Varige driftsmidler	2 223	2 148	2 107	2 102	2 099
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	-	7 583	10 526	9 078
Elendeler i alt	251 403	317 967	342 266	353 344	347 505
Gjeld til utlandet	18 185	12 724	10 157	11 172	11 905
NOK-gjeld til IMF	4 505	3 742	2 673	2 723	2 677
Annen gjeld til utlandet	13 680	8 982	7 484	8 449	9 228
Sedler og mynt i omløp	43 324	46 014	42 371	42 947	43 044
Innenlandske innskudd	158 883	217 934	233 091	235 717	231 737
Statskassen	80 586	84 387	106 800	83 451	90 732
Statens petroleumsfond	47 539	113 313	118 432	132 650	130 772
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 190	3 596	3 079	3 423	3 196
Private banker	24 481	13 965	2 447	13 928	4 364
Andre finansinstitusjoner	2 976	2 566	2 233	2 146	2 562
Andre norske sektorer	111	107	100	119	111
Åløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	-	1 346	1 662	2 118
Annen innenlands gjeld	458	390	228	255	1 008
Motverd av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 554	1 656	1 691	1 715	1 686
Fond	28 999	39 249	39 249	39 249	39 249
Kursreguleringer	-	-	6 563	11 567	5 601
Inntekter	-	-	7 570	9 060	11 157
Gjeld og egenkapital i alt	251 403	317 967	342 266	353 344	347 505
Poster utenom balansen :					
Valuta solgt på levering	1 627	260	2 002	4 538	1 772
Valuta kjøpt på levering	3 593	261	2 331	4 681	1 689
Derivater solgt	174	67	553	802	2 010
Derivater kjøpt	1 093	7 436	11 104	9 308	4 619
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310	273	273	273	273

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

	31/12 1996	31/12 1997	31/5 1998	30/6 1998	31/7 1998
Gull	285	284	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 290	2 545	2 087	2 056	2 729
Reserveposisjon i IMF	5 728	7 162	8 463	8 568	8 424
Lån til IMF	733	938	1 118	1 118	1 094
Bankinnskudd i utlandet	3 047	-658	-5 423	-208	1 096
Utenlandske statskasseveksler	7 204	1 286	1 364	1 823	236
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	103 037	140 163	156 322	151 140	140 967
Utlån utenlandske banker	44 792	14 896	19 065	14 306	20 068
Opptjente, ikke forfalte renter	3 219	4 751	4 004	3 815	2 367
Totalt	170 335	171 368	187 283	182 903	178 165

Kilde: Norges Bank

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

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 480	3 395	4 253	3 406	3 317
Utlån i alt	176 831	178 921	180 403	181 510	182 209
Herav:					
Til publikum	170 057	172 479	172 496	175 081	175 016
Andre fordringer på statskassen	3 136	3 136	3 136	3 036	3 036
Andre eiendeler	11 748	11 191	9 856	8 384	7 881
Eiendeler i alt	195 195	196 643	197 648	196 336	196 443
Ihendehaverobligasjonslån	15 290	15 667	16 028	13 545	14 969
Herav:					
I norske kroner	15 253	15 631	16 010	13 527	14 950
I utenlandsk valuta	37	36	18	18	19
Andre lån	150 382	151 819	150 862	152 980	152 922
Herav:					
Statskassen	148 197	149 882	149 214	152 016	152 188
Annen gjeld m.v.	21 091	20 725	22 307	21 444	20 185
Aksjekapital, fond	8 432	8 432	8 451	8 367	8 367
Gjeld og egenkapital i alt	195 195	196 643	197 648	196 336	196 443

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Kassebeholdning	3 849	3 702	4 240	3 570	4 091
Innskudd i Norges Bank	33 685	20 878	13 480	20 077	14 261
Innskudd i forretnings- og sparebanker	19 311	14 978	14 828	15 936	17 533
Innskudd i utenlandske banker	20 054	20 687	17 117	17 993	27 483
Stats sertifikater	16 270	17 524	16 290	16 088	13 653
Andre sertifikater	27 181	21 730	24 950	19 694	18 901
Stats- og statsbankobligasjoner	28 696	25 413	23 321	22 035	23 497
Andre ihendehaverobligasjoner	26 487	27 768	31 116	36 044	40 563
Lån til utlandet	41 287	38 743	40 132	46 001	44 256
Utlån til publikum	634 943	662 741	685 707	710 612	735 309
Herav:					
I utenlandsk valuta	34 854	36 667	36 829	39 006	42 375
Utlån til finansieringsforetak og forsikring m.v. ²⁾	25 728	24 099	27 457	27 833	34 123
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	32 728	45 074	27 668	49 416	29 650
Andre eiendeler ³⁾	62 351	64 163	56 331	59 590	63 079
Eiendeler i alt	972 570	987 500	982 637	1 044 889	1 066 399
Innskudd fra publikum	496 720	494 132	494 025	501 326	518 663
Herav:					
I utenlandsk valuta	17 726	20 402	19 660	19 140	20 387
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	22 827	15 100	15 944	13 241	17 500
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring m.v. ²⁾	24 632	29 580	26 406	28 166	25 794
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltning og statsbanker m.v.	40 172	53 075	34 043	55 777	35 958
Innlån i form av banksertifikater	39 909	46 166	45 725	60 405	59 649
Lån og innskudd fra Norges Bank	136	62	6 991	127	624
Lån og innskudd fra utlandet	131 497	110 918	125 425	122 471	120 384
Annen gjeld	150 984	170 499	164 334	193 112	215 072
Aksje-/grunnfondskapital	22 883	22 884	23 242	23 411	23 609
Avsetninger, fond etc.	38 216	38 159	38 847	44 273	44 255
Nettoinntekt	4 594	6 925	7 656	2 580	4 891
Gjeld og egenkapital i alt	972 570	987 500	982 637	1 044 889	1 066 399
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	73 273	74 008	73 058	80 463	93 195
Gjeld overfor utlandet	173 260	167 390	187 181	203 915	229 219

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	13 392	14 105	14 022	15 165	16 256
Foretak ²⁾	213 553	221 410	230 783	246 908	255 244
Husholdninger ³⁾	407 998	427 226	440 902	448 539	463 809
Utlån til publikum i alt	634 943	662 741	685 707	710 612	735 309
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	31 059	26 408	29 583	28 008	30 197
Foretak ²⁾	129 573	136 606	146 211	143 919	144 362
Husholdninger ³⁾	336 088	331 118	318 231	329 399	344 104
Innskudd fra publikum i alt	496 720	494 132	494 025	501 326	518 663

¹⁾ Omfatter også Postbanken

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

³⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 875	8 819	2 013	7 213	4 626
Sertifikater	10 015	11 867	6 060	10 118	12 664
Stats- og statsbankobligasjoner	1 611	1 387	1 248	1 280	1 623
Andre ihendehaverobligasjoner	17 856	15 553	13 585	17 215	18 824
Utlån til:					
Finansielle foretak	164	357	33	31	32
Publikum	68 088	68 204	71 628	74 374	76 303
Andre	10 071	10 333	10 160	12 542	13 975
Andre eiendeler	3 075	653	382	220	287
Eiendeler i alt	118 755	117 173	105 109	122 993	128 334
Sertifikater	23 354	21 273	6 455	21 511	22 207
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	33 471	33 165	33 162	33 601	31 869
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	38 994	38 777	37 738	41 793	46 955
Andre innlån	13 507	14 014	18 408	16 564	17 712
Egenkapital	6 482	6 482	6 509	6 729	6 840
Annen gjeld	2 947	3 462	2 837	2 795	2 751
Sum gjeld og egenkapital	118 755	117 173	105 109	122 993	128 334

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	877	818	733	809	803
Sertifikater	36	47	20	20	5
Ihendehaverobligasjoner	5	5	85	85	84
Utlån ¹⁾ (brutto)	35 892	37 483	39 657	41 298	44 570
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	32 976	34 426	37 240	38 976	42 370
Utlån til andre sektorer (netto)	1 442	1 392	1 819	1 958	1 914
Andre eiendeler ²⁾	1 134	1 245	1 348	1 397	1 615
Eiendeler i alt	37 944	39 598	41 843	43 609	47 077
Sertifikater	2 217	2 141	1 675	1 890	2 405
Ihendehaverobligasjonslån	250	210	400	550	440
Lån fra andre enn banker	4 556	5 330	6 909	6 675	6 579
Lån fra banker	22 065	22 379	23 850	25 392	28 291
Annen gjeld m.v.	4 799	5 420	4 713	4 558	4 923
Kapital, fond	4 057	4 118	4 296	4 544	4 439
Gjeld og egenkapital i alt	37 944	39 598	41 843	43 609	47 077

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

²⁾ Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 926	9 224	9 072	7 979	7 505
Norske sertifikater	16 060	12 385	21 387	17 120	16 664
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	0	0	0	2	0
Norske ihendehaverobligasjoner	91 434	92 925	91 042	96 156	93 016
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	35 111	38 336	42 336	42 804	49 059
Norske aksjer og andeler	23 312	26 941	30 090	31 981	33 365
Utenlandske aksjer og andeler	15 551	15 889	16 383	24 922	30 515
Utlån til publikum	47 337	45 156	34 761	33 403	32 092
Utlån til andre sektorer	1 036	541	366	776	810
Andre spesifiserte eiendeler	28 071	27 121	28 891	29 514	30 227
Eiendeler i alt	264 838	268 518	274 328	284 657	293 253

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 005	6 460	4 682	3 355	3 334
Norske ihendehaverobligasjoner	38 152	42 951	43 797	42 432	46 703
Utlån til publikum	4 400	4 230	4 200	4 140	4 220
Andre spesifiserte eiendeler	15 768	16 363	18 848	19 193	17 881
Eiendeler i alt	62 325	70 004	71 527	69 120	72 138

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 60% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 314	7 657	7 479	6 874	7 870
Norske sertifikater	6 847	6 284	5 540	5 457	4 071
Utenlandske sertifikater	51	107	62	265	251
Norske ihendehaverobligasjoner	19 905	19 568	19 012	18 876	19 862
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	8 340	8 633	10 442	7 920	9 326
Norske aksjer	9 612	10 252	11 608	12 760	12 407
Utenlandske aksjer	3 804	3 908	5 022	6 173	6 566
Utlån til publikum	4 700	4 520	4 217	3 933	3 757
Utlån til andre sektorer	171	168	203	204	240
Andre spesifiserte eiendeler	18 384	17 738	14 951	14 721	17 757
Eiendeler i alt	79 128	78 835	78 536	77 153	82 107

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Bankinnskudd	1 832	4 191	3 168	3 954	3 811
Stats- og statsbanksertifikater	1 855	2 194	2 116	2 339	2 213
Andre norske sertifikater	9 455	11 070	12 944	12 238	11 672
Utenlandske sertifikater	645	14	15	16	24
Stats- og statsbankobligasjoner	4 525	3 064	3 061	3 339	3 948
Andre norske obligasjoner	9 968	13 355	14 703	14 731	15 481
Utenlandske obligasjoner	590	1 014	1 228	1 331	2 103
Norske aksjer	13 402	24 742	45 648	44 946	48 340
Utenlandske aksjer	2 267	5 244	9 003	12 368	15 160
Andre eiendeler	1 308	1 480	1 958	1 891	2 031
Eiendeler i alt	45 846	66 368	93 844	97 153	104 783

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Tabell 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Stats- og trygdeforvaltningen	760	694	372	353	364
Forretnings- og sparebanker	1 262	1 401	1 561	1 554	1 714
Øvrige finansinstitusjoner	4 975	6 560	8 843	8 967	9 592
Kommuneforvaltning og -foretak	2 843	3 622	3 889	3 950	4 239
Øvrige foretak	8 230	13 198	19 547	20 215	22 112
Husholdninger	26 873	38 774	54 258	58 080	62 373
Utllandet	368	1 120	4 379	3 038	3 393
Andelskapital i alt	45 311	65 370	92 849	96 157	103 787

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

Tabell 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/12 1997	31/3 1998
Stats- og trygdeforvaltningen	58 910	58 919	70 127	83 463	88 985
Statlige låneinstitutter ¹⁾	314	323	918	401	439
Forretnings- og sparebanker ²⁾	2 417	5 060	5 699	8 484	8 842
Forsikringselskaper m.v.	25 631	30 289	37 121	56 009	58 196
Andre finansielle foretak	341	343	367	628	416
Kommuneforvaltning og -foretak	125	185	1 051	932	972
Statlig eide foretak m.v.	5 029	5 406	6 267	6 755	7 011
Verdipapirfond ³⁾	11 478	12 667	23 813	45 571	48 112
Andre ikke-finansielle foretak	50 847	57 049	90 998	152 888	156 949
Husholdninger	27 270	31 625	36 209	52 252	54 161
Utllandet	77 945	96 067	136 008	173 603	190 609
Ufordelt	3	1 405	0	61	0
I alt	260 312	299 338	408 580	581 048	614 692

¹⁾ Postbanken/Postgiro for 1995 er lagt til denne sektoren.

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/12 1997	31/3 1998
Sparebanker	5 193	5 649	5 941	6 216	6 226
Forretningsbanker ¹⁾	12 563	12 578	12 781	12 914	13 083
Forsikringselskaper	956	1 196	1 206	1 222	1 224
Andre finansielle foretak	400	288	1 822	1 822	1 592
Stallig eide foretak	5 329	5 376	5 513	5 514	5 514
Andre ikke-finansielle foretak	25 216	27 234	25 588	32 585	33 733
Utlandet	1 615	1 657	1 179	2 812	2 584
Ufordelt	0	768	357	0	0
I alt	51 271	54 746	54 387	63 085	63 956

¹⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.¹⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

1. kvartal 1998	Kjøper-/selgersektor										I alt ²⁾
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finans- foretak	Forretn.- og spare- banker	Forsik- rings- selskaper mv.	Andre finans- foretak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	
Låntakersektor											
Forretningsbanker	-172	0	-343	-87	-112	-5	-663	-155	1 784	0	247
Forsikringselskaper	0	0	4	18	0	0	-57	1	35	0	2
Andre finansielle foretak	0	0	12	0	-60	0	-0	-182	0	0	-230
Stallig eide foretak	-86	0	-48	-156	-5	2	-421	-18	727	0	-5
Andre ikke-fin. foretak	49	-42	1 981	-1 400	2	33	-1 530	-565	4 577	-20	3 086
Utlandet	-88	0	-48	698	-1	2	-362	38	-632	0	-392
Ufordelt	0	0	-0	0	0	0	0	0	-0	0	-0
I alt	-297	-42	1 559	-926	-176	33	-3 033	-882	6 491	-20	2 708

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

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/12 1997	31/3 1998
Stats- og trygdeforvaltningen	40 539	39 837	37 815	39 652	41 958
Norges Bank	9 753	11 890	10 193	7 838	8 987
Statlige låneinstitutter ¹⁾	19 808	5 464	2 590	3 589	1 561
Forretnings- og sparebanker ²⁾	47 257	59 927	66 284	63 488	71 455
Forsikringsselskaper m.v.	119 405	134 816	147 303	165 209	162 933
Andre finansielle foretak	19 152	17 424	11 487	11 023	11 245
Kommuneforvaltning og -foretak	6 216	6 482	6 781	8 363	8 277
Statlig eide foretak m.v.	2 420	2 865	1 908	2 033	2 453
Verdipapirfond ³⁾	11 507	12 531	16 131	18 150	19 470
Andre ikke-finansielle foretak	21 803	20 292	22 520	22 891	24 276
Husholdninger	8 052	9 087	7 552	8 446	8 760
Utllandet	8 570	12 160	17 450	30 171	38 456
Ufordelt	49	716	1	82	0
I alt	314 530	333 491	348 015	380 935	399 832

¹⁾ Postbanken/Postgiro for 1995 er lagt til denne sektoren.

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/12 1997	31/3 1998
Statsforvaltningen	110 839	123 565	126 297	137 035	143 856
Statlige låneinstitutter ¹⁾	17 724	14 765	13 085	16 822	13 926
Forretnings- og sparebanker ²⁾	54 790	53 431	66 283	87 514	100 808
Private kredittforetak	53 029	51 518	43 256	39 416	39 607
Andre finansielle foretak	1 568	2 340	2 271	2 350	1 571
Kommuneforvaltning og -foretak	43 628	42 779	44 006	44 090	44 189
Statlig eide foretak m.v.	8 026	8 956	11 096	10 342	10 750
Andre ikke-finansielle foretak	16 333	15 792	16 824	18 340	19 528
Husholdninger	840	1 124	1 005	718	573
Utllandet	1 040	1 100	3 056	4 095	4 135
Ufordelt	0	1 154	0	0	0
I alt	307 818	316 525	327 180	360 721	378 944

¹⁾ Postbanken/Postgiro for 1995 er lagt til denne sektoren.

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS.¹⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finansforetak	Forretn.- og sparebanker	Forsikrings- og skaper mv.	Andre finansforetak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Stats- og trygdeforvaltningen	-405	1 108	2 746	-4 863	109	66	1 354	4	6 715	0	6 834
Statlige låneinstitutter	0	-2 116	-401	-175	20	-11	-527	-18	333	0	-2 896
Forretnings- og sparebanker	2 255	20	4 924	3 445	483	-20	1 650	252	284	0	13 293
Kredittforetak	119	-0	614	-319	-693	-30	120	57	322	0	191
Andre finansielle foretak	0	0	28	65	0	20	33	4	0	0	150
Kommuneforvaltning og foretak	31	18	-197	-48	64	-151	482	-26	101	0	275
Statlig eide foretak m.v.	-136	0	460	-11	8	10	43	-1	36	0	409
Andre ikke-finansielle foretak	508	0	-185	-330	130	24	-36	9	140	0	259
Husholdninger	0	0	-14	-29	-1	0	-1	-1	-0	0	-45
Utlandet	0	0	-134	10	0	0	-54	-24	241	0	40
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	2 372	-970	7 842	-2 255	119	-92	3 064	258	8 171	0	18 509

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

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/12 1997	31/3 1998
Stats- og trygdeforvaltningen	745	2 525	5 582	2 366	2 891
Norges Bank	3 914	6 388	1 731	1 964	1 350
Statlige låneinstitutter ¹⁾	11 733	887	965	322	347
Forretnings- og sparebanker ²⁾	15 937	31 192	41 792	44 159	36 579
Forsikringselskaper m.v.	24 851	29 707	28 882	26 874	23 998
Andre finansielle foretak	864	845	2 161	6 024	9 026
Kommuneforvaltning og foretak	1 141	1 617	1 794	3 289	4 384
Statlig eide foretak m.v.	758	2 491	1 878	1 223	2 792
Verdipapirfond ³⁾	7 973	12 331	13 137	14 557	13 865
Andre ikke-finansielle foretak	4 166	4 645	7 067	8 269	9 677
Husholdninger	384	591	397	261	270
Utlandet	2 853	4 397	1 422	8 858	7 878
Ufordelt	92	226	0	0	0
I alt	75 411	97 842	106 806	118 165	113 056

¹⁾ Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Stats sertifikater	27 000	36 500	35 000	29 000	30 000
Banksertifikater	43 678	47 095	45 427	48 112	44 968
Kreditsertifikater	7 100	6 624	3 936	3 805	2 460
Finanssertifikater	2 217	2 132	1 675	1 890	2 405
Lånesertifikater	35 685	33 687	32 019	30 930	29 879
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	15 901	15 184	16 585	16 423	16 143
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	9 119	8 761	7 269	7 332	6 811
Statlig eide foretak	1 850	2 250	1 900	950	700
Private foretak	8 815	7 492	6 265	6 225	6 225
Utlandet	0	0	0	0	0
I alt	115 680	126 038	118 057	113 737	109 712

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Skade-/kredittforsikringselskaper	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Forretningsbanker	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2
Sparebanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lån med garanti	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Bank	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Markedslån i alt	2,2	2,4	2,6	2,5	2,5

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden			Vekst siste 12 måneder			3-måneders vekst, årlig rate		
	Milliarder kroner			Prosent			Prosent		
	K2	K3 ¹⁾	M2	K2	K3 ¹⁾	M2	K2	M2	
1989									
Desember 1990	900,7	1 080,8	429,6	6,9	6,4	7,5			
Desember 1991	928,1	1 092,5	453,4	3,8	3,4	6,0			
Desember 1992	907,2	1 071,4	500,1	-2,4	-2,1	10,6			
Desember 1993	882,3	1 069,5	542,1	-3,3	-1,7	7,3	-4,5		9,5
Desember 1994	875,5	1 074,1	545,7	-1,8	-1,7	0,5	-1,1		1,2
Desember 1995	893,5	1 073,1	582,5	2,3	1,2	6,5	2,7		1,5
Desember 1996	931,3	1 121,9	614,1	4,9	5,1	5,1	5,7		3,6
September 1997	975,6	1 165,0	628,9	5,9	5,4	2,6	7,1		0,6
Oktober 1997	981,3	1 172,7	637,0	6,1	5,6	3,3	7,8		-0,6
November 1997	987,3	1 179,2	635,8	6,4	5,8	2,6	8,2		1,9
Desember 1997	991,0	1 214,0	643,8	6,2	6,0	5,7	7,5		5,3
1998									
Januar	1 000,3	1 218,3	641,4	6,8	6,6	3,8	7,4		6,2
Februar	1 008,2	1 230,0	637,8	7,2	7,2	1,1	7,4		4,6
Mars	1 013,9	1 234,6	638,6	7,4	7,0	0,7	8,3		0,2
April	1 030,3	1 273,6	639,2	8,2	8,6	1,3	9,3		-1,2
Mai	1 038,1	1 285,3	649,6	8,4	8,7	3,3	10,4		0,9
Juni	1 051,2	1 302,6	651,3	9,4	9,5	3,5	11,9		4,7
Juli	1 059,6	1 314,6	660,3	9,3	9,7	3,7	11,8		9,9
August	1 065,5	1 316,8	661,2	9,3	10,0	5,5	11,4		9,8
September	1 072,8	1 327,6	673,1	9,6	10,6	7,0	9,9		11,7
Oktober	1 082,2	1 342,8	670,0	9,9	11,0	5,2	9,9		9,1
November	1 090,4	1 356,5	675,4	9,9	11,3	6,2	9,9		9,6
Desember 1998	1 097,8	1 359,2	673,5	10,1	10,1	4,6	9,8		5,0
1999									
Januar	1 110,1	1 384,0	694,7	10,2	11,0	8,3	9,4		8,1
Februar	1 120,1	1 388,1	693,4	10,5	10,9	8,7	9,4		8,8
Mars	1 130,2	1 399,7	691,0	10,8	11,2	8,2	10,3		12,5
April	1 135,8	...	690,7	10,0	...	8,1	10,6		6,3
Mai	1 147,0	...	709,3	10,2	...	9,2	10,5		5,8
Juni	1 158,6	...	698,5	9,9	...	7,3	10,1		3,8
Juli	1 166,8	...	707,2	10,1	...	7,1	10,4		7,9

K2 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums innenlandske bruttogjeld; sesongjusterte tall.
 K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.
 M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

¹⁾ K3 er ikke korrigert for reviderte K2 tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde.
 Beholdningstall i mill. kroner. Vekst siste 12 mndr. i prosent.

	31/12-1995		31/12-1996		31/12-1997		31/7-1998	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	521 352	9,6	583 923	11,9	685 707	16,8	739 500	15,5
Statlige låneinstitutter	175 439	-0,6	172 126	-1,9	172 497	0,2	175 487	2,9
Norges Bank	590	-3,8	525	-11,0	512	-2,5	527	1,2
Kredittforetak	62 052	-1,0	59 520	-4,4	71 628	17,6	76 495	11,2
Finansieringsselskaper	30 430	25,5	30 266	-0,5	37 240	22,6	42 917	29,5
Livsforsikringselskaper	52 000	-16,5	48 094	-7,5	33 403	-30,6	30 385	-28,8
Pensjonskasser og -fond	6 061	-13,4	5 312	-12,4	4 230	-20,4	4 150	-4,6
Skadeforsikringselskaper	3 961	-4,5	4 651	17,4	3 933	-15,0	3 760	-14,9
Obligasjonsgjeld ¹⁾	68 649	1,0	72 080	5,0	72 371	0,4	74 522	6,1
Sertifikatgjeld	9 657	70,3	14 436	49,5	15 434	6,9	13 914	-29,0
Markedslån	4 100	2,5	2 200	-46,3	2 600	18,2	2 500	8,7
Sum innenlandsk kreditt (K2) ²⁾	934 291	4,9	993 133	6,2	1 099 555	10,1	1 164 157	10,1

¹⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

²⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

Tabell 23 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (I mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1996		1997		1/1-30/6 1997		1998	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
	Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	-38,2	-6,3	-42,3	-6,5	-22,9	-3,5	-11,0	-1,6
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-4,3	-0,7	-10,3	-1,6	-8,0	-1,2	11,5	1,7
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-3,3	-0,5	0,5	0,1	-2,1	-0,3	2,8	0,4
Private bankers og Postbankens kredittlån (+)								
og inntektsoverskudd (-)	61,9	10,1	92,3	14,3	36,6	5,7	29,7	4,4
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-0,5	-0,1	4,7	0,7	3,2	0,5	8,0	1,2
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,8	-0,1	-0,8	-0,1	-0,0	0,0	-0,1	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	1,6	0,3	-18,0	-2,8	2,4	0,4	-9,0	-1,3
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	14,5	2,4	8,5	1,3	4,7	0,7	10,0	1,5
Endring i pengemengden i alt	34,8	5,7	29,5	4,6	12,8	2,0	31,1	4,6
Memo: Oljeskatter	33,1	5,4	44,9	7,0	23,4	3,6	17,4	2,6

Fotnoter står under tabell 23 b.

Tabell 23 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
1990	30 120	211 011	64 800	305 931	153 966	459 897	24 896	5,7
1991	31 838	228 906	65 093	325 837	181 976	507 813	47 916	10,4
1992	32 452	255 496	65 090	353 038	191 198	544 236	36 423	7,2
1993	35 741	268 691	69 115	373 547	172 420	545 967	1 731	0,3
1994	37 957	280 660	78 712	397 329	183 773	581 102	35 135	6,4
1995	39 076	282 983	80 100	402 159	208 124	610 283	29 181	5,0
1996	39 864	315 589	81 343	436 796	208 334	645 130	34 847	5,7
1997								
April	36 806	313 084	81 135	431 025	201 750	632 775	8 291	1,3
Mai	36 797	313 704	85 108	435 609	200 908	636 517	20 407	3,3
Juni	38 095	337 597	83 904	459 596	198 382	657 978	22 040	3,5
Juli	37 462	331 573	86 740	455 775	202 241	658 016	23 713	3,7
August	37 280	332 100	88 651	458 031	203 218	661 249	34 475	5,5
September	38 023	342 485	91 399	471 907	203 450	675 357	44 025	7,0
Oktober	37 715	343 011	90 274	471 000	204 986	675 986	33 440	5,2
November	38 542	336 051	93 935	468 528	200 893	669 421	39 209	6,2
Desember	42 259	341 724	95 732	479 715	194 870	674 585	29 455	4,6
1998								
Januar	40 089	347 909	102 090	490 088	208 048	698 136	53 318	8,3
Februar	39 332	349 544	99 477	488 353	212 234	700 587	55 866	8,7
Mars	38 591	346 513	96 656	481 760	209 759	691 519	52 380	8,2
April	38 604	339 637	96 418	474 659	209 158	683 817	51 042	8,1
Mai	38 979	346 369	98 860	484 208	210 938	695 146	58 629	9,2
Juni	39 506	361 895	100 140	501 541	204 188	705 729	47 751	7,3
Juli	39 404	355 872	102 307	497 583	207 249	704 832	46 816	7,1

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd før lånetransaksjoner og statlige låneinstitutters inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i inntekt på skattekonti i banker. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (Inkl. ufordelte renteinntekter).

²⁾ Omfatter publikums nettkjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettkjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), utlånsøkning fra statlige låneinstitutter (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditttilførsel fra Norges Bank (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. bank-sertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialopp-gaver.

Tabell 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekt (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Beholdning		
	Året			Året		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	13,0	9,6	6,2	333,4	343,3	349,9
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,8	-0,3	0,0	10,0	8,3	9,0
Aksjer m.v. ³⁾	-1,9	10,9	18,0	82,4	100,4	135,4
Verdipapirfondsandeler	2,2	6,8	12,0	26,9	38,8	56,8
Forsikringskrav	18,6	20,9	25,1	287,2	312,3	344,8
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	2,0	2,5	4,1	80,4	82,8	86,9
Fordringer i alt	33,1	50,4	65,5	820,2	885,9	982,8
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	25,3	44,0	54,7	341,2	385,4	440,8
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	0,7	-2,4	-1,2	126,6	123,6	122,2
Lån i private kreditforetak og fin.selskaper	0,1	-9,5	3,3	43,3	33,5	37,0
Lån i forsikringselskaper	-3,9	-0,1	-13,6	41,9	41,9	28,3
Annen gjeld ⁵⁾	-0,8	-3,2	1,6	75,8	72,8	73,9
Gjeld i alt	21,3	28,9	44,8	628,8	657,2	702,1
Netto	11,7	21,5	20,7	191,5	228,7	280,6

¹⁾Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

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

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

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/inndragning-	1/1-31/12		1/1-31/8	
	1996	1997	1997	1998
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	-43 859	-70 362	-44 185	-11 467
Statspapirer	-5 973	-13 845	-15 071	-6 790
Valutamarkedet	86 397	68 209	49 368	18 240
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 621	-2 548	3 074	3 302
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	-1 539	897	1 171	...
D-lån	-2 366	-370	-122	322
F-lån	-7 180	7 425	0	-7 425
Annen sentralbankfinansiering	-6 508	4 666	-4 105	-2 380
Reserver i alt	17 350	-5 928	-9 869	-6 198
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	17 426	-5 927	-9 869	-6 198
Statskassaveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	-76	-1	0	0

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

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 26. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagstån i	Renter på bankenes forlønnskudd i
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	Norges Bank	Norges Bank
1997								
August	4,0	3,8	4,2	4,0	4,7	4,6	5,5	3,5
September	4,0	3,7	4,2	3,9	4,6	4,4	5,5	3,5
Oktober	3,9	3,7	4,1	4,0	4,6	4,4	5,5	3,5
November	3,9	3,7	4,2	3,9	4,7	4,5	5,5	3,5
Desember	4,0	3,6	4,2	3,9	4,7	4,4	5,5	3,5
1998								
Januar	4,0	3,7	4,1	3,8	4,6	4,3	5,5	3,5
Februar	3,9	3,8	4,1	3,8	4,5	4,3	5,5	3,5
Mars	4,2	4,0	4,3	4,1	4,7	4,5	5,6	3,6
April	4,2	4,0	4,3	4,1	4,7	4,6	5,8	3,8
Mai	4,4	4,3	4,6	4,5	5,0	4,9	5,9	3,9
Juni	4,9	4,7	5,0	4,8	5,3	5,2	6,3	4,3
Juli	5,5	5,3	5,6	5,4	5,7	5,6	6,9	4,9
August	7,2	7,1	7,0	6,7	6,7	6,5	8,1	6,1

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1997											
August	3,3	3,6	3,1	3,4	7,1	0,5	4,2	5,1	4,3	-0,3	0,7
September	3,3	3,6	3,3	3,3	7,2	0,5	4,1	4,9	4,3	-0,4	0,5
Oktober	3,6	3,8	3,6	3,5	7,3	0,5	4,3	5,0	4,5	-0,6	0,3
November	3,7	3,9	3,7	3,6	7,5	0,3	4,3	5,1	4,8	-0,8	0,1
Desember	3,7	3,9	3,6	3,6	7,6	0,3	4,4	5,1	4,5	-0,8	0,0
1998											
Januar	3,6	3,9	3,5	3,5	7,5	0,7	4,4	5,0	4,5	-0,7	0,2
Februar	3,5	3,8	3,4	3,5	7,5	0,6	4,4	5,1	4,4	-0,7	0,2
Mars	3,5	3,8	3,5	3,5	7,5	0,6	4,5	5,0	4,3	-0,4	0,5
April	3,6	3,9	3,6	3,6	7,4	0,5	4,5	5,0	4,3	-0,3	0,4
Mai	3,6	4,5	3,7	3,5	7,4	0,5	4,5	5,0	4,4	0,0	0,7
Juni	3,6	4,1	3,7	3,5	7,6	0,6	4,2	5,0	4,3	0,4	1,2
Juli	3,5	4,0	3,6	3,5	7,7	0,7	4,1	5,0	4,2	0,9	1,7
August	3,5	4,2	3,6	3,5	7,6	0,6	4,2	4,9	4,1	2,3	3,1

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

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner.¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1997						
August	5,0	5,3	5,4	5,8	6,1	6,5
September	4,9	5,1	5,3	5,6	5,9	6,3
Oktober	4,9	5,1	5,2	5,6	5,7	6,2
November	4,9	5,1	5,3	5,6	5,7	6,2
Desember	4,8	5,1	5,1	5,5	5,5	5,9
1998						
Januar	4,7	5,0	5,0	5,4	5,3	5,8
Februar	4,6	4,9	4,9	5,3	5,2	5,7
Mars	4,7	5,0	5,0	5,4	5,2	5,8
April	4,8	5,1	5,0	5,5	5,3	5,8
Mai	5,1	5,4	5,3	5,7	5,5	6,0
Juni	5,2	5,6	5,3	5,8	5,5	6,0
Juli	5,4	5,8	5,4	5,9	5,4	6,0
August	5,8	6,3	5,7	5,9	5,5	6,2

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på statsobligasjoner¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1997											
August	5,7	6,3	5,6	5,6	7,1	2,2	6,1	6,4	6,1	0,1	0,3
September	5,7	6,2	5,6	5,5	6,8	2,1	6,0	6,3	6,0	0,0	0,2
Oktober	5,7	6,2	5,6	5,6	6,5	1,9	6,0	6,1	5,9	-0,1	0,1
November	5,6	6,1	5,7	5,6	6,6	1,8	6,1	6,0	5,9	-0,1	0,1
Desember	5,4	5,8	5,5	5,3	6,4	1,8	5,9	5,9	5,6	-0,1	0,1
1998											
Januar	5,2	5,5	5,3	5,1	6,1	1,8	5,4	5,6	5,4	0,0	0,2
Februar	5,1	5,4	5,2	5,0	6,0	1,8	5,3	5,6	5,3	0,1	0,2
Mars	5,0	5,2	5,1	5,0	6,0	1,7	5,2	5,7	5,2	0,2	0,3
April	5,0	5,2	5,1	5,0	5,8	1,8	5,3	5,7	5,2	0,2	0,4
Mai	5,0	5,3	5,1	5,0	5,9	1,6	5,3	5,7	5,2	0,4	0,5
Juni	4,9	5,1	4,9	4,9	5,8	1,5	5,1	5,6	5,1	0,5	0,6
Juli	4,8	5,0	4,8	4,8	5,8	1,7	5,0	5,5	5,0	0,5	0,6
August	4,5	4,9	4,6	4,5	5,6	1,5	4,9	5,4	4,8	0,8	1,0

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

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾					
	Rammelån		Nedbetalingslån		Utlån i alt	Rammelån		Nedbetalingslån		Utlån i alt
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	Kassekreditter og byggelån		Utlån med pant i bolig	Andre utlån			
2. kvartal 1997										
Forretningsbanker	7,72	5,26	5,61	5,71	7,86	5,27	5,71	5,76		
Sparebanker	7,87	5,42	6,04	5,79	8,08	5,43	6,12	5,83		
Sum banker	7,77	5,34	5,79	5,75	7,93	5,35	5,88	5,79		
3. kvartal 1997										
Forretningsbanker	7,98	5,53	5,88	5,96	8,12	5,54	5,98	6,02		
Sparebanker	7,92	5,75	6,27	6,08	8,11	5,76	6,35	6,12		
Sum banker	7,96	5,64	6,05	6,02	8,12	5,65	6,14	6,06		
4. kvartal 1997										
Forretningsbanker	7,98	5,48	5,75	5,88	8,04	5,49	5,84	5,93		
Sparebanker	7,98	5,73	6,22	6,06	8,14	5,74	6,29	6,09		
Sum banker	7,98	5,61	5,94	5,96	8,08	5,62	6,02	6,00		
1. kvartal 1998										
Forretningsbanker	7,80	5,44	5,68	5,84	7,92	5,46	5,76	5,90		
Sparebanker	7,86	5,69	6,16	6,01	8,02	5,70	6,22	6,04		
Sum banker	7,82	5,57	5,87	5,92	7,95	5,58	5,95	5,96		
2. kvartal 1998										
Forretningsbanker	8,28	5,67	6,18	6,21	8,33	5,70	6,25	6,26		
Sparebanker	8,04	5,87	6,43	6,23	8,19	5,88	6,48	6,25		
Sum banker	8,20	5,77	6,28	6,22	8,28	5,79	6,34	6,25		

¹⁾ Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Ordinære vilkår	Spesielle vilkår	Innskudd i alt	Anfordring	Tidsinnskudd
2. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,32	3,26	2,50	2,26	3,30
Sparebanker	2,36	3,47	2,59	2,21	3,42
Sum banker	2,34	3,36	2,54	2,24	3,37
3. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,60	3,60	2,79	2,55	3,63
Sparebanker	2,64	3,72	2,87	2,51	3,64
Sum banker	2,62	3,66	2,83	2,53	3,64
4. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,58	3,63	2,78	2,53	3,64
Sparebanker	2,71	3,71	2,92	2,59	3,63
Sum banker	2,64	3,67	2,85	2,56	3,63
1. kvartal 1998					
Forretningsbanker	2,61	3,62	2,80	2,55	3,64
Sparebanker	2,72	3,73	2,94	2,60	3,64
Sum banker	2,66	3,68	2,86	2,57	3,64
2. kvartal 1998					
Forretningsbanker	2,78	4,02	3,00	2,73	3,99
Sparebanker	2,79	3,99	3,04	2,68	3,83
Sum banker	2,79	4,00	3,02	2,71	3,90

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
2. kvartal 1997	4,9	5,4	5,1
3. " "	5,2	5,4	5,3
4. " "	5,2	5,4	5,3
1. kvartal 1998	5,2	5,4	5,3
2. " "	5,4	5,6	5,5

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
2. kvartal 1997	6,2	6,2	6,2
3. " "	6,2	6,3	6,3
4. " "	6,2	6,3	6,3
1. kvartal 1998	6,2	6,2	6,2
2. " "	6,1	6,1	6,0

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1996	1997	2. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	6,5	5,7	5,5	5,8
Rentekostnader	4,3	3,8	3,6	4,0
Netto renteinntekter	2,2	1,9	1,9	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,1	1,2	1,1
Andre driftskostnader	2,4	2,1	2,1	2,0
Driftsresultat før tap	1,0	0,9	0,9	1,0
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	1,0	1,0	0,9
Kapitaldekning ²⁾	11,5	10,8	10,6	10,5
Herav:				
Kjernekapital	8,1	7,6	7,2	7,3

¹⁾ Morbanker og utenlandskeide filialer.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1996	1997	2. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	7,0	5,9	5,9	5,8
Rentekostnader	3,7	3,0	2,9	3,2
Netto renteinntekter	3,2	2,9	2,9	2,6
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,1	1,1
Andre driftskostnader	2,9	2,6	2,6	2,4
Driftsresultat før tap	1,4	1,4	1,4	1,3
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,3	1,3	1,4
Kapitaldekning ²⁾	13,9	13,3	13,1	12,4
Herav:				
Kjernekapital	10,4	10,0	9,7	9,3

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1996	1997	2. kvartal	
			1997	1998
Netto renteinntekter	5,0	4,9	5,0	4,6
Sum andre driftsinntekter	2,5	2,7	2,4	2,5
Andre driftskostnader	4,1	4,2	4,2	3,9
Driftsresultat før tap	3,3	3,4	3,2	3,2
Bokførte tap på utlån og garantier	0,2	0,3	0,3	0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	3,5	3,1	2,9	3,0
Kapitaldekning ²⁾	15,9	15,8	15,2	14,7
Herav:				
Kjernekapital	14,8	14,8	14,3	13,2

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1996	1997	2. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	6,1	6,2	6,2	6,1
Rentekostnader	5,4	5,6	5,5	5,4
Netto renteinntekter	0,8	0,7	0,7	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,1	0,2	0,3	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,3	0,3	0,2
Driftsresultat før tap	0,5	0,6	0,7	0,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,1	-0,0	-0,0	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,5	0,6	0,7	0,5
Kapitaldekning ¹⁾	17,4	17,5	17,3	16,5
Herav:				
Kjernekapital	14,3	13,6	13,2	12,8

¹⁾ I prosent av beregningsgrunnlag for kapitaldekning

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1997										
August	104,68	8,1754	413,96	108,67	138,45	122,82	12,233	6,4698	95,41	7,6286
September	102,48	8,0487	409,06	107,44	136,68	121,69	11,701	6,0570	95,03	7,3157
Oktober	100,51	7,9239	402,66	105,75	134,31	120,02	11,547	5,8440	93,44	7,0753
November	101,15	8,0398	407,40	107,04	135,24	121,67	11,904	5,6377	93,33	7,0544
Desember	101,46	8,0593	407,85	107,07	134,95	121,84	12,050	5,5992	93,09	7,2501
1998										
Januar	102,82	8,1476	412,39	108,26	136,25	123,15	12,246	5,7844	93,46	7,4875
Februar	103,88	8,2240	416,40	109,26	137,29	124,22	12,383	6,0085	93,52	7,5546
Mars	104,04	8,2180	415,05	108,89	136,78	123,81	12,584	5,8816	95,13	7,5773
April	103,87	8,2158	415,08	108,85	136,75	123,82	12,585	5,7014	96,28	7,5262
Mai	103,78	8,2576	419,54	110,10	138,05	125,11	12,188	5,5186	98,81	7,4441
Juni	104,22	8,3378	422,56	110,94	139,03	126,03	12,489	5,3897	95,74	7,5715
Juli	104,48	8,3677	424,09	111,29	139,52	126,50	12,530	5,4225	95,45	7,6228
August	105,29	8,4949	431,27	113,22	141,81	128,64	12,592	5,3282	94,87	7,7111

¹⁾ Kursen på norske kroner mot et veid gjennomsnitt av valutaene til våre 16 viktigste handelspartnere. Basiskursene i denne indeksen er valgt slik at indeksverdien 18. oktober 1990 er lik verdien til den daværende kursindeksen. Stigende verdi angir svakere krone. Den enkelte valutas vekt er fastsatt på grunnlag av de ulike lands betydning som konkurrent til norsk industri. Vektene oppdateres årlig.

²⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (ofisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1997					
August	1,8429	2,9553	3,370	63,999	117,92
September	1,7883	2,8603	3,361	67,557	120,79
Oktober	1,7572	2,8676	3,355	68,906	121,07
November	1,7316	2,9220	3,349	72,279	125,15
Desember	1,7777	2,9545	3,347	72,844	129,49
1998					
Januar	1,8157	2,9695	3,349	71,323	129,50
Februar	1,8143	2,9739	3,352	69,311	125,75
Mars	1,8256	3,0319	3,352	70,578	128,85
April	1,8132	3,0321	3,352	72,809	132,01
Mai	1,7743	2,9052	3,353	76,032	134,91
Juni	1,7918	2,9554	3,353	78,418	140,51
Juli	1,7975	2,9546	3,353	78,230	140,60
August	1,7879	2,9192	3,352	80,964	144,75

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1996	1997	Jan-juni	
			1997	1998
Varebalansen	79 192	76 290	40 066	15 411
Tjenestebalansen	8 586	266	3 129	-822
Rente- og stonadsbalansen	-19 211	-19 782	-10 520	-6 687
A. Driftsbalansen	68 567	56 774	32 675	7 902
Fordelt på:				
Oljevirkksomhet ¹⁾	146 811	152 448	75 441	59 312
Utenriks sjøfart ¹⁾	26 684	28 702	14 496	13 538
Annet	-104 928	-124 376	-57 262	-64 948
B. Netto Kapitaloverføringer	-820	-1 277	-695	-352
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	10 378	4 033	-3 485	17 791
I form av:				
Direkte investeringer	-16 170	-3 074	-15 161	-1 477
Porteføljinvesteringer	-17 230	-21 365	-16 380	32 757
Andre finansinvesteringer	63 698	31 116	29 871	-3 072
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-19 920	-2 644	-1 815	-10 417
Fordelt på:				
Statsforvaltningen	-13 539	-9 560	-22 960	-12 091
Kommuneforvaltningen	-1 391	-1 070	-811	-159
Forretnings- og sparebanker	53 831	39 882	25 556	19 609
Forsikring	-10 887	-8 610	-3 216	-3 400
Andre finansinsielle foretak	6 869	9 372	14 269	18 785
Utenriks sjøfart	5 887	3 884	3 036	3 036
Oljevirkksomhet	-7 009	4 202	8 789	18 762
Andre private og statlige foretak	-3 463	-31 423	-26 333	-16 334
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-19 920	-2 644	-1 815	-10 417
D. Norges Banks netto kap. trans. (A + B + C) (Utgang)	78 125	59 530	28 495	25 341
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl.	-2 616	8 409	14 883	9 023
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	75 509	67 939	43 378	34 364
Herav ³⁾ :				
Internasjonale reserver	26 839	1 033	38 034	11 535
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	65 774	3 043	19 337

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

²⁾ Negative tall representerer netto kapitalutgang.

³⁾ Spesifikasjoner fra Norges Banks balanse.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1996			31/12 1997			30/6 1998		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen ¹⁾	9,2	62,5	-53,3	9,5	54,1	-44,6	9,7	42,7	-33,0
Norges Bank	224,5	19,5	205,0	287,9	15,0	272,9	323,6	15,6	307,1
Statlige låneinstitutter	1,0	1,7	-0,7	1,1	0,9	0,2	1,1	0,7	0,4
Forretnings- og sparebanker ²⁾	59,2	128,0	-68,8	73,1	184,7	-111,6	93,6	226,2	-132,6
Kredittforetak	21,8	39,2	-17,4	21,2	55,4	-34,2	35,3	82,0	-46,7
Finansieringsselskaper	0,9	8,4	-7,5	1,3	10,1	-8,8	1,6	11,8	-10,2
Forsikringsselskaper	60,5	4,1	56,4	76,9	3,0	73,9	94,2	7,6	86,6
Kommuneforvaltning	0,0	1,0	-1,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,3	0,3
Kommuneforetak	0,0	2,7	-2,7	0,0	2,6	-2,6	0,0	2,6	-2,6
Statsforetak	67,1	70,1	-3,0	81,6	84,3	-2,7	77,1	96,1	-19,0
Andre norske sektorer	110,1	179,3	-69,2	155,4	222,4	-67,0	168,9	247,0	-78,1
Ufordelte og stat. avvik	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	2,6	13,1	0,0	13,1
Alle sektorer	554,3	516,5	37,8	710,6	632,4	78,2	818,2	732,9	85,3

Merk:

De presenterte balansetallene er hentet fra Statistisk sentralbyrås årlige finanstilling. Tallene for 1997 og 1998 fremkommer ved å kombinere finanstillingen med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutatstatistikken og sektorstatistikk for forsikrings- og kredittforetak.

¹⁾ Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

²⁾ Inklusiv Postbanken.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	1995	1996	1997	1. kvartal		Utestående 31. mars 1997
				1997	1998	
Total	680,0	532,7	1 142,8	311,6	-61,3	8 873,5
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	257,3	306,1	322,9	80,1	32,2	2 836,3
banker (og ufordelt)	422,7	226,6	819,9	231,6	-93,5	6 037,2

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendinger i fremmed valuta
- tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafor delt.
Prosent av samlede internasjonale fordringer

	Desember			1. kvartal	
	1995	1996	1997	1997	1998
Amerikanske dollar (USD)	31,9	32,6	35,1	34,0	35,0
Tyske mark (DEM)	11,7	11,6	10,6	11,1	10,8
Sveitsiske franc (CHF)	3,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Japanske yen (JPY)	10,9	9,9	10,0	9,4	8,7
Britiske pund (GBP)	2,9	3,5	4,0	3,7	4,3
Franske franc (FRF)	3,9	3,5	3,3	3,3	3,4
Italienske lire (ITL)	2,8	3,7	3,7	3,5	4,2
ECU	1,8	1,4	1,0	1,3	1,1
Ufordelt ¹⁾	31,1	31,2	29,7	31,1	29,9
Totalt i mrd. USD	8 072,7	8 326,9	9 034,4	8 314,0	8 873,5

¹⁾ Inkluderer andre valutaer enn de som er med i tabellen, og også fordringer hos banker i andre land enn hjemlandene til de syv valutaene som er spesifiserte.

Kilde: BIS

Tabell 44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1993	1994	1995	1996	1997
Emisjoner av obligasjoner	481,0	428,6	467,3	708,8	831,6
– av dette med flytende rente	69,8	96,3	78,9	165,7	213,1
Bankuttån	136,7	236,2	370,2	345,2	390,4
Annen internasjonal opplåning	8,2	4,9	3,8	4,5	2,7
Samlet opplåning	625,8	669,7	841,3	1 058,5	1 224,7

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1993	1994	1995	1996	1997
OECD-området	86,3	87,7	90,1	88,3	85,8
Ikke-OECD land	9,9	10,5	7,8	9,4	11,9
Internasjonale institusjoner og andre land	3,8	1,8	2,1	2,3	2,3

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

		Netto kjøpt fra:				Sum	Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
		Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet		Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1997	Juli	0,0	21,9	43,4	-12,9	52,4	70,6	116,4	27,2	129,3
	August	0,1	25,3	45,7	-13,8	57,3	75,5	126,8	30,0	140,6
	September	0,0	38,6	40,2	-2,5	76,3	71,2	136,1	31,0	138,6
	Oktober	0,0	35,1	33,5	-4,2	64,4	70,5	157,3	37,0	161,6
	November	0,0	20,0	32,6	20,8	73,4	63,4	159,7	30,8	138,9
	Desember	0,0	23,6	33,6	22,7	79,9	61,2	155,0	27,6	132,3
1998	Januar	0,0	15,4	36,3	24,8	76,9	61,6	178,8	25,3	154,0
	Februar	0,0	15,0	37,9	25,7	78,6	63,4	180,5	25,5	154,9
	Mars	0,0	24,4	28,1	24,5	77,0	56,4	195,0	28,3	170,4
	April	0,0	21,7	27,6	37,7	87,0	55,3	212,5	27,7	174,7
	Mai	0,0	18,6	30,7	40,7	90,0	61,4	239,6	30,7	198,9
	Juni	0,0	19,6	27,0	46,8	93,4	54,7	231,2	27,7	184,4
	August	0,0	17,8	25,2	43,7	86,7	54,8	243,6	29,7	199,9

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

²⁾ Statsforvaltning, trykdeforvaltning og Norges Bank.

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

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

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998	30/6 1998
Valutaaktiva, spot	108 464	110 054	108 384	114 755	132 073
Valutapassiva, spot	176 368	175 030	187 558	203 763	227 341
1. Spotbalanse, netto	-67 904	-64 976	-79 174	-89 008	-95 268
2. Terminbalanse, netto	63 131	77 202	76 098	80 718	91 287
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-42	-94	-47	33	-114
4. Totalposisjon (1+2+3)	-4 815	12 132	-3 123	-8 257	-4 095

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene (Milliarder kroner)

	1996 1997 ²⁾														Uke i 1998													
	1-52	1-52	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	1-36										
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-90	-66	-0,40	-0,66	-0,82	-0,82	-0,81	-0,32	2,57	0,00	0,00	0,09	0,47	2,13	1,39	0,00	0,00	-17,55										
1. Spot	-90	-66	-0,40	-0,66	-0,82	-0,82	-0,81	-0,32	2,57	0,00	0,00	0,09	0,47	2,13	1,39	0,00	0,00	-17,55										
2. Termin	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00										
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																												
B. Utlandet¹⁾																												
1. Spot	-24	-61	-11,45	-2,41	12,30	-9,30	2,21	-3,77	-4,06	-0,16	-1,75	5,08	-3,08	-9,15	13,92	16,56	2,89	-15,29										
2. Termin	-11	-22	-6,25	-2,87	4,98	-0,20	-0,47	-5,97	-6,05	-0,06	4,34	5,99	-4,95	-4,16	-2,66	2,68	2,23	-19,28										
	-13	-39	-5,20	0,46	7,32	-9,10	2,68	2,20	1,99	-0,11	-6,09	-0,91	1,87	-4,99	16,58	13,88	0,66	3,99										
C. Norske sektorer, utenom bankene¹⁾																												
1. Spot	-66	3	5,69	3,47	-11,51	9,40	-2,73	4,05	7,62	-2,36	2,89	-0,55	4,32	8,69	-12,10	-24,51	1,03	-8,37										
2. Termin	-57	5	15,29	-2,03	-9,92	6,43	1,84	1,70	6,36	-4,15	4,97	-1,28	8,16	6,90	-2,16	-20,97	13,35	19,86										
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	-7	-6	-8,19	5,19	-5,64	4,62	-1,32	2,25	1,45	-0,90	-0,12	1,56	-3,57	0,72	-8,42	-8,07	-7,55	-13,12										
	-2	-8	-0,41	0,31	4,05	-1,65	-3,25	0,10	-0,19	2,69	-1,96	-0,83	-0,27	1,07	-1,52	4,53	-4,77	-15,11										
D. Annet	0	11	4,36	-1,71	-1,61	-0,91	-0,29	-0,60	-0,99	2,52	-1,16	-4,46	-0,76	2,62	-0,42	7,96	-3,92	6,13										
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta utlandet	1	4	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	3,21										
2. Kurstap spot, utlandet	-2	5	0,81	-1,59	1,74	0,88	-0,84	2,06	-0,86	-1,74	-0,12	-0,61	-0,12	0,58	2,12	10,15	-5,05	7,85										
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	0	1	1,39	1,81	-1,55	-1,88	0,77	-1,30	1,96	1,66	-0,75	-3,58	-0,20	2,80	-4,84	-3,24	1,65	-3,42										
4. Økning i bankenes totalposisjon	1	-6	2,07	-2,02	-1,89	-0,10	-0,31	-1,65	-2,18	2,51	-0,38	-0,36	-0,53	-0,85	2,21	0,96	-0,61	-1,51										
Spesifikasjon:																												
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																												
Netto NOK-fordringer på bankene	0	-12	0,34	-1,35	6,68	-0,27	1,56	-6,98	-3,61	0,40	3,42	6,32	-4,37	-3,66	-1,14	2,66	-1,91	-4,94										
VPS-registrerte aksjer	-9	9	-0,65	-0,12	0,25	-0,26	-1,00	-0,02	-0,18	0,21	-0,17	0,94	-0,13	-0,11	-1,45	0,53	1,02	-4,77										
VPS-registrerte obligasjoner	-5	-12	-5,76	-1,19	-1,60	0,33	-0,98	1,10	-1,94	0,03	0,79	-1,17	-0,26	-0,37	-0,15	-0,68	3,35	-12,81										
VPS-registrerte sertifikater	3	-7	-0,18	-0,21	-0,35	0,00	-0,05	-0,07	-0,32	-0,69	0,30	-0,10	-0,19	-0,02	0,08	0,17	-0,20	3,24										
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	-22	-6,25	-2,87	4,98	-0,20	-0,47	-5,97	-6,05	-0,05	4,34	5,99	-4,95	-4,16	-2,66	2,68	2,23	-19,28										
Merrio:																												
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-58	-10,34	5,74	2,29	-8,12	-1,43	1,60	3,03	5,85	-9,28	-4,10	-2,71	-1,28	4,00	8,05	-10,62	-29,19										

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

²⁾ Basert på tall fra bankstatistikken

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

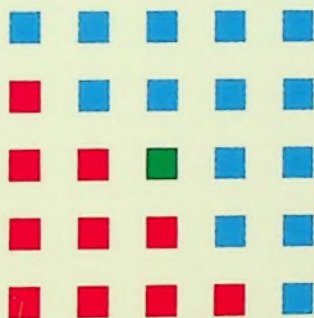
<i>Reg.nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 57 24 00		71 57 24 01

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nbllil n	61 25 99 44
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassectr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbum n	77 65 88 35
0633	Trondheim	Postboks 564, 7005 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbrth n	73 89 22 0
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 1313, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



Returadresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)