

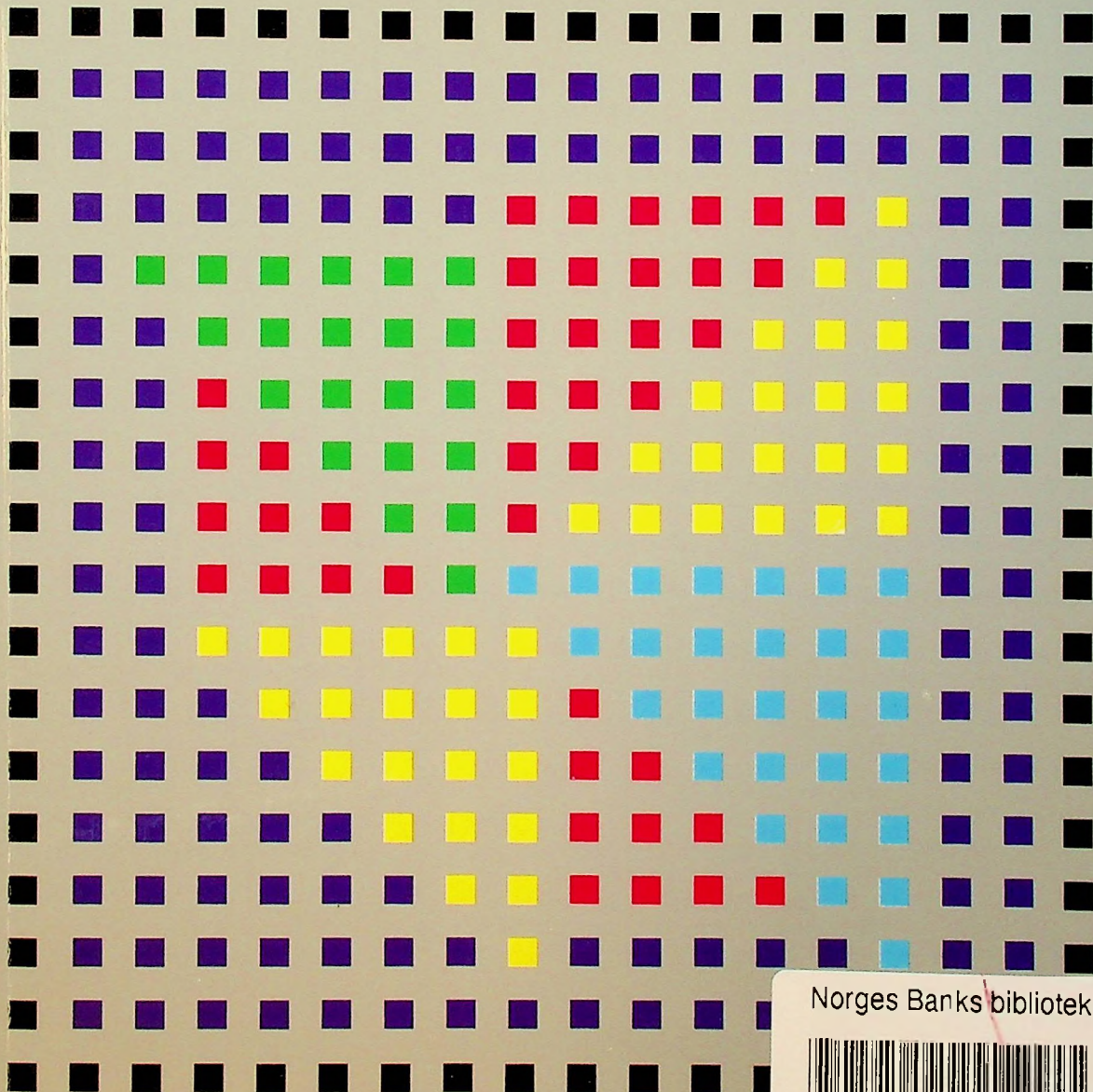
Penger og Kreditt 1998/1

ARBEID

NORGES BANKS
BIBLIOTEK



NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013298VPA

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.

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

- 3 Inn i himmelen?
Leder
- Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:**
- 4 **Inflasjonsrapport**
Temaer utdypet i egne rammer:
- 10 – Prisuutviklingen ved ulike forutsetninger om lønnsveksten
- 16 – Virkninger av oljeprisfallet
- 19 – Stor grad av samsvar mellom historisk lønnsvekst og modellert lønnsvekst i RIMINI
- 21 – Er husholdningene mindre utsatt for renteendringer nå enn på 1980-tallet?
- 25 **Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar**
- 38 **Internasjonal økonomisk utvikling**
Aktuell utdyping:
- 52 **Krisen i Øst-Asia**
Temaer utdypet i egne rammer:
- 41 – Går det mot deflasjon?
- 43 – Nye sammenhenger i amerikansk økonomi
- 47 – Budsjettutviklingen i EU-landene
- 55 – Asia og IMF – hengemyr eller lysning i skogen?
- 60 – Kan valutakriser forutsees?
- Artikkeldel:**
- 62 **Økonomiske perspektiver**
Sentralbanksjef Kjell Storviks årstale
- 78 **Kan teorier for spekulasjonsangrep forklare krisen i Øst-Asia?**
Øistein Røisland og Karsten Stæhr
- 82 **Den europeiske sentralbanken – organisering og pengepolitiske styring**
Anne Berit Christiansen
- 90 **Finansinstitusjonenes drift i 1997**
Robin R. Nilsen, Snorre Evjen og Inger Anne Nordal
- 106 **Utviklingen i husholdningenes finansielle stilling de siste ti år**
Marianne Isaachsen og Jan Tore Larsen
- 114 **Institusjonelle investorer**
Brit Fjogstad Selnes
- 125 **Databasen for finansiell kontroll og statistikk (FIKS) – et sentralt hjelpemiddel for statistikk og analyse**
Olav Stensrud
- 129 **Statspapirmarkedet i Norge**
Rune Hagemann Søvik
- 136 **Oppnådde staten gode vilkår ved auksjonene av norske sertifikater i perioden juli 1993 til februar 1998?**
Nina Langbraaten og Rune Hagemann Søvik
- Brev/uttalelser m.v. og tabellidel:**
- 143 **Endring i bestemmelsene om forsikringsselskapers plassering i aksjer – høringsuttalelse**
Norges Banks brev av 8. januar 1998 til Finansdepartementet
- 146 **Nyoppnevninger til Norges Banks hovedstyre og representantskap**
- 147 **Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 1. halvår 1998**
- 148 **Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene**
- 150 **Tabeller**

Redaksjonen avsluttet:

Kvartalsoversikten: 11. mars
 Artikler: 6. mars
 Tabelldelen: 9. mars

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 de neste to årene. Sentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger av situasjonen i en leder foran rapporten.

En konjunkturoppgang som den Norge er inne i, vil fortsette så lenge det er vekst i etterspørselen og så lenge det er ledige ressurser på tilbudssiden i økonomien. Hittil i oppgangen har sterk vekst i produksjonen vært mulig ved å trekke på store ledige ressurser både utenfor og i arbeidsmarkedet, uten at det har ført til overoppheting av økonomien.

Utviklingen de siste månedene reiser imidlertid spørsmålet om hvor lenge dette kan fortsette. I februar ble det registrert 21 000 ledige stillinger, og dette tallet er fordoblet i løpet av de siste 14 månedene. På toppen av forrige høykonjunktur - i mai 1987 - var det 27 000 registrerte arbeidsledige i Norge. Anslagene i denne inflasjonsrapporten innebærer en utvikling der ledigheten vil komme meget nær dette nivået ved utgangen av 1999. Det kan være grunn til å spørre om det vil være mulig å komme tilbake til de laveste ledighetsnivåene på 1980-tallet.

Lønns- og prisstigningen kan, på bakgrunn av presset i arbeidsmarkedet, også tenkes å tilta tidligere enn vi til nå har antatt. Skulle vi først ha kommet inn i en utvikling med tiltakende lønns- og prisstigning, vil det trolig kreve betydelige offer å snu utviklingen og gjenopprette kontrollen over situasjonen.

All erfaring tilsier at det ville være bedre å dempe konjunkturutslagene tidligere. Det er fortsatt mulig. Men da kommer vi ikke utenom en tilstramming i den økonomiske politikken.

Norges Bank er ikke alene om å påpeke dette. Den siste måneden har både OECD og IMF presentert sine vurderinger av norsk økonomi. Begge institusjonene konkluderer med at presset i økonomien er høyt og at den økonomiske politikken i øyeblikket ikke er tilstrekkelig stram til å hindre tiltakende lønns- og prisstigning. OECD og IMF anbefaler en snarlig innstramming av finanspolitikken. IMF legger vekt på at dette fortrinnsvis bør skje gjennom reduksjoner i offentlige utgifter fremfor en ytterligere økning i skatteinivået.

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

Kjell Storvik

1 SAMMENDRAG

2 NYTT SIDEN SIST

- 2.1 Prisutviklingen
- 2.2 Valutakurs- og renteutvikling og monetære størrelser
- 2.3 Den realøkonomiske utviklingen

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

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

Utdyping

- Prisutviklingen ved ulike forutsetninger om lønnsveksten

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 oljeprisfallet
- Stor grad av samsvar mellom historisk lønnsvekst og modellert lønnsvekst i RIMINI
- Er husholdningene mindre utsatt for renteendringer nå enn på 1980-tallet?

Redaksjonen avsluttet 11. mars 1998

1 SAMMENDRAG

Norges Bank anslår konsumprisveksten til 2¾ prosent i 1998 og 3 prosent i 1999. Anslaget er uendret fra forrige inflasjonsrapport.

Krisen i Asia har medført lavere råvarepriser internasjonalt, noe som har bidratt til dempet prisvekst hos våre handelspartnere og lavere priser på importerte varer til Norge. Virkningen på norsk inflasjon er imidlertid blitt utliknet av at kronen har fortsatt å svekke seg gjennom årets første måneder.

Prisveksten i januar og februar var lavere enn ventet, først og fremst som følge av at prisene under sesongsalget i år var betydelig lavere enn i fjor. Isolert sett trekker et lavere inngangsnivå for konsumprisindeksen prisvekstanslaget ned. På den annen side vil et sterkere press i arbeidsmarkedet og en viss oppjustering av veksten i samlet etterspørsel ventelig bidra til økt prisvekst gjennom 1998. Alt i alt er anslaget for inflasjon uendret fra forrige inflasjonsrapport. Ser vi bort fra avgifter og strømpriser, anslår vi underliggende inflasjon til 2½ prosent i år og 3 prosent neste år.

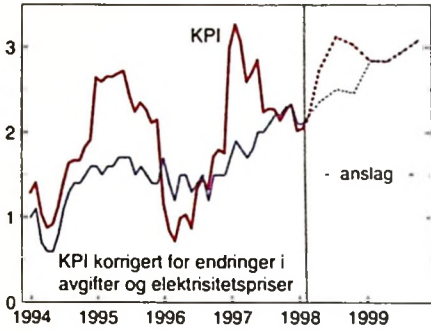
Samlet sett er innenlandsk etterspørsel noe oppjustert i denne inflasjonsrapporten, i stor grad som følge av at anslaget for oljeinvesteringene er betydelig høyere enn i forrige rapport. Dette vil gi en ekstra etterspørselsstimulans mot Fastlands-Norge, til tross for at en økende andel av oljeinvesteringene retter seg mot import. Noe lavere eksportvekst som følge av ringvirkningene av Asia-krisen er ikke tilstrekkelig til å endre dette bildet.

Lønnsveksten i fjor ble høyere enn tidligere anslått, noe som trolig kan tilskrives høyere lønnsglidning enn forventet mot slutten av året. Siden forrige inflasjonsrapport har presset i arbeidsmarkedet fortsatt å øke, blant annet reflektert ved et markert fall i arbeidsledigheten i januar og februar. Ledigheten er nå på samme nivå som ved inngangen til 1985, og antallet ledige plasser er fordoblet på 14 måneder. Anslagene i denne rapporten peker i retning av at knappheten på arbeidskraft stadig blir større og at fallet i ledigheten fortsetter gjennom året.

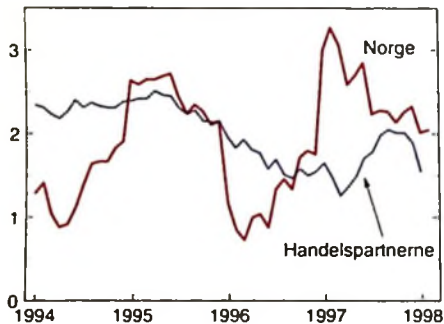
Basert på det erfaringsgrunnlaget som er nedfelt i RIMINI-modellen, anslås lønnsveksten til 5¼ prosent i gjennomsnitt for 1998. Dette er ¼ prosentpoeng høyere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport. Oppjusteringen skyldes utviklingen i arbeidsmarkedet og noe høyere vekst i innenlandsk etterspørsel enn tidligere anslått. Om de modellbaserte lønnsanslagene realiseres, vil prisstigningen i Norge kunne ligge noe høyere enn hos våre handelspartnere de nærmeste årene.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI).

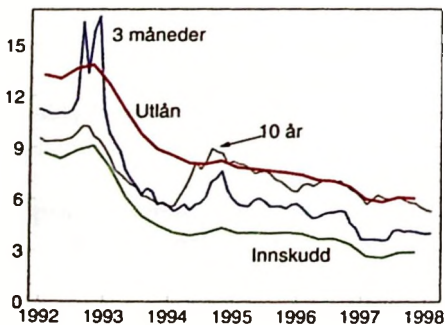
Totalt og eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Historiske tall og anslag. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Konsumprisene i Norge og utlandet. Tolv månedersvekst. Prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 2.3 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, tremåneders eurokronerente og tiårs statsobligasjonsrente

Kilde: Norges Bank

2.1 Prisutviklingen

Noe svakere prisvekst ved inngangen til året, men totalt sett uendret prisanslag for 1998

Konsumprisene økte i gjennomsnitt med 2,6 prosent i 1997, mens den underliggende prisveksten, der en utelater avgifter og strømpriser, viste en gjennomsnittlig vekst på 2,0 prosent. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen 2,0 prosent. Prisveksten de første to månedene i år var lavere enn den banen som lå til grunn for vårt anslag i forrige inflasjonsrapport. Dette skyldes i første rekke uventet lave priser under sesongsalget på klær og skotøy og fallende bensinpriser. Den omfattende prisnedgangen må trolig ses i sammenheng med en mild vinter og at omsetningen før jul ble noe lavere enn handelsnæringen hadde forventet. Vi antar at nedgangen i prisene på klær og skotøy er midlertidig, og at konsumprisveksten vil ta seg opp når vintersalget er over.

Korrigeret for avgiftsendringer og strømpriser, var prisveksten 2,1 prosent i februar. Den underliggende prisveksten viste en stigende tendens gjennom fjoråret, men flatet ut de to første månedene i år. De siste tolv månedene er det særlig prisveksten på husleie og tjenester som har vist en oppadgående trend, mens prisveksten på varer har vært stabil. Veksten i importprisene var moderat det siste året, og gjenspeiler både lav prisvekst hos våre handelspartnere og en sterk kronekurs gjennom fjoråret.

Ifølge EUs harmoniserte konsumprisindeks, som korrigerer for ulike beregningsmetoder og vektgrunnlag, er prisstigningen i Norge fortsatt noe høyere enn i EU-landene. Den harmoniserte indeksen viste en oppgang på 1,3 prosent de siste tolv månedene fram til januar i år i EU-landene, mens den tilsvarende indeksen for Norge økte med 1,6 prosent.

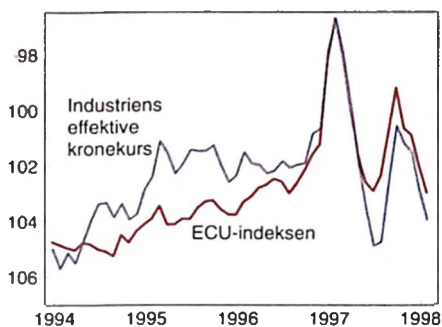
Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslo i januar årslønnsveksten til 4¼ prosent i 1997. Dette lønnsbegrepet brukes i tarifforhandlingene og omfatter ikke overtid. Senere har Statistisk sentralbyrå anslått lønnsveksten pr. normalårsverk, som omfatter overtid, til 4,6 prosent i fjor. Dette tallet er basert på et noe bredere utvalg av lønnsdata, noe som indikerer at anslaget fra TBU vil bli oppjustert.

2.2 Valutakurs- og renteutvikling og monetære størrelser

Svirket valutakurs og stabile renter

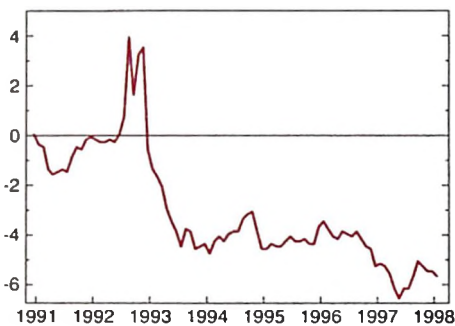
Siden forrige inflasjonsrapport har de kortsiktige pengemarkedsrentene i en del europeiske land falt, mens de norske

Figur 2.4 ECU-indeksen og industriens effektive kronekurs. Stigende kurve innebærer appresiering



Kilde: Norges Bank

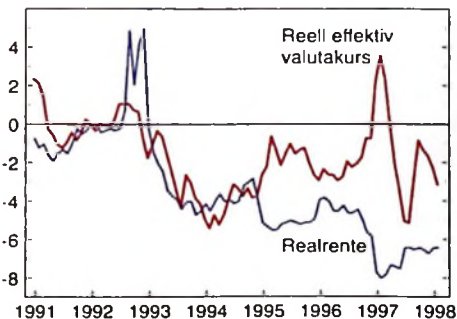
Figur 2.5 Norges Banks monetære indeks (MCI). Januar 1992=0



Ved aggregering er realrente gitt vekt $\frac{3}{4}$ og reell effektiv valutakurs vekt $\frac{1}{4}$.

Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Komponentene i MCI. Januar 1992=0



Kilde: Norges Bank

rentene har økt noe. Den norske renten er fortsatt lavere enn ECU-renten, men avstanden er redusert fra 0,8 til 0,4 prosentpoeng. Det europeiske rentefallet må ses i sammenheng med konvergens i rentene fram mot tredje fase av ØMU. Trolig har også utviklingen i Asia bidratt til å dempe presset i retning av stigende renter både i USA og Europa.

Tremåneders eurokronerente steg til 4 prosent da Norges Bank hevet norske signalrenter sommeren 1997. Gjennom andre halvår i fjor falt rentene noe, men har siden januar i år tatt seg opp igjen, og tremånedersrenten ligger nå i overkant av 4 prosent. Etter at bankene relativt raskt tilpasset seg renteøkningen i fjor sommer, har rentene som publikum står overfor vært forholdsvis stabile det siste halve året. Utlånsrentene er fortsatt 0,7 prosentpoeng lavere enn ved inngangen til 1997.

Kronen har svekket seg med 2 prosent målt mot ECU-indeksen siden forrige inflasjonsrapport. På grunn av dollarens appresiering den senere tid har industriens effektive kronekurs svekket seg noe mer, med i underkant av 3 prosent. En mulig forklaring bak den svake kronekursen den siste tiden er det kraftige fallet i oljeprisen, som den siste måneden har ligget knapt 30 prosent lavere enn gjennomsnittet for 1997. I tillegg kan usikkerhet om det forestående lønnsoppgjøret ha virket inn.

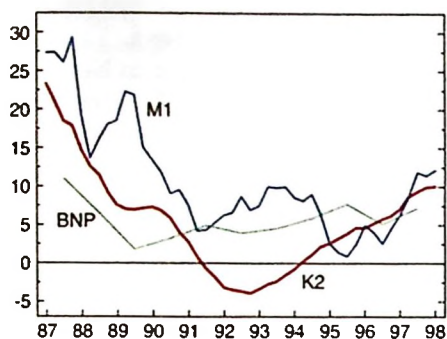
Norges Banks monetære indeks (MCI) sammenfatter virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innenlandsk etterspørsel. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutakursforholdene virker i mer ekspansiv retning på økonomien. Siden begynnelsen av 1996 har pengepolitikken, målt ved MCI, virket ekspansivt på økonomien. Svekkelsen av kronekursen siden forrige inflasjonsrapport har til en viss grad forsterket den ekspansive virkningen av pengepolitikken.

Den ekspansive pengepolitikken reflekteres også ved at pengeaggregater og kredittetterspørsel fortsatt vokser klart sterkere enn nominelt BNP for Fastlands-Norge. Publikums innenlandske bruttogjeld (K2) har stort sett vist økende veksttakt siden 1992, og gikk opp med vel 10 prosent siste tolv måneder fram til utgangen av januar. Den sterke kredittveksten bidrar trolig til å forsterke presset i norsk økonomi.

En oppsplitting av kreditten på de enkelte låntakersektorene viser at det er de ikke-finansielle foretakene som står for den kraftigste gjeldsøkningen. Tolv månedersveksten i disse foretakenes innenlandske gjeld var ved utgangen av fjoråret om lag 18 prosent. Husholdningenes innenlandske gjeld viser tiltakende vekst, og målt ved tolv månedersraten var veksten 8 prosent ved utgangen av fjoråret.

Veksten i den registrerte pengemengden (M2) falt noe gjennom siste kvartal i 1997, men tok seg sterkt opp i januar. Tolv månedersveksten var i januar 8,1 prosent, hvilket er den sterkeste vekstraten siden sommeren 1992. Fordelt

Figur 2.7 Innenlandsk kreditt i alt (K2), pengemengden (M1) og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra samme periode året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på tilførselskilder bidrog sentralmyndighetenes inntektsoverskudd til å redusere pengemengdeveksten det siste året, mens utlån fra bankene var den dominerende kilden til økningen. Veksten i den snevre pengemengden M1 (M2 fratrukket tidsinnskuddene) har vært sterk det siste året, og i januar var tolv månedersveksten i dette pengemengdeaggregatet 12,6 prosent. Dette er betydelig høyere enn den nominelle BNP-veksten, og også høyere enn økningen i M2.

2.3 Den realøkonomiske utviklingen

Etterspørselsveksten sterkere enn tidligere antatt

Løpende informasjon om realøkonomien bekrefter bildet av et høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi, og det er ingen tegn til avmatning i innværende år.

Produksjonsveksten var sterkere gjennom 1997 enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Totalt økte BNP for Fastlands-Norge med nesten 4 prosent fra 1996 til 1997, ifølge foreløpige tall fra det kvartalsvise nasjonalregnskapet.

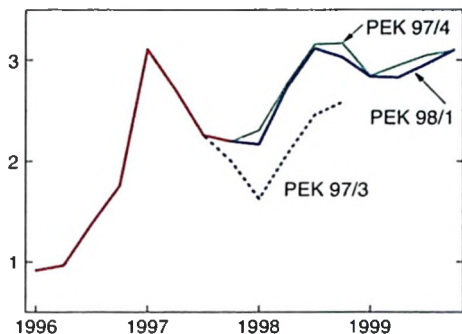
Privat konsum økte derimot mindre enn tidligere lagt til grunn. Vare- og tjenestekonsumet steg med 2,6 prosent fra 1996 til 1997, men sterk økning i husholdningenes feriekonsum trakk veksten i privat konsum totalt opp til 3 prosent. Dette var om lag på linje med inntektsveksten. Den forholdsvis moderate utviklingen i forbruket kan henge sammen med at husholdningene i noen grad har prioritert boliginvesteringer, som vokste med 9 prosent gjennom fjoråret, fremfor konsum.

Oljeinvesteringene er kraftig oppjustert både i år og neste år. Forutsatt at omtrent halvparten av oppjusteringen retter seg mot innenlandsk produksjon, vil BNP-veksten for Fastlands-Norge kunne bli $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentpoeng høyere i 1998 enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Presset i arbeidsmarkedet tiltok gjennom 1997 og utviklingen hittil i år indikerer at presset forsterkes ytterligere. Sysselsettingen økte med 62 000 personer, eller 2,9 prosent, fra 1996 til 1997. Veksten var særlig sterk innenfor bygge- og anleggsbransjen og i tjenesteytende næringer. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) for fjerde kvartal i fjor viser at ledighetsraten falt med 0,8 prosentpoeng fra året før, til 4,1 prosent i gjennomsnitt for 1997. Vi anslo i forrige inflasjonsrapport at ledighetsraten ifølge AKU ville gå ned til $3\frac{3}{4}$ prosent i gjennomsnitt for 1998. Utviklingen i den registrerte ledigheten så langt i år gir ikke grunnlag for å endre dette anslaget. Presset i arbeidsmarkedet bekreftes ved at det i februar var registrert 21 000 ledige plasser ved arbeidskontorene. Dette var en fordobling siden høsten 1996, og er det høyeste tallet som noen gang er registrert.

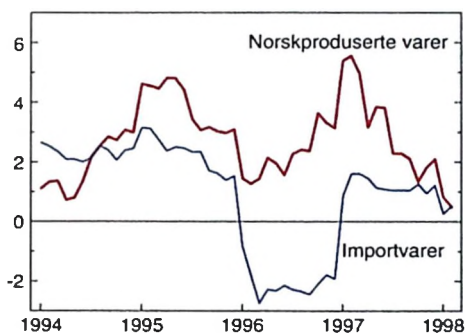
3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

Figur 3.1 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Konsumprisene. Norskproduerte varer og importerte varer. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.1 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra forrige år

	1997	1998	1999
USA	2 ¼	2	2 ¼
Japan	1 ¾	¾	¾
Tyskland	1 ¾	2	2 ¼
Storbritannia	3	3	2 ¾
Sverige	1	2	2 ½
Finland	1 ¼	2 ¼	2 ½
Danmark	2 ¼	2 ½	2 ½
Norges handelspartnere	2	2	2 ¼
EU-12-landene ¹⁾	2	2	2 ¼

¹⁾ Sammenveid med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank

3.1 Norges Banks inflasjonsanslag

Gjennomsnittlig prisvekst anslås til 2¾ prosent i 1998 og 3 prosent i 1999. Anslagene er uendret siden forrige inflasjonsrapport. Avgiftsøkninger bidrar isolert sett til å trekke opp konsumprisveksten i år med nesten 0,4 prosentpoeng. Strømprisene har så langt i år vært vesentlig lavere enn i samme periode i fjor og trekker isolert sett konsumprisveksten noe ned i år.

Korrigert for endringer i avgifter og strømpriser, anslås den underliggende prisveksten å øke fra 2½ prosent i 1998 til 3 prosent i 1999. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn at avgiftene i 1999 justeres i takt med den generelle prisveksten og dermed ikke gir noe selvstendig bidrag til prisveksten neste år.

Lave prisimpulser fra utlandet motvirkes av svakere krone

Utviklingen i Asia har ført til lavere etterspørsel mot resten av verden og dermed noe lavere vekstutsikter i Europa og i USA. Prisveksten hos handelspartnerne anslås nå til 2 prosent i år og 2¾ prosent neste år. Dette er noe lavere anslag enn i forrige rapport. Bak denne nedjusteringen ligger også et uventet stort fall i de internasjonale råvareprisene som har kommet i kjølvannet av Asia-krisen. Forandringer i globale værforhold som følge av midlertidige endringer av havstrømmene i Stillehavet (El Niño) kan også ha virket inn. Fallet i råvareprisene har ført til at prisene på tradisjonell vareimport til Norge regnet i fremmed valuta er betydelig nedjustert.

Dette er imidlertid blitt motvirket av at kronen har fortsatt å svekke seg gjennom årets første måneder. Importveid kronekurs er nå 2,8 prosent svakere enn i desember. Som en teknisk forutsetning legger vi som vanlig til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået den siste måneden fremføres ut prognoseperioden. Dette innebærer en svekkelse av den norske kronen på i gjennomsnitt 2¾ prosent fra 1997 til 1998.

I sum venter vi at den importerte prisstigningen er om lag uendret fra forrige rapport. Prisveksten på tradisjonelle importvarer anslås til 1 prosent i år og 1½ prosent neste år. Dette innebærer likevel at impulsen fra importprisene mot innenlandsk inflasjon fremover blir noe høyere enn vi har sett de senere årene.

Strammere arbeidsmarked og noe høyere lønnsvekst

De siste årene har arbeidsmarkedet vært preget av sterk vekst i sysselsettingen, høy tilstrømming til arbeidsstyrken og et jevnt fall i ledigheten. Det er imidlertid enkelte trekk i

arbeidsmarkedet som tyder på at det nå blir vanskeligere å fortsette den balanserte utviklingen. Gjennom det siste året har fallet i ledigheten skutt fart, samtidig som det har vært en kraftig økning i ledige stillinger.

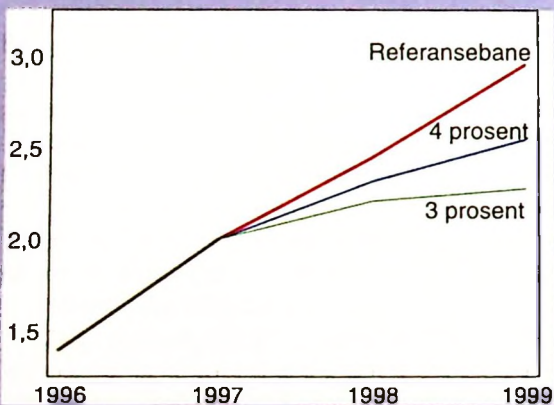
Lønnsveksten gjennom fjoråret ble litt høyere enn ventet, trolig fordi vi undervurderte lønnsglidningen mot slutten av året. Vi går dermed inn i 1998 med noe høyere lønnsvekst enn vi tidligere så for oss. Fallende råvarepriser kan riktignok virke dempende på lønnsomheten i deler av industrien, men dette vil erfaringsmessig først gjøre seg gjeldende etter ett til to år.

Vi anslår nå samlet lønnsvekst til 5¼ prosent i år, som er ¼ prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Anslaget for lønnsveksten innebærer at prisimpulsen fra arbeidsmarkedet øker marginalt sammenliknet med forrige inflasjonsrapport. I en egen ramme har vi sett på prisutviklingen ved ulike forutsetninger om lønnsveksten. En nærmere drøfting av arbeidsmarkedet og lønnsveksten er gitt i kapittel 4.

Prisutviklingen ved ulike forutsetninger om lønnsveksten

Anslagene i denne rapporten tyder på at inflasjonen kan være i ferd med å ta seg opp i Norge. Prisstigningstakten er foreløpig nokså moderat, men også i våre konkurrentland er inflasjonen i dag langt lavere enn vi er vant til

Punktanslag for årlig underliggende inflasjon ved ulike forutsetninger om lønnsveksten.



I referansebanen er lønnsveksten 5¼ prosent i år og 6 prosent neste år. Skiftalternativene er basert på at lønnsveksten blir henholdsvis 4 prosent både i 1998 og i 1999 og 3 prosent både i 1998 og i 1999.

Kilde: Norges Bank

fra 1970- og 1980-årene. Hittil på 1990-tallet har prisveksten i Norge vært moderat først og fremst som følge av lav internasjonal prisstigning, forholdsvis stabil valutakurs og moderate lønnsstillegg.

I denne rapporten peker vi på at presset i norsk økonomi er økende og at verken pengepolitikken eller finanspolitikken i øyeblikket virker særlig dempende på utviklingen. Basert på erfaringer for de økonomiske sammenhengene i norsk økonomi, venter vi derfor at den underliggende konsumprisveksten (KPI justert for avgifter og strømpriser) tar seg opp til 2½ prosent i år og 3 prosent neste år. Dette bildet er basert på en lønnsvekst på 5¼ prosent i 1998 og 6 prosent i 1999.

En lavere lønnsvekst ville i noen grad bidra til å dempe inflasjonsutviklingen på kort sikt. Figuren er basert på sammenhengene i RIMINI-modellen og viser årlig konsumprisvekst i 1998 og 1999 med ulike forutsetninger om lønnsveksten i disse to årene. Ifølge disse anslagene vil en lønnsvekst på mellom 3 og 4 prosent både i år og neste år - alt annet likt - bidra til å stabilisere den underliggende inflasjonen under 2½ prosent.

Variable strømpriser

Ustabile nedbørsforhold bidrog til at strømprisene var svært høye i fjor vinter. Etter hvert som vannsituasjonen i kraftmagasinene ble normalisert, falt prisene på kraft gjennom fjoråret.

Ved inngangen til mars i år var fyllingsgraden i kraftmagasinene marginalt høyere enn det som er normalt for årstiden. På den annen side har vi de siste årene sett en forholdsvis sterk vekst i etterspørselen etter strøm. Samlet sett legger vi til grunn at strømprisene heretter utvikler seg i takt med det generelle prisnivået. Men som følge av utviklingen gjennom 1997, vil strømprisene fortsatt gi et negativt bidrag til tolv månedersveksten i konsumprisene de nærmeste månedene, og deretter et positivt bidrag i siste halvdel av året.

Husleiene øker i takt med det generelle prisnivået

Økende press i boligmarkedet sammen med en utflating av rentene etter flere år med fall, bidrog til at husleiene i fjor økte mer enn i de tre foregående årene. Vi forutsetter at husleiene i perioden fremover vil øke i takt med det generelle prisnivået.

3.2 Inflasjonsforventninger

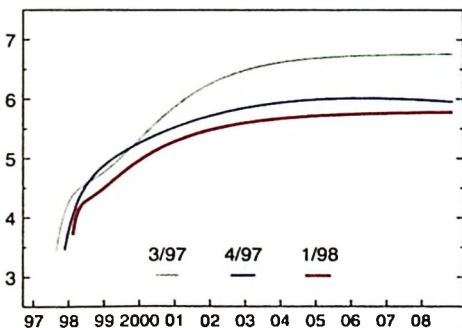
Små endringer i inflasjonsforventningene i forhold til forrige rapport

Tall fra Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer indikerer at bedriftene venter økte priser neste kvartal. Ifølge konjunkturbarometeret fra fjerde kvartal oppgav 31 prosent av bedriftene at de venter prisøkning i første kvartal i år for produkter levert til hjemmemarkedet. Andelen som venter økte priser neste kvartal har økt siden sist.

Markedsaktørenes forventninger om fremtidige kortsiktige renter avspeiles i terminrentekurven i penge- og valuta-markedene. Terminrentene kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon. På kort sikt kan inflasjonen antas å være gitt slik at terminrentekurven domineres av forventninger om Norges Banks administrerte renter, som igjen er påvirket av forventninger om utviklingen i kronekursen. Figur 3.3 indikerer at det forventes høyere signalrenter i løpet av det kommende året, men den forventede økningen er mindre nå enn ved forrige inflasjonsrapport.

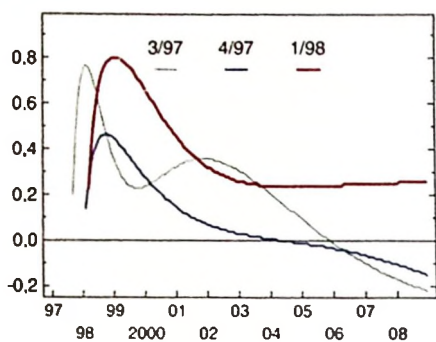
Terminrentene på mellomlang sikt påvirkes dels av forventninger om signalrentene og dels av inflasjonsforventninger. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrentene på mellomlang sikt falt svakt. Fallet i terminrenter på både kort og mellomlang sikt har blant annet sammenheng med en nedjustering av renteforventninger internasjonalt som følge av urolighetene i de finansielle markedene i Asia. Sammen-

Figur 3.3 Terminrenter i Norge.
Forventede kortsiktige renter.
Prosent



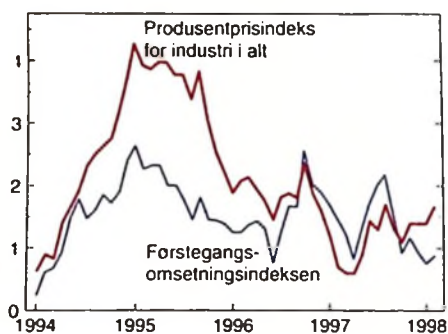
Kilde: Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Engros- og produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	1998	1999
Finansdepartementet	2½	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	2,6
OECD ²⁾	2,8	3,1
IMF	2,5	-
Norges Bank	2¾	3
Private institusjoner ³⁾		
høyeste anslag	3,3	3,7
gjennomsnitt	2,8	3,0
laveste anslag	2,4	2,7

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 13 private institusjoner for 1998 og 12 private institusjoner for 1999

likner vi norske og tyske terminrenter på kort og mellomlang sikt, ser vi imidlertid at de norske terminrentene har falt mindre enn de tyske. Høyere inflasjonsforventninger i Norge enn i Tyskland for de nærmeste årene kan blant annet forklares med at de to økonomiene er på forskjellige stadier i konjunktursyklusen.

Terminrentene på lang sikt gjenspeiler hvordan markedsaktørenes tillit til den økonomiske politikken utvikler seg. Men siden langsiktige obligasjonsrenter er sterkt påvirket av internasjonale trender, kan det være mest relevant å se på utviklingen i terminrentedifferansene mot for eksempel Tyskland. Figur 3.4 viser at differansen mellom norske og tyske terminrenter på lang sikt har økt siden forrige rapport. Figuren antyder lavere tillit til at den norske økonomiske politikken er innrettet mot å følge prisutviklingen i Europa.

Informasjon om den fremtidige konsumprisveksten finner vi også i prisutviklingen på produsent- og engrosleddet. Industriens produsentpriser har vist en moderat utvikling det siste året med en prisvekst på varer produsert for hjemmemarkedet på 1,7 prosent, jf. figur 3.5. De siste månedene har veksten i engrosprisene vist en fallende tendens. I februar økte disse prisene med i underkant av 1 prosent sammenliknet med samme måned i fjor.

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 13 private institusjoner. Gjennomsnittlig forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,8 prosent i 1998 og 3,0 prosent i 1999, jf. tabell 3.2.

Samlet sett antyder indikatoren ovenfor små endringer i prisforventningene i år og neste år sammenliknet med forrige kvartal.

3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Moderat inflasjon i januar og februar gjør konsumprisanslaget usikkert

Anslagene i denne rapporten er beregnet med utgangspunkt i vår makroøkonometriske modell RIMINI. Skulle utviklingen i sentrale variable bli annerledes enn forutsatt, vil prisutviklingen kunne få et annet forløp. Inflasjonsanslaget for 1998 samlet er denne gang noe mer usikkert enn vanlig, særlig på grunn av uventet lav prisvekst i årets to første måneder. Skulle de faktorene som har bidratt til moderat prisvekst i januar og februar vedvare de nærmeste månedene, kan det komme til å trekke årsanslaget på konsumprisveksten noe ned. Det er flere forhold som for tiden virker dempende på prisveksten:

- Det er betydelig usikkerhet om de indirekte prisvirkningene av Asia-krisen. Krisen har medført lavere råvarepriser internasjonalt, noe som har bidratt til dempet prisvekst hos våre handelspartnere og lavere priser på importerte varer til Norge. Hittil er dette blitt motvirket av en

- svakere norsk krone. En kan imidlertid ikke utelukke at det internasjonale prisfallet vil få sterkere gjennomslag til norsk økonomi enn vi har lagt til grunn. Spesielt vil lavere bensinpriser, slik vi så tegn til i februar, kunne få en betydelig dempende virkning på konsumprisveksten.
- Den lave konsumprisveksten i januar og februar kan i stor grad tilskrives salg på sesongvarer. Prisnedgangen på sesongvarer var større enn i fjor, da prisfallet var lavere enn normalt. Salget i år kan trolig delvis tilskrives lav etterspørsel som følge av den milde vinteren og kanskje også lavere omsetning enn ventet før jul. En kan derfor ikke utelukke at prisene på sesongvarer vil holde seg lave også i de kommende månedene.

Enkelte underliggende tilbuds- og etterspørselsforhold i økonomien kan imidlertid utlikne punktene over og eventuelt peke i retning av høyere prisvekst enn anslått:

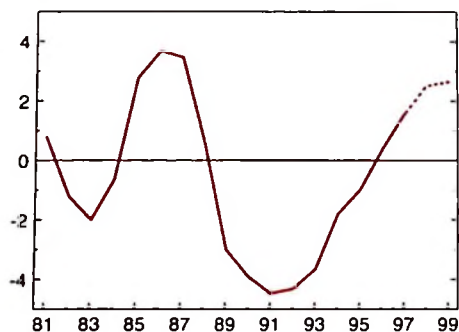
- Lønnsveksten gjennom fjoråret ble høyere enn ventet, trolig som følge av økt lønnsglidning i siste halvår. Dette kan innebære at vi har undervurdert virkningen av stramheten i arbeidsmarkedet. Raskt fallende ledighet og kraftig økning i ledige stillinger reiser spørsmål om reservene i arbeidsmarkedet er i ferd med å bli uttømt. Etter en periode med relativt høy ledighet kan det vise seg krevene å komme ned på de laveste ledighetstallene fra 1980-tallet igjen. Slike eventuelle beskrankninger på tilbudssiden i økonomien vil kunne lede til lavere produktjonsvekst og høyere lønnsvekst enn vi ser for oss i vår referansebane.
- Det er betydelig usikkerhet knyttet til hvordan tidligpensjonsordninger, eventuelle etterutdanningsreformer og kontantstøtte til småbarnsforeldre vil slå ut i arbeidstilbudet de nærmeste årene. Så langt ser det ut til at flere enn ventet har benyttet seg av AFP-ordningen. En eventuell reduksjon i arbeidsstyrken som følge av slike reformer kan øke presset i arbeidsmarkedet mer enn forutsatt. Innføringen av slike ordninger vil kunne ha visse likhetstrekk med arbeidstidsforkortelsen i 1987, både når det gjelder tidspunktet i konjunkturforløpet og virkningen på arbeidsmarkedet.
- Konjunkturbarometeret for fjerde kvartal fra Statistisk sentralbyrå indikerer at mange bransjer har kapasitetsproblemer, spesielt innenfor innsatsvareproduserende industri, som omfatter de tradisjonelle eksportnæringene. Vi kan ha overvurdert kapasiteten i disse bransjene.

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

	1997	1998	1999
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4.0	3 ¼	3 ¼
Privat konsum	3.1	4	4 ¼
Offentlig konsum	2.5	2	2 ½
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	9.2	5 ¼	0
Realinvesteringer i oljeutvinning og rørtransport	24.7	15	-13
Eksporert	4.1	7 ¼	4 ¼
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	2.2	12 ½	6 ½
Tradisjonelle varer	9.1	5 ¼	4
Import	11.9	5 ¼	2
Tradisjonelle varer	9.1	5 ¼	2 ¼
BNP	3.5	5 ¼	3 ¼
BNP, Fastlands-Norge	3.9	3 ¼	2 ½

Kilde: Norges Bank

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



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen

Fortsatt høy vekst de neste to årene

I denne rapporten gir vi anslag fram til og med utgangen av 1999. Siden forrige rapport er anslagene for oljeinvesteringene oppjustert kraftig. Dette bidrar til økt etterspørsel fra Fastlands-Norge, men også til økt import. Samtidig har vi som følge av krisen i Asia nedjustert anslaget for eksportveksten noe. Samlet sett vurderer vi likevel presset mot produksjonsressursene som noe større enn vi gjorde i forrige inflasjonsrapport.

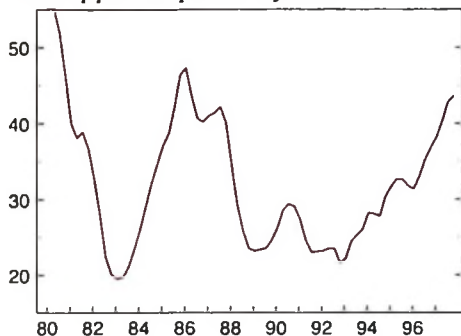
Produksjonsveksten ble sterkere enn antatt i fjor. Foreløpige tall fra nasjonalregnskapet viser at BNP for Fastlands-Norge vokste med 3,9 prosent fra 1996 til 1997. Dette var høyere enn det kvartalsvise regnskapet gjennom året indikerte, men mer i tråd med den sterke sysselsettingsveksten i fjor.

Vi ser for oss fortsatt høy etterspørselsvekst i 1998 og 1999. Samlet anslår vi nå en vekst i BNP for Fastlands-Norge i år på 3¼ prosent, ½ prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Vi anslår at AKU-ledigheten blir redusert til 3¼ prosent. Veksten ser ut til å kunne avta i 1999. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med 2½ prosent, mens AKU-ledigheten kan komme ned mot 2¾ prosent. Figur 4.1 indikerer at potensialet for ytterligere produksjonsvekst utover den langsiktige trendveksten er redusert. I henhold til konjunkturbarometeret til Statistisk sentralbyrå, jf. figur 4.2, synes det å være økende kapasitetsproblemer i industrien.

Konsumveksten i husholdningene anslås til rundt 4 prosent i år og neste år, målt i faste priser. Den høye konsumveksten er om lag på linje med veksten i husholdningenes realdisponible inntekt. Det er da lagt til grunn at økte overføringer til pensjonister og småbarnsforeldre, i tråd med Stortingsvedtaket sist høst, bidrar til å trekke inntektsveksten opp. Dersom husholdningene betrakter inntektsveksten i år og neste år som midlertidig, kan det tilsi en økning i spareraten. På den annen side vil økt boligformue erfaringsmessig trekke i motsatt retning. Det er grunn til å tro at begge disse effektene kan gjøre seg gjeldende, slik at spareraten samlet sett blir om lag uendret fra 1997 til 1999.

Vanligvis vil man vente at bedriftene øker sine investeringer relativt tidlig i konjunkturforløpet, slik at investeringsveksten i den konjunkturfase vi nå er inne i, gir et mindre bidrag til samlet produksjonsvekst. Etter relativt høy investeringsvekst de fire siste årene er realinvesteringene kommet opp på et høyt nivå i forhold til bedriftenes inntekter. Vi anslår derfor en mer moderat investeringsvekst blant bedriftene i Fastlands-Norge inneværende år og et lite fall neste år.

Figur 4.2 Indikator for ressursknapphet i industrien ifølge konjunkturbarometeret. Prosent av bedrifter som opplever produksjonsskanker



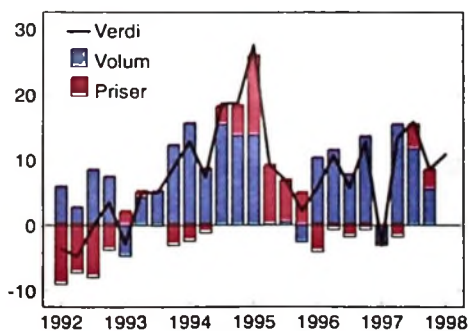
Indikatoren summerer den prosentvise andelen av bedrifter som oppgir å stå overfor begrensninger på grunn av enten full kapasitetsutnyttning, mangel på arbeidskraft eller mangel på innsatsvarer. Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	1997	1998	1999
USA	3 ¼	2 ½	2
Japan	1	¼	1
Tyskland	2 ¼	2 ½	2 ¾
Storbritannia	3 ¼	2 ¼	2
Sverige	2	2 ¾	2 ¾
Finland	5 ½	3 ½	3
Danmark	1) 3	3	2 ½
Norges handelspartnere	2 ¾	2 ½	2 ½

1) Vektet med eksportvekter
Kilde: Norges Bank

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



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i første kvartal i forhold til samme periode i fjor
Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien

Lavere vekst internasjonalt som følge av Asia-krisen

Vi forventer at BNP-veksten hos våre handelspartnere blir 2½ prosent både i år og neste år. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport innebærer dette en nedjustering på ¼ prosentpoeng i 1998. Årsaken til nedjusteringen er ringvirkningene av krisen i Asia gjennom tap av konkurransevne og lavere eksport til landene som er direkte berørt. Av de store industrilandene er det særlig Japan som rammes.

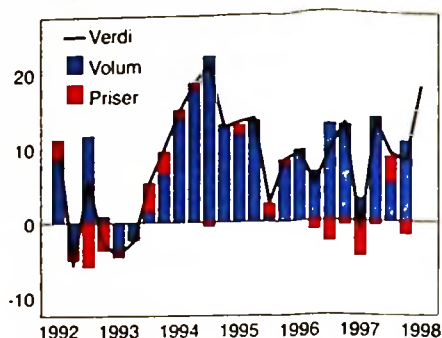
De siste årene har den tradisjonelle vareeksporten i Norge utviklet seg sterkere enn den økonomiske utviklingen hos våre handelspartnere isolert sett skulle tilsi. I 1997 var volumveksten 7,4 prosent, etter en vekst på over 10 prosent i 1996. I fjor var det først og fremst eksport til Europa og USA som bidrog til veksten, mens utviklingen i 1996 var karakterisert av sterk vekst i eksporten til blant annet asiatiske land. Eksporten til de kriserammede nyindustrialiserte økonomiene i Asia utgjør bare rundt 3 prosent av total eksportverdi fra Norge. Den lave andelen innebærer at de direkte effektene for norsk eksport av krisen i Asia trolig vil være nokså små.

Etter flere år med sterk vekst, forventer vi en viss avmatning av veksten i USA og Storbritannia, mens den økonomiske aktiviteten ventes å ta seg noe opp i Tyskland og Frankrike. Selv om den siste tidens depresiering av kronen gir norsk eksport et prismessig fortrinn, legger vi samlet til grunn en noe svakere eksportvekst enn i forrige inflasjonsrapport, først og fremst som følge av ringvirkningene av krisen i Asia. Vi anslår veksten i tradisjonell vareeksport til 5¼ prosent inneværende år og 4 prosent neste år.

Den tradisjonelle vareimporten økte med i overkant av 9 prosent i 1997. Fortsatt sterk vekst i innenlandsk etterspørsel vil bidra til å holde importveksten på et høyt nivå, men vi forventer en viss nedgang i veksttaket i perioden fremover. Lavere eksportvekst tilsier også en nedgang i importveksten, fordi deler av norsk eksport har et høyt innhold av importerte råvarer. I motsatt retning trekker oppjusteringen av anslagene for oljeinvesteringene, hvor importinnholdet antas å være økende. Samlet venter vi at den tradisjonelle importen vil øke med 5¼ prosent inneværende år og 2¼ prosent i 1999.

Prisene på tradisjonelle eksportvarer økte med 0,5 prosent i 1997. Råvareprisene viste en kraftig oppgang fram til august i fjor, men har siden falt nokså markert. Prisetallet reflekterer forventninger om lavere global etterspørsel etter råvarer blant annet som følge av krisen i Asia, og vi legger til grunn at råvareprisene vil utvikle seg svakt i tiden fremover. For den mindre råvarebaserte delen av tradisjonell eksport forventer vi en moderat økning i prisene. Svekkelsen

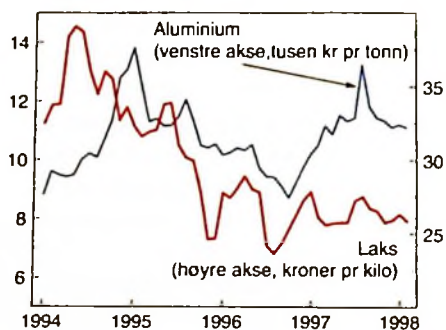
Figur 4.4 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før.



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i første kvartal i forhold til samme periode i fjor

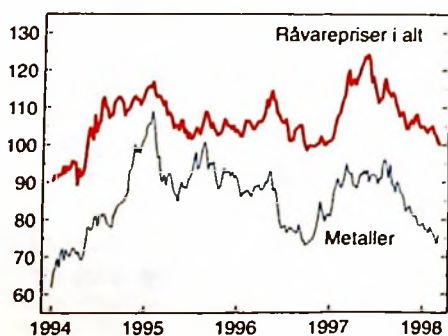
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 Prisutviklingen på aluminium og laks. Kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Financial Times

Figur 4.6 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller



Kilde: The Economist

av kronen bidrar til å øke prisen regnet i norske kroner. Samlet anslår vi prisveksten på tradisjonelle eksportvarer til 1 prosent inneværende år, mens en moderat oppgang i råvareprisene sammen med uendret valutakurs vil bidra til at prisveksten tar seg opp til 2½ prosent i 1999.

Prisene på tradisjonell import falt med 1,5 prosent i 1997. I perioden fremover vil svak prisvekst internasjonalt bidra til at importprisveksten holder seg lav. For norske importører blir dette imidlertid motvirket av svekkelsen i kronekursen. Regnet i norske kroner anslås importprisveksten til 1 prosent i år og 1½ prosent i 1999.

Anslaget for eksportoverskuddet og overskuddet på driftsbalansen er nær halvert sammenliknet med forrige inflasjonsrapport. Vi anslår driftsbalansen til 40 milliarder

Virkninger av oljeprisfallet

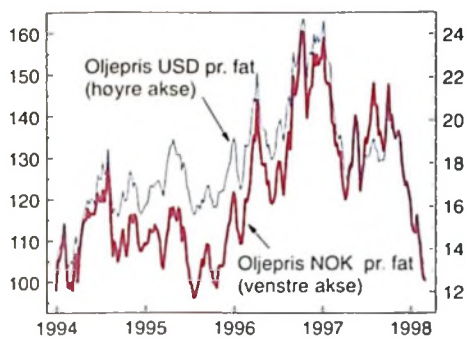
Siden oktober i fjor har oljeprisen falt med mer enn 30 prosent, og i midten av mars var prisen 95 kroner fatet (12,5 USD). I inflasjonsrapporten har vi lagt til grunn en oljepris på 105 1998-kroner i år og neste år, som er marginalt lavere enn gjennomsnittet hittil i år. Til sammenlikning var gjennomsnittlig oljepris 133 kroner i 1996 og 135 kroner i 1997

Utviklingen i oljeprisen har først og fremst betydning for statens inntekter og driftsbalansen overfor utlandet. Oljeprisfallet kan, ut fra vårt anslag for oljeprisen på 105 kroner, isolert sett bidra til at statens oljeinntekter i år blir nesten 20 milliarder kroner lavere enn beregnet i Nasjonalbudsjettet for 1998, mens inntektene neste år vil kunne reduseres med nærmere 25 milliarder kroner. Skulle den lave oljeprisen fra midten av mars vedvare, vil reduksjonen bli tilsvarende større. Skattesystemet for oljeselskapene gjør imidlertid at hovedvirkningen på statens løpende inntekter først gjør seg gjeldende neste år.

Også eksportoverskuddet og overskuddet på driftsbalansen blir kraftig svekket når verdien av olje- og gasseksporten faller. I referansebanen har vi anslått et overskudd i driftsbalansen på 40 milliarder kroner i år og 58 milliarder kroner neste år. Dette er en kraftig nedjustering siden forrige inflasjonsrapport, som i hovedsak skyldes den lave oljeprisen og økt import. Hadde oljeprisen holdt seg på nivået fra i fjor, ville overskuddet i driftsbalansen i år ha vært nær 40 milliarder kroner høyere enn anslaget i referansebanen. Dersom oljeprisen i år skulle bli liggende på sitt laveste nivå i mars (95 kroner fatet) faller overskuddet på driftsbalansen til henholdsvis 24 og 37 milliarder kroner i år og neste år.

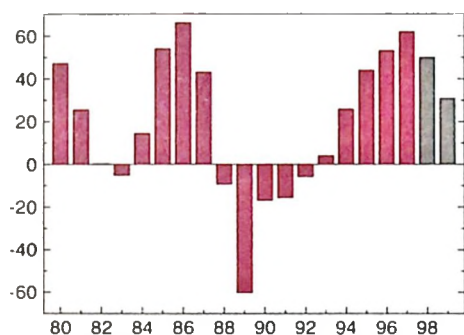
Det må understrekes at dette er tekniske regneeksempler hvor vi kun har sett på verdien av oljeeksporten og følgelig sett bort fra andre virkninger som et slikt prisfall kan medføre, herunder eventuelle endringer i husholdningenes og bedriftenes forbruk og investeringer.

Figur 4.7 Oljepris pr. fat i NOK og USD



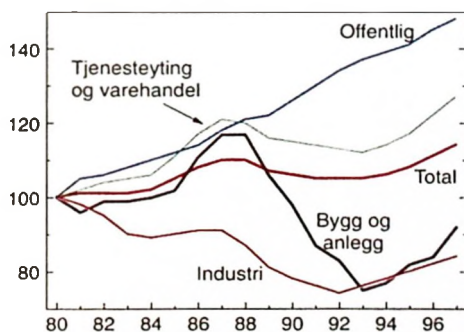
Kilde: Norges Bank

Figur 4.8 Sysselsatte personer. Endring fra året før. 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.9 Sysselsetningsvekst fordelt på sektorer. 1980 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

kroner i år og 58 milliarder kroner neste år. Hovedforklaringen bak nedjusteringen er nedgangen i oljeprisen, men også noe lavere vekst i tradisjonell eksport og høyere importvekst bidrar. I en egen ramme har vi sett nærmere på hvordan oljeprisen påvirker anslagene for statens inntekter og driftsbalansen overfor utlandet.

4.3 Arbeidsmarkedet

Sterk sysselsetningsvekst også i år, og kraftig nedgang i arbeidsledigheten fremover

Veksten i sysselsettingen var sterk i fjor. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte sysselsettingen gjennom året med 62 000 personer, eller 2,9 prosent. Veksten var særlig sterk innenfor bygge- og anleggsbransjen og i tjenesteytende næringer. Sysselsetningsveksten i offentlig sektor var mer moderat, noe som hovedsakelig skyldtes uendret sysselsetting i statsforvaltningen. Sysselsetningsveksten i kommunesektoren var på linje med gjennomsnittet. Arbeidsstyrken økte i fjor noe mindre enn sysselsettingen, slik at ledigheten falt med 0,8 prosentpoeng.

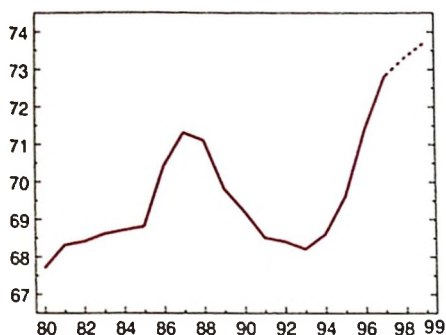
I fjerde kvartal 1997 var andelen yrkesaktive i befolkningen på sitt høyeste nivå noensinne. En stor del av økningen i yrkesdeltakelsen siden 1988 skyldes at kvinner har kommet inn i arbeidsstyrken.

De arbeidsledige utgjorde i fjerde kvartal i fjor 3,3 prosent av arbeidsstyrken. Som et gjennomsnitt for 1997 gav dette ifølge Statistisk sentralbyrås Arbeidskraftundersøkelse (AKU) en ledighetsrate på 4,1 prosent. Tall fra Arbeidsdirektoratet indikerer en jevn nedgang også i den registrerte ledigheten gjennom 1997, en nedgang som har fortsatt de første to månedene i år. Den registrerte ledighetsraten i februar var 2,7 prosent. Dette er 1,0 prosentpoeng lavere enn for ett år siden. Ledigheten er nå på samme nivå som ved inngangen til 1985. Nedgangen i ledigheten er bredt basert, og spesielt har det vært kraftig nedgang av ledige i bygge- og anleggsbransjen.

I januar 1998 var 27 prosent av de arbeidsledige langtidsledige, det vil si personer med en sammenhengende ledighetsperiode på over et halvt år. Andelen langtidsledige av de totalt ledige har gått betydelig ned siden 1992, da denne andelen var på sitt høyeste. I andre land har det vist seg at det har vært vanskelig å få de langtidsledige inn i arbeid igjen selv om konjunktursituasjonen har bedret seg.

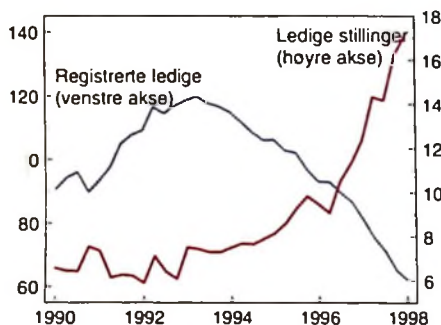
Selv om det trolig fortsatt er et potensiale for en viss økning i yrkesdeltakelsen, er det nå vanskelig å se for seg en ytterligere betydelig vekst i arbeidsstyrken fra dagens høye nivå utover det rene demografiske forhold skulle tilsi. Tidligpensjonsordning, etterutdanningsreform og innføring av kontantstøtte for småbarnsfamilier kan isolert sett dempe veksten i yrkesdeltakelsen noe. Samlet sett anslår vi sysselsetningsveksten til 2¼ prosent i år og 1¼ prosent neste år. I

Figur 4.10 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder



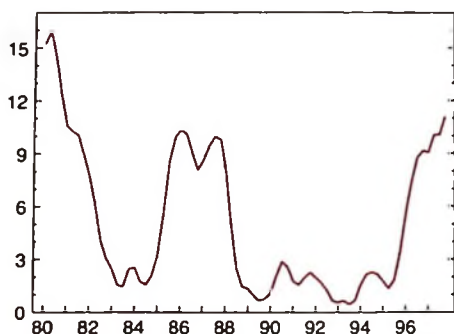
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.11 Registrert ledige personer og beholdning av ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 4.12 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

tråd med den trendmessige nedgangen i gjennomsnittlig arbeidstid de siste årene, ser vi for oss at noe av sysselsetningsveksten fortsatt vil komme som deltidssysselsetting. Den registrerte ledigheten anslås å falle fra drøyt 3,3 prosent i 1997 til i gjennomsnitt om lag 2¼ prosent i år og 1¼ prosent i 1999. Med dette som utgangspunkt antas AKU-ledighetsraten å komme ned i 3¼ prosent i 1998 og 2¼ prosent i 1999.

Mens antallet helt ledige personer er redusert kraftig, har beholdningen av ledige stillinger økt markert den siste tiden, jf. figur 4.11, og er nå på et rekordhøyt nivå. Dette indikerer et økende misforhold mellom de kvalifikasjoner arbeidsstyrken besitter og det som etterspørres i markedet. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer oppgir 11 prosent av industriforetakene at mangel på kvalifisert arbeidskraft begrenser eller kommer til å begrense produksjonen den nærmeste tiden. Innen enkelte sektorer har det allerede i lengre tid vært problemer med å skaffe kvalifisert arbeidskraft. Skulle det vise seg at bedriftene finner det mer krevende å rekruttere nye kvalifiserte arbeidere fra ledighetskøen enn det vi har anslått, kan det bety at ledigheten vil bli liggende på et høyere nivå, særlig i 1999, enn angitt i våre anslag. I så fall kan disse beskrankningene i arbeidsmarkedet også resultere i en lavere produksjons- og sysselsetningsvekst allerede i 1999.

4.4 Lønnsutviklingen

Lønnsveksten tar seg opp

Vi anslår nå årslønnsveksten i fjor til 4½ prosent, noe sterkere enn tidligere ventet. En del av lønnsutbetalingene fra i fjor ble gjort gjeldende forholdsvis sent på året. Dette innebærer at lønnsnivået ved inngangen til 1998 allerede er betydelig høyere enn gjennomsnittet i fjor. Dersom det ikke gis noen lønnstillegg gjennom året, vil gjennomsnittlig lønn i 1998 ifølge Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) ligge om lag 1½ prosent høyere enn i fjor.

Av spesielle grupper som fikk særskilt høye lønnstillegg i 1997, er arbeidere innen bygge- og anleggsvirksomhet, verkstedindustri og arbeidere tilknyttet olje- og gassutvinning, hvor arbeidsmarkedet er spesielt stramt.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi årslønnsveksten inneværende år til rundt 5 prosent. Dette var basert på hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik dette er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Vår referansebane innebærer at presset i arbeidsmarkedet tiltar i beregningsperioden. Siden forrige inflasjonsrapport er oljeinvesteringene betydelig oppjustert for inneværende år og også neste år. Isolert sett bidrar dette til økt press i økonomien, men motveies i noen grad av lavere eksportvekst og lavere priser på råvarer og andre internasjonale industrivarer.

Basert på vår makroøkonomiske modell RIMINI, anslår vi nå samlet årslønnsvekst til 5¼ prosent i år og 6 prosent neste år. Vi har lagt til grunn at lønningene utvikler seg i tråd med lønnsdannelsen slik den har vært historisk. Det innebærer at lønnsveksten i særlig grad påvirkes av arbeidsledigheten, produktivitetsutviklingen og lønnsomheten i

Stor grad av samsvar mellom historisk lønnsvekst og modellert lønnsvekst i RIMINI

I en utdyping i forrige inflasjonsrapport drøftet vi hvilke følger omleggingen til nytt nasjonalregnskap fra 1995 hadde for bruken av RIMINI-modellen. Omleggingen førte til en forbedring av modellens prediksjonsegenskaper i lønnslikningen for industri, bygg og anlegg. Det så imidlertid fremdeles ut som om modellen overpredikerte lønnsveksten i 1997. Nye tall fra Kvartalsvist nasjonalregnskap viser at lønnsveksten ble sterkere enn vi anslo i forrige rapport, slik at modellens overprediksjon ble redusert.

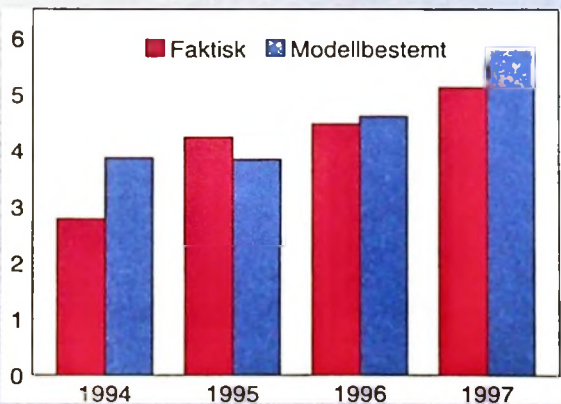
I RIMINI virker sektoren industri, bygg og anlegg (IBA) lønnsledende på de andre sektorene i økonomien (privat og offentlig tjenesteyting). Lønnsveksten i IBA er dermed helt avgjørende for samlet lønnsvekst. I figuren nedenfor har vi fremstilt modellbestemt og historisk lønnsvekst i IBA for årene 1994 til 1997. Analysen i RIMINI er gjennomført ved at vi har simulert lønnsveksten ett år fram i tid med utgangspunkt i data for fjerde kvartal året før og med nullstilte restledd. Modellbestemt

lønnsvekst i 1994 er for eksempel beregnet med utgangspunkt i data til og med fjerde kvartal 1993. Alle de øvrige variablene er satt lik sitt historiske nivå, det vil si at vi ser bort fra at det er usikkerhet om disse variablene på forhånd.

Som det fremgår av figuren oppstod det største avviket mellom modellbestemt og faktisk lønnsvekst i 1994, da modellen overvurderte lønnsveksten med omtrent 1 prosentpoeng. Innføring av AFP-ordningen var sentral i lønnsoppgjøret dette året, noe som kan ha bidratt til lavere nominelle tillegg. Slike forhold vil selvsagt ikke fanges opp av modellen. I 1995 ville bruk av RIMINI ha medført en undervurdering av lønnsveksten med om lag 0,4 prosentpoeng. I 1996 traff modellen svært nær den realiserte lønnsveksten, mens modellen igjen overpredikerte lønnsveksten i 1997. En mulig årsak til avviket i 1997 kan være at innfasingen av tidligpensjonsordningen virket dempende på lønnsveksten det året.

Det har altså vært en svak tendens til at RIMINI overpredikerer lønnsveksten i IBA de fire siste årene. Det er imidlertid grunn til å understreke at det ennå ikke eksisterer endelige tallsett for årene 1994 og 1997. Det er også i disse to årene at de største avvikene oppstår, og i begge årene var pensjonsreformer en viktig del av lønnsoppgjørene. Samlet sett er det vår vurdering at prediksjonsegenskapene til lønnslikningen i IBA er gode. I en artikkel i Penger og Kreditt 1997/4 ble Norges Banks historiske prognoser nærmere vurdert, også i sammenheng med prognoser fra andre institusjoner.¹ Sammenlikningen bekreftet at lønnsanslagene basert på RIMINI-modellen har vært relativt gode de siste årene.

Lønnsutviklingen i industri, bygg og anlegg. Modellbestemt og historisk lønnsvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

¹ A. S. Jore, «Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996», Penger og Kreditt 1997/4.

bedriftene. Samtidig har vi forutsatt at innføringen av tidligpensjonsordningen vil ha en viss modererende effekt på lønnsveksten de nærmeste årene. I en egen ramme har vi sett på prediksjonsegenskapene til lønnslikningen i RIMINI-modellen.

4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Fortsatt vekst i sysselsettingen og høy reallønnsvekst vil bidra til sterk vekst i husholdningenes realdisponible inntekter og konsum de nærmeste årene

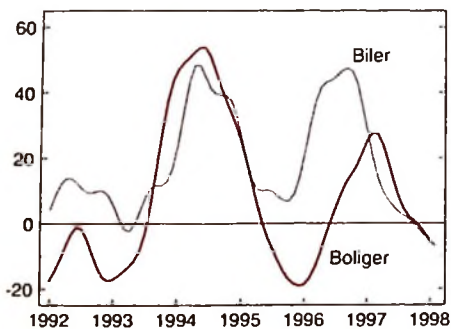
Etter meget sterk vekst i det private konsumet i 1996, avtok realveksten ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall til om lag 3 prosent i 1997. Fallet i veksttakten fra 1996 til 1997 må ses i sammenheng med den kraftige økningen i bilsalget i 1996 som følge av avgiftsreduksjoner. I fjor holdt bilsalget seg oppe på et høyt nivå, men bidrog lite til veksten i det samlede konsum. Konsumveksten i 1997 var på linje med veksten i husholdningenes realdisponible inntekter, slik at spareraten forble om lag uendret.

Vekst i sysselsettingen og høy reallønnsvekst vil bidra til fortsatt sterk økning i husholdningenes realdisponible inntekter de nærmeste årene. Økte minstepensjoner fra 1. mai og innføringen av kontantstøtte for ettåringer uten offentlig støttet barnehageplass fra 1. august, vil øke overføringene til husholdningene betydelig i år og også neste år når den fulle årseffekten av vedtakene kommer. Samlet legger vi til grunn en vekst i husholdningenes realdisponible inntekter på rundt 4 prosent både i 1998 og 1999. Dette gir grunnlag for relativt høy vekst i forbruket.

Samtidig er husholdningenes finansielle posisjon bedre enn noen gang. Positive netto finansinvesteringer de siste årene har, sammen med betydelige omvurderingsgevinster på finansformuen, økt husholdningenes netto finansielle fordringer. I en egen ramme diskuterer vi hvordan rentefølsomheten til husholdningene har utviklet seg de siste ti årene.

Verdien av boligformuen har økt videre i takt med boligprisveksten. Lave realrenter vil ventelig stimulere til en fortsatt oppgang i boligprisene og således bedre formuesituasjonen i husholdningene ytterligere de nærmeste årene. På 1980-tallet bidrog økt boligformue sterkt til å drive opp konsumveksten. Hittil på 1990-tallet har denne effekten hatt mindre gjennomslag. Dette kan skyldes at husholdningene har lært fra forrige oppgang og således er mer forsiktige nå. En annen tolkning kan være at de har betraktet deler av inntektsøkningen de siste årene som midlertidig og derfor ønsket å spare den. Ut fra en samlet vurdering legger vi til grunn om lag uendret sparerate over de neste to årene. Veksten i privat konsum anslås til rundt 4 prosent både i 1998 og 1999.

Figur 4.13 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal. Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Er husholdningene mindre utsatt for renteendringer nå enn på 1980-tallet?

Husholdningenes nettofordringer har økt kraftig de siste ti årene. Det kan dermed synes som om husholdningene i dag er bedre rustet mot omslag i den økonomiske utviklingen enn de var mot slutten av forrige høykonjunktur. I denne rammen viser vi at dette spørsmålet har minst to aspekter. Det er rimelig å legge til grunn at kredittrisikoen i husholdningene har falt, slik at sannsynligheten for en ny gjeldskrise er redusert. På den annen side er økningen i husholdningenes fordringer i særlig grad plassert i verdipapirer med renterisiko. Slike verdipapirer vil falle i verdi når renten øker. Det kan trekke i retning av at renteendringer vil få større utslag i husholdningenes finansielle stilling i dag enn tidligere.

Husholdningene hadde sist høst i overkant av 280 milliarder kroner i netto fordringer. Situasjonen er kraftig forbedret siden utgangen av 1988, da husholdningene hadde 17 milliarder kroner i netto gjeld. Husholdningenes netto finansformue kan grovt sett dekomponeres slik:

- netto lånegjeld (lån fratrukket bankinnskudd)
- forsikringskrav
- aksjer og verdipapirfond

Husholdningenes netto lånegjeld har økt fra 275 milliarder kroner for ti år siden til 315 milliarder kroner i dag. Som andel av disponibel inntekt er imidlertid netto lånegjeld redusert fra omtrent 80 prosent til i underkant av 60 prosent. Så lenge husholdningenes lån er større enn innskuddene, vil høyere rente ha en negativ inntektseffekt på husholdningenes likviditet, og dermed også på deres etterspørsel. Selv om netto lånegjeld som andel av disponibel inntekt har falt de siste ti årene, er det likevel enkelte forhold som taler for at renteendringer i dag vil ha sterkere virkninger på husholdningenes likviditet enn tidligere. Endringer i pengemarkedsrentene slår nå raskere gjennom på husholdningenes bankrenter, blant annet på grunn av sterkere konkurranse i banksektoren og større grad av markedsbestemte renter i de offentlige låneinstitusjonene. I tillegg er skattereglene gjort om siden 1980-tallet, slik at det er lavere fradrag for gjeldsrenter. For tiden er det langt kraftigere vekst i husholdningenes låneopptak enn i bankinnskuddene, slik at netto lånegjeld er økende. Dette vil kunne forsterke virkningene av en renteendring på husholdningenes likviditet.

Bedringen i husholdningenes formuesposisjon har 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.

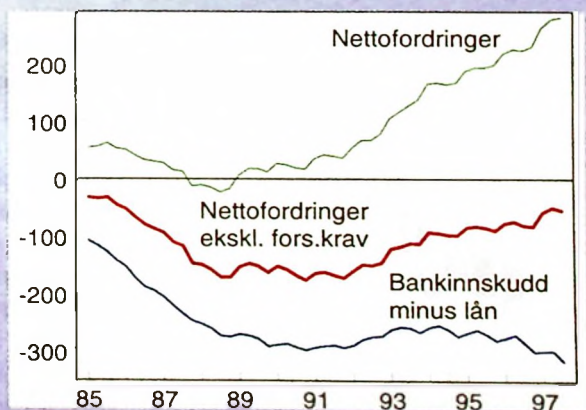
Høyere rente vil derimot gi kurstap og dermed redusere husholdningenes nettoformue. Erfaringsmessig vil et slikt formuesfall føre til lavere vekst i husholdningenes etterspørsel. Ved utgangen av tredje kvartal 1997 var 168 milliarder kroner plassert i aksjer og verdipapirfond. For ni år siden hadde husholdningene bare 55 milliarder kroner i slike fordringer. At aksjekursene påvirker formuen, demonstreres ikke minst ved at over halvparten av økningen i aksjeformuen skyldes verdistigning og ikke transaksjoner.

Liknende formueseffekter gjør seg gjeldende for husholdningenes forsikringskrav. Om lag 1/3 av de samlede brutto fordringene hører til under denne posten, som er plassert i både obligasjoner og aksjer, hovedsakelig via kollektive ordninger i forsikringselskapene. Høyere rente vil gi kurstap også for disse papirene på kort sikt. Forsikringskravene er imidlertid lite likvide for husholdningene og påvirker dermed trolig i mindre grad husholdningenes avveining mellom sparing og konsum på kort sikt.

Alt i alt synes det å være lite grunnlag for å hevde at husholdningene i dag skulle være mindre utsatt for renteendringer enn tidligere. En økende andel av formuen er plassert i aksjer og verdipapirer som ikke har noen positiv inntektseffekt ved en renteøkning. Derimot har de en negativ formueseffekt. En kan derfor ikke utelukke at husholdningenes nettoformue snarere er blitt mer utsatt overfor renteendringer enn tidligere. En nærmere drøfting av husholdningenes finansielle stilling er gitt i en egen artikkel¹ i Penger og Kreditt 1998/1.

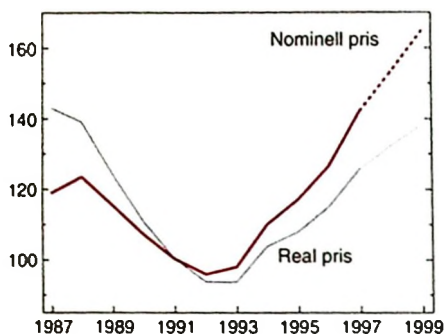
¹ M. Isaachsen og J. T. Larsen, «Utviklingen i husholdningenes finansielle stilling de siste ti år»

Husholdningenes fordringer. Milliarder kroner



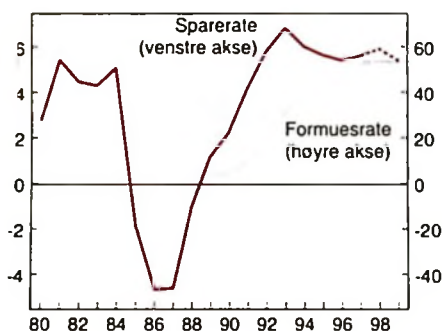
Kilde: Norges Bank

Figur 4.14 Priser på brukte boliger. Indeks 1991=100



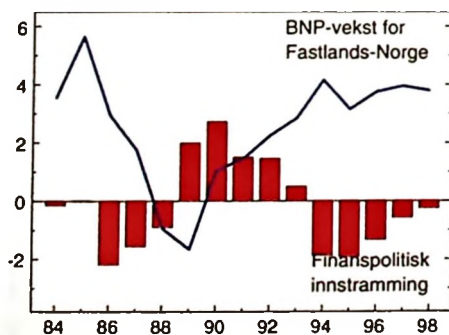
Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

Figur 4.15 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.16 Aktivitetskorrigert overskudd og BNP-vekst for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes inntekts- og formuesutvikling vil isolert sett trekke i retning av økt boligbygging fremover. Fortsatt oppgang i bruktboligprisene vil også bidra til økt byggeaktivitet fordi prisforskjellen mellom kjøp av gammel bolig og nybygg reduseres. På den annen side er det klare kapasitetsproblemer i bygge- og anleggssektoren. Mangel på kvalifiserte fagfolk vil kunne presse lønningene i sektoren opp og dermed øke byggekostnadene. Dette vil kunne være med på å dempe investeringsveksten. Svak utvikling i igangsettingen i andre halvdel av fjoråret trekker i samme retning. Alt i alt legger vi til grunn en vekst i boliginvesteringene på i underkant av 10 prosent både i år og neste år.

Mindre stram finanspolitikk i 1998 enn tidligere i konjunkturoppgangen

I fremskrivningen har vi tatt utgangspunkt i det vedtatte budsjettet for 1998. Statsbudsjettets underliggende utgifter er anslått å øke med 2¼ prosent fra 1997 til 1998, og budsjettets innstrammende effekt er beregnet til om lag ¼ prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved det olje-, rente- og aktivitetskorrigerede budsjettoverskuddet. Den kontraktive virkningen av finanspolitikken er blitt mindre enn tidligere i denne konjunkturoppgangen, jf. figur 4.16. I år virker finanspolitikken nærmest nøytralt på den samlede etterspørselen.

Ifølge foreløpige anslag økte konsumet i offentlig forvaltning med 2,5 prosent fra 1996 til 1997, målt i faste priser. Offentlig forvaltnings bruttoinvesteringer i fast realkapital gikk opp med over 12 prosent i volum i 1997, og det var særlig i kommunene det var høye investeringer som følge av grunnskole reformen.

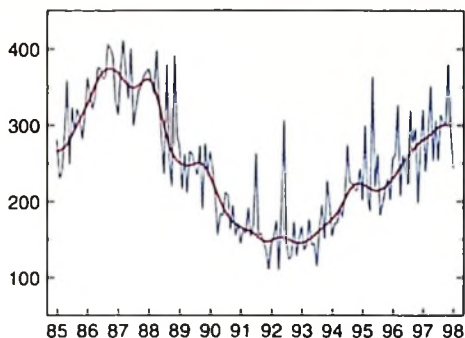
Sysselsettingsveksten i offentlig sektor var noe svakere enn samlet sysselsettingsvekst i fjor. Siden denne konjunkturoppgangen startet i 1993, har sysselsettingsveksten i offentlig sektor vært noe mindre enn veksten i sysselsettingen for øvrig.

Lavere investeringstakt på land, høyere i Nordsjøen

Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at investeringene blant fastlandsbedriftene gav om lag like store etterspørselsimpulser til norsk økonomi i 1997 som i 1996. Mens investeringsveksten i industrien var relativt svak, bidrog blant annet store offentlig initierte byggeprosjekter som ny hovedflyplass på Gardermoen og nytt Rikshospital til betydelig investeringsvekst i tjenesteytende næringer.

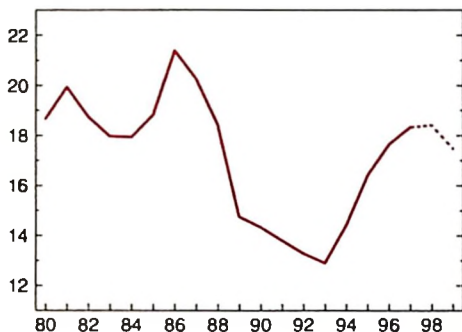
Ferdigstillelsen av disse store prosjektene vil bidra til å redusere investeringsveksten blant fastlandsbedriftene i år og neste år. I industrien peker imidlertid investeringstelingen for første kvartal i retning av et betydelig oppsving i investeringsveksten i 1998. Høy kapasitetsutnyttning og for-

Figur 4.17 Igangsetting av næringsbygg. 1000 kv.meter. Sesongjustert og trend



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.18 Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ventninger om fortsatt lave realrenter, samt relativt god inntjening, er faktorer som understøtter et slikt bilde. For 1998 legger vi samlet til grunn en vekst i fastlandsbedriftenes investeringer på 4½ prosent. Et stadig høyere kostnadsnivå som følge av sterkere vekst i lønningene i Norge enn hos våre handelspartnere trekker etter hvert investeringsveksten noe ned. Et forventet fall i oljeinvesteringene neste år, som isolert demper investeringsbehovet også blant fastlandsbedriftene, bidrar også til å redusere veksten. Fra 1998 til 1999 kan vi derfor få et fall i fastlandsbedriftenes investeringer.

Olje- og energidepartementets gjennomgang av oljeselskapenes investeringsplaner i petroleumsvirksomheten i år og neste år avdekket en betydelig økning i forhold til tidligere anslag. På bakgrunn av det sterke presset i økonomien, har Regjeringen foreslått å forskyve alle prosjekter på felt under vurdering med ett år, noe som isolert sett vil dempe investeringene i år og neste år. Til tross for dette vil anslagene for oljeinvesteringene måtte oppjusteres kraftig i forhold til anslagene i forrige inflasjonsrapport. Samlet sett anslår vi en vekst i oljeinvesteringene på 15 prosent i 1998 og en reduksjon på 13 prosent i 1999. Om lag halvparten av oljeinvesteringene antas å rette seg mot fastlandsøkonomien.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	1997	1998	1999
Realøkonomi			
Privat konsum	3	4	4 ¼
Offentlig konsum	2,5	2	2 ½
Bruttoinvesteringer i alt	15,1	7	-3 ½
Oljeutvinning og rørtransport	24,7	15	-13
Fastlands-Norge	9,1	5 ¼	0
Bedrifter	8,3	4 ½	-3
Boliger	8,9	10 ½	9 ¼
Offentlig forvaltning	12,1	3 ¼	1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,0	3 ¾	3
Eksport	4,1	7 ¼	4 ¾
Olje, gass og rørtransport	2,2	12 ½	6 ½
Tradisjonelle varer	7,4	5 ¼	4
Import	11,9	5 ¼	2
Tradisjonelle varer	9,1	5 ¾	2 ¼
BNP	3,5	5 ¼	3 ¼
Fastlands-Norge	3,9	3 ¾	2 ½
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,9	2 ¼	1 ¼
Arbeidsstyrke, AKU	2,2	1 ¼	¾
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,1	3 ¼	2 ¾
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,6	2 ¾	3
Årslønn	4¼	5 ¼	6
Importpris tradisjonelle varer	-1,5	1	1 ½
Eksportpris tradisjonelle varer	0,5	1	2 ½
Råoljepris i kroner (nominelt nivå)	134	105	108
Utenriksøkonomi			
Eksportoverskudd, mrd kroner (nivå)	79,5	56	73
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	59,9	40	58
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	5,5	3 ½	4 ¾
Memo			
Husholdningens sparerate	5,6	6	5 ½

1 OVERSIKT

Utviklinga i finansmarknadene sidan førre rapport (10. desember) har vore prega av krise i Asia. Korte og lange renter har falle i både USA og Europa som følgje av nedjusterte vekstoverslag og dempa prispress. Pengepolitikken har likevel lege fast i blant anna USA, Tyskland og Storbritannia.

I Noreg var pengemarknadsrentene stabile fram til slutten av februar, då dei steig markert som følgje av at Noregs Bank drog inn likviditet til ei førehandsannonsert rente som låg noko over renta frå resultatet av tidlegare auksjonar. Den negative differansen mot tilsvarande ECU-renter er såleis blitt innsnevra, og differansen mot tyske renter har auka. Noregs Bank har ikkje endra døgnlåns- og foliorenta i perioden.

I 1997 svekte krona seg med 0,4 prosent målt mot ECU. I perioden sidan førre rapport depresierte krona jamt over fram til byrjinga av mars, men styrkte seg noko etter det. I perioden som heilskap har krona svekt seg med 2,5 prosent, til 102,8 mot ECU-indeksen. Svekkinga speglar innrettinga av pengepolitikken, men må òg sjåast i samanheng med at det har vore eit markert fall i oljeprisen. Sidan 10. desember har oljeprisen falle med over 25 prosent rekna i kroner.

Krona har svekt seg noko meir målt med den effektive kronekursen til industrien enn målt mot ECU. Dette speglar blant anna ei appresiering av amerikanske dollar.

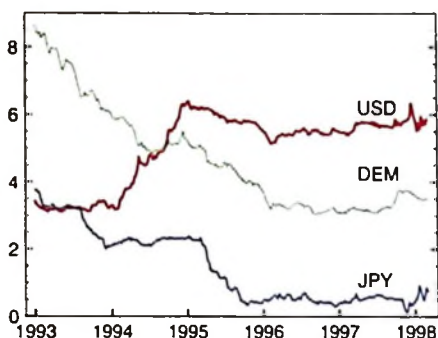
Dei norske obligasjonsrentene har falle og er no på eit historisk lågt nivå. Men fallet i dei norske rentene har vore noko mindre enn i dei utanlandske rentene. Såleis har rentedifferansen mot DEM i tiårsområdet auka noko.

Renta i kredittmarknaden endra seg lite i fjerde kvartal 1997. Utlånsrentene i bankane fall noko samtidig som innskottsrentene auka svakt. Utlånsrentene i kredittføretaka og livselskapa var uendra i fjerde kvartal 1997. I statsbankane var utlånsrentene litt høgare ved utgangen av fjerde kvartal enn ved utgangen av tredje kvartal.

Kreditt- og pengemengdaggregata veks klart raskare enn nominelt BNP for Fastlands-Noreg. Tolv månadersveksten i Noregs Banks kredittindikator var på over 10 prosent ved utgangen av januar, og veksten i den registrerte pengemengda var den høgaste sidan sumaren 1992.

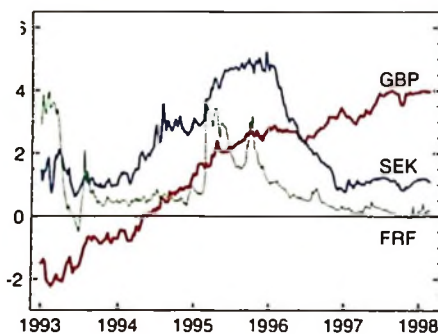
2 UTVIKLINGA INTERNASJONALT

Figur 2.1 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



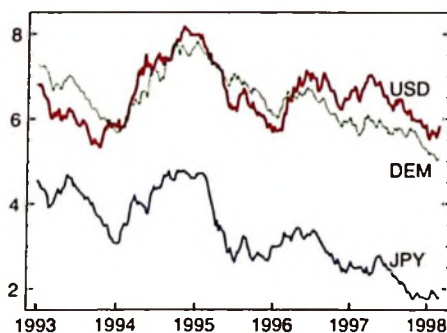
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.2 Rentedifferansar for tre-månaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre euro-øiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.3 Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Dei internasjonale finansmarknadene har sidan førre rapport vore prega av krisa i Asia. Krisa har ført til volatilitet i valutakursane mellom hovudvalutaene og eit fall i både korte og lange renter i Europa og USA. Det har ikkje vore endringar i pengepolitikken i USA, Tyskland, Japan og Storbritannia sidan førre rapport. I Sverige og Kanada har det vore tilstramming, mens det i Spania, Italia og Portugal har vore lette i pengepolitikken. I Tyskland var vekstraten for pengemengdaggregatet M3 på 3,1 i januar, målt frå første kvartal i fjor. Dette er i nedre del av målsona på 3 til 6 prosent som Bundesbank har for veksten i pengemengda.

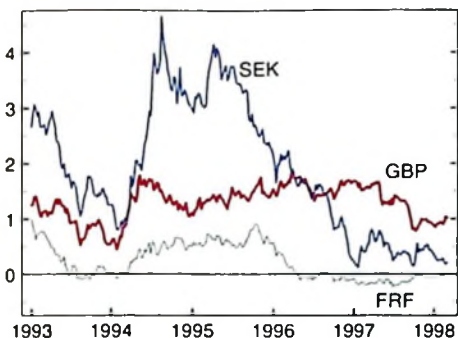
Sidan midten av desember i fjor har dei korte rentene, målt med tre månaders eurorente, falle i Tyskland, Storbritannia og USA, mens dei har stige noko i Japan. Fallet i dei korte rentene kan sjåast i samanheng med nedjusterte vekstoverslag og lågare inflasjon som følgje av krisa i Asia. I Japan var rentenivået i utgangspunktet svært lågt samtidig som den auka uvissa i finanssektoren kan ha drege dei korte rentene noko opp.

Sveriges riksbank heva 11. desember reporenta med ¼ prosentpoeng. Renteauken blei grunngitt med tiltakande prispres i økonomien. I Spania, Italia og Portugal har dei korte rentene falle etter at sentralbankane sette ned signalrentene sine. I Kanada har dei korte rentene stige etter at sentralbanken heva signalrenta.

Utvalde renteendringar internasjonalt

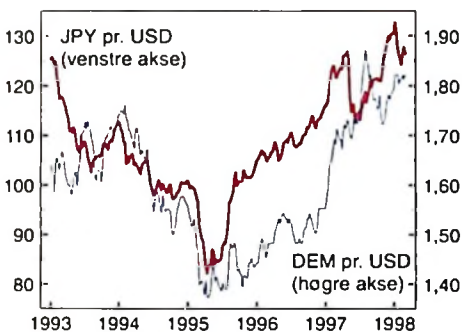
Land/rente	Kunngjeringsdato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
Sverige			
Reporenta	11.12.	+25	4,35
Spania			
Reporenta	15.12.	-25	4,75
Prime rate	13.2.	-25	6,5
Italia			
Diskontoen	23.12.	-75	5,50
Special advances	23.12.	-75	7,00
Portugal			
Reporenta	16.1.	-20	5,10
- » -	25.2.	-20	4,90
Absorpsjonsrente	25.2.	-20	4,60
Diskontoen	25.2.	-100	5,00
Kanada			
Bank rate	12.12.	+50	4,50
- » -	30.1.	+50	5,00

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



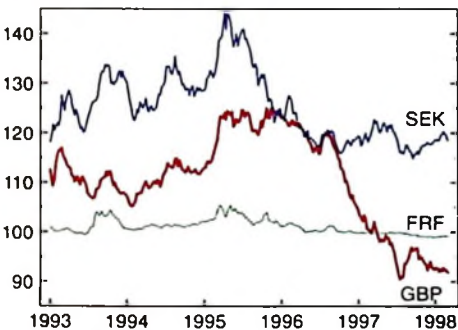
Kjelde: Noregs Bank

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



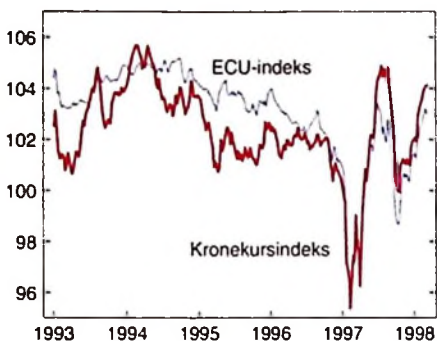
Kjelde: Noregs Bank

Sidan førre rapport har det gjennomgåande vore eit fall i dei lange rentene i Europa og USA, målt ved ti års statsobligasjonar. Fallet i lange renter i USA skjedde hovudsakleg i desember og første halvdel av januar. Fallet frå 11. desember i fjor til 9. mars i år var størst i Sverige, der dei lange rentene fall med 68 basispunkt. I USA fall dei lange rentene med 15 basispunkt, i Storbritannia med 30 basispunkt og i Tyskland med 37 basispunkt. Krisa i Aust-Asia vil venteleg dempe prispresset og kan ha auka risikoen knytt til aksjeinvesteringar. Dette har truleg verka til nedgangen i dei lange rentene. Trass i store fluktasjonar var nivået på lange renter i Japan i midten av mars berre 7 punkt lågare enn ved inngangen til perioden.

Japanske yen har appresiert noko mot amerikanske dollar og tyske mark sidan førre rapport. Styrkinga av japanske yen skjedde særleg i perioden frå andre veka av januar til andre veka av februar og kan sjåast i samanheng med forventningar om offentlege stimuleringstiltak og støttetiltak overfor ein kriseramme japansk banksektor. Målt ved effektiv valutakurs har tyske mark depreciert i perioden. Den amerikanske dollaren har gjennom perioden sidan førre rapport styrkt seg i høve til tyske mark.

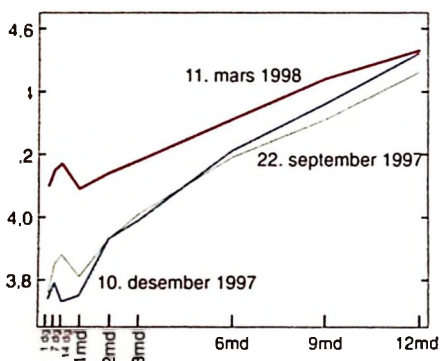
Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i midten av desember 7,5 prosent. Spennvidda i kursbandet er vesentleg redusert og var på 3 prosent den 9. mars i år. Til same tid var nederlandske gylden den svakaste valutaen i ERM-bandet, mens irske pund var den sterkaste. Ei viktig årsak til den minska spennvidda er ei kraftig svekking av irske pund.

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



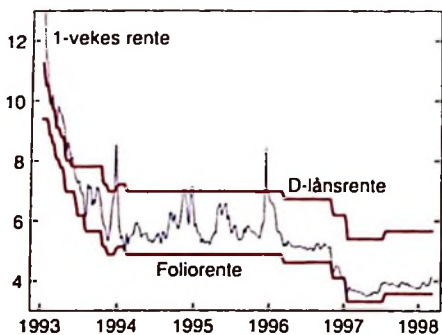
Kjelde: Noregs Bank

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 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

3.1 Valutamarkaden

I 1997 svekte krona seg med 0,4 prosent målt mot teoretisk ECU. Sidan førre rapport har krona depresiert med 2,5 prosent. Krona svekte seg jamt over fram til byrjinga av mars, men styrkte seg deretter noko. Kursindeksen har variert mellom 100,3 og 103,3 og var den 11. mars 102,8.

Svekinga i kronekursen må blant anna sjåast i samanheng med eit kraftig fall i oljeprisen. Sidan 10. desember har prisen på Brent Blend falle med vel 25 prosent målt i kroner og nesten 29 prosent målt i dollar.

Målt med den effektive valutakursen til industrien har krona svekt seg med 2,9 prosent sidan førre kvartalsrapport. Dette speglar blant anna at krona har svekt seg med 4,6 prosent mot amerikanske dollar.

Noregs Bank har intervenert ved somme høve for å jamne ut svingingar i valutakursen. I tillegg har banken jamleg kjøpt valuta for avsetning til Statens petroleumsfond. Hittil i år er det netto kjøpt valuta for 12,7 milliardar kroner, mot 66,4 milliardar kroner i heile 1997. Den 31. desember 1997 overførte Noregs Bank 62,2 milliardar kroner til Petroleumsfondet.

For 1998 er det budsjettert med ei avsetning til Petroleumsfondet på 69 milliardar kroner. Denne avsetninga er basert på ein oljepris på 125 kroner pr. fat. Gjennomsnittleg oljepris hittil i år er vel 108 kroner.

3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

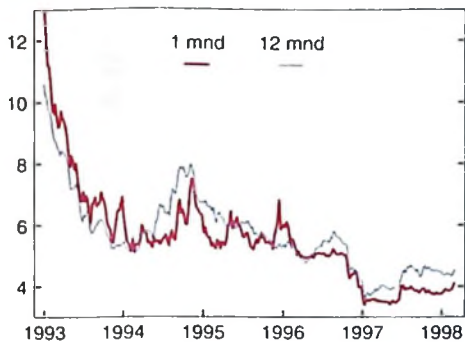
Renteutviklinga

Rentene i den norske pengemarknaden låg fram til slutten av februar på om lag same nivå som ved utgivinga av siste kvartalsrapport, men steig deretter markert. Bankane sine renter på folioinnskott og døgnlån i sentralbanken har vore haldne uendra på høvesvis 3,50 og 5,50 prosent.

Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter for løpetider frå éi veke til og med tre månader) steig med 29 punkt til 4,01 prosent frå 10. desember til 11. mars. Renta har stige for alle løpetidene, men spesielt mykje i den korte enden.

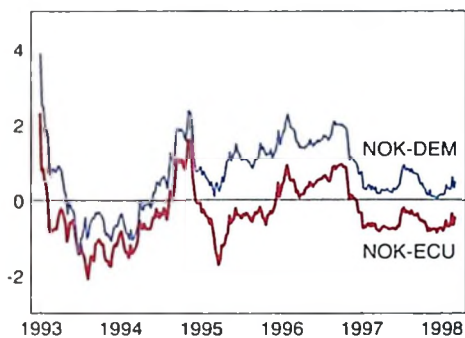
Rentene steig mellombels i midten av februar. Dette kom av at marknaden tolka utlegginga av eit F-lån der Noregs Bank fastsette renta på førehand til 3,90 prosent, som ein indikasjon på at banken ønskte å heve rentene. Rentene fall tilbake då Noregs Bank opplyste at rentefastsetjinga berre var av teknisk karakter. Rentene steig att i samband med

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



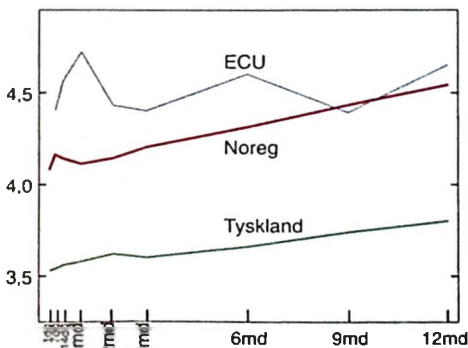
Kjelde: Noregs Bank

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. 11. mars 1998



Kjelde: Noregs Bank

annonsering av F-innskott med fastlagde renter på 3,75 prosent seinare i februar og i byrjinga av mars. Tilsvarende innskott med renter på 3,85 prosent tidleg i mars verka til å lyfte dei korte rentene endå noko.

Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter er no -0,4 prosentpoeng, mot -0,8 prosentpoeng ved førre rapport. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har auka frå om lag null til 0,5 prosentpoeng. Dette reflekterer dels at norske pengemarknadsrenter har auka og dels at europeiske renter har falle i løpet av perioden.

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å fastleggje ein korridor for rentenivået avgrensa av foliorenta og døgnlånsrenta. Innanfor rentekorridoren kan Noregs Bank påverke rentenivået i pengemarknaden gjennom tilførsel og inndraging av kronelikviditet til banksystemet. Ved bruk av likviditetspåverkende instrument motverkar Noregs Bank sesongsvingingar i bankane sin likviditet som blant anna følgjer av statens inn- og utbetalningar.

Det var eit underliggjande likviditetsoverskott i pengemarknaden i store delar av desember. Noregs Bank tilførte likviditet gjennom to F-lån i byrjinga av månaden. I andre låneperiode av desember blei det drege inn likviditet gjennom to F-innskott. Men dei siste dagane av månaden blei pengemarknaden tilført likviditet igjen gjennom eit nytt F-lån på grunn av dårleg fordeling av likviditeten bankane imellom over årsskiftet. Den faktiske likviditeten (bankane sine plasseringar på foliokonto i Noregs Bank) var i gjennomsnitt 4,4 milliardar kroner i desember.

I første låneperiode i januar hadde bankane overskottslikviditet, blant anna som ei følge av transaksjonar over statens konti. Delar av likviditetsoverskottet blei drege inn gjennom tre F-innskott. I delar av andre låneperiode hadde bankane lånebehov. Bankane blei tilført likviditet gjennom utlegging av eitt F-lån og to gjenkjøpsavtalar.

I februar var likviditeten i banksystemet rommeleg. Noregs Bank drog inn likviditet ved tre F-innskott, der dei to siste hadde rente bestemt av Noregs Bank.

Hittil i mars har Noregs Bank drege inn likviditet med fire F-innskott, på nytt til førehandsannonsert rente.

Den rommelege likviditetssituasjonen i store delar av perioden sidan førre rapport har verka til at dei korte pengemarknadsrentene framleis ligg i den nedre delen av rentekorridoren. Men avstanden til foliorenta har auka etter at Noregs Bank fastla renta på F-innskott. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no 0,5 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Bankane si døgnlånsramme i Noregs Bank har vore uendra og lik sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltnings-

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla ¹⁾

	1997		1998		
	okt	nov	des	jan	feb
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr)	-6,5	-5,1	0,0	-2,7	-2,3
Av dette					
D-lån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F-lån/innskott	-6,5	-5,1	0,0	-2,7	-2,8
anna finansiering	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
D-lånstilgang, mrd. kr	4,4	4,5	4,4	4,5	4,9
Bankane sine likvide reservar i form av folio- innskott i Noregs Bank	7,2	9,4	8,8	10,3	8,0
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,62	3,61	3,68	3,63	3,67
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	..	3,64	3,68	3,90	..

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1994	1995	1996	1997
Statssertifikat	52,5	43,5	50,0	92,5
Banksertifikat	19,4	50,8	90,5	102,5
Kreditsertifikat	14,0	18,5	32,0	20,1
Lånesertifikat	43,0	57,3	73,4	84,5
Finanssertifikat	6,0	9,3	3,7	4,6
Utanlandske sertifikat i NOK	0,5	3,7	1,0	0,0
I alt	135,4	183,4	250,6	304,2

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

Kjelde: Noregs Bank

kapitalen minus døgnlåns gjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av døglånstilgangen var 1,6 prosent i desember, 0,8 prosent i januar og 1,0 prosent i februar.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av statsverksemda, samtidig som utleggingane blir tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. I dei seinare åra er det stort sett blitt gjennomført emisjonar av statssertifikat kvar månad, etter eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv-månaders sertifikat 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. desember blei det emittert eit nytt statssertifikat, SS51, med 6,5 milliardar kroner. Auksjonen var ikkje førehandsannonsert og blei gjennomført for å trekkje inn ein del av likviditetsoverskottet i banksektoren i første delen av 1998. Lånet har forfall 18. mai 1998, og vegd gjennomsnittrente blei 4,08 prosent. Den 5. januar blei statssertifikatlånet SS52, med forfall 16. desember 1998, utvida med 4 milliardar kroner. Emisjonen blei gjennomført i tråd med auksjonskalenderen. Vegd gjennomsnittleg rente blei 4,32 prosent.

Den 2. februar blei SS47, som har forfall 18. mars 1998, utvida med 4,0 milliardar kroner, til ei vegd gjennomsnittrente på 3,81 prosent. Den 2. mars blei SS51 utvida med 2,0 milliardar kroner, til vegd gjennomsnittrente 3,91 prosent. Auksjonane i februar og mars følgde auksjonskalenderen.

I 1997 blei det skrive ut sertifikat for 304,2 milliardar kroner. Dette var 21 prosent meir enn i 1996. I 1996 og 1995 blei det emittert sertifikat for høvesvis 250,6 og 183,4 milliardar kroner. Uteståande beholdning av sertifikat var 118,1 milliardar kroner ved utgangen av 1997, av desse var 35 milliardar statssertifikat.

Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er forretnings- og sparebankane. Beholdninga i denne sektoren utgjorde om lag 48 prosent av uteståande beholdning ved utgangen av 1997. Andre store eigargrupper ved utgangen av 1997 var forsikringsselskap (20,5 prosent), utlendingar (15,5 prosent), andre føretak (8,7 prosent) og offentlege finansføretak (5,6 prosent).

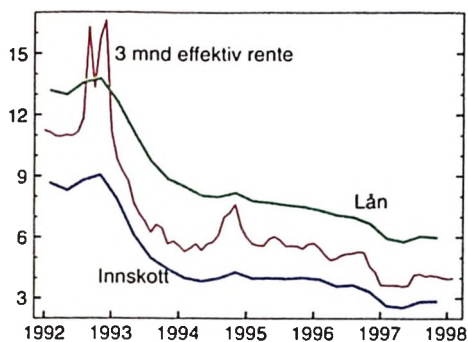
I 1997 blei det omsett sertifikat for vel 304 milliardar kroner på Oslo Børs. Statssertifikat stod for om lag 81 prosent av omsetninga. I januar i år var omsetninga av sertifikat på vel 18 milliardar kroner, mot vel 85 milliardar kroner i same periode i fjor.

3.3 Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga

Rentene i kredittmarknaden endra seg lite i fjerde kvartal 1997. Utlånsrentene i bankane fall noko, mens innskottsren-

Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders penge- marknadsrente



Kjelde: Noregs Bank

tene auka svakt. Utlånsrentene i kredittføretaka og livselskapa var uendra frå tredje til fjerde kvartal, mens dei auka noko i statsbankane.

Rentene på lån der kundane oppfyller pliktene sine, fall i bankane med knapt 0,1 prosentpoeng frå tredje kvartal, til 6,0 prosent ved utgangen av fjerde kvartal 1997. Det siste året er desse rentene reduserte med 0,7 prosentpoeng. Innskottsrenta i bankane auka marginalt til knapt 2,9 prosent ved utgangen av fjerde kvartal 1997. Innskottsrentene er 0,5 prosentpoeng lågare enn dei var eitt år tidlegare, og rentemarginen er såleis redusert med vel 0,2 prosentpoeng det siste året.

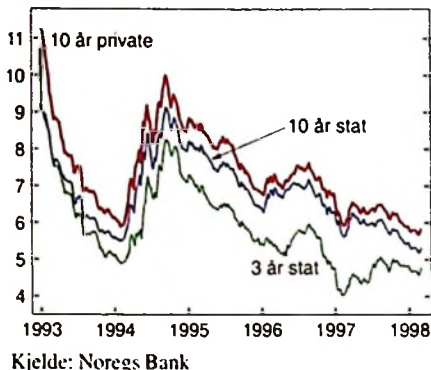
Utlånsrentene i livselskapa var i tredje og fjerde kvartal 5,3 prosent, mens utlånsrentene i kredittføretaka låg på knapt 6,3 prosent. Begge desse gruppene har i løpet av året redusert rentene med om lag 0,5 prosentpoeng.

Statsbankrentene auka med knapt 0,3 prosentpoeng frå tredje til fjerde kvartal. Desse rentene har gått ned med nesten 0,9 prosentpoeng det siste året.

Resultatutviklinga i finansinstitusjonane

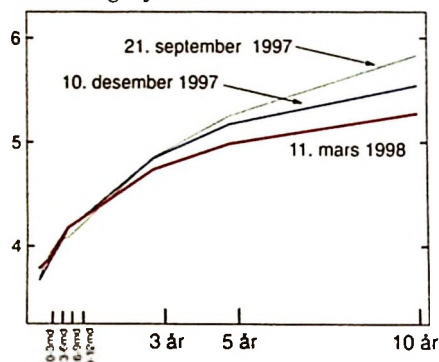
For resultatutviklinga i finansinstitusjonane viser vi til artikkelen «Finansinstitusjonenes drift i 1997» i dette nummeret av Penger og Kreditt.

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



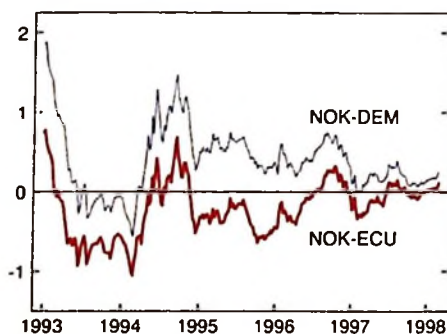
Kjelde: Noregs Bank

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 førre rapport har rentene på norske statsobligasjonar falle med om lag 0,2 prosentpoeng i gjennomsnitt. Det er først og fremst rentene på obligasjonar med lange løpetider som er reduserte, og avkastningskurva er såleis blitt noko slakare. Renta på norske tiårs statsobligasjonar var 11. mars 5,2 prosent, 0,3 prosentpoeng under nivået i midten av desember. Obligasjonsrentene er no historisk låge og under nivået i januar 1994, då renta på tiårs statsobligasjonar blei notert til om lag 5,5 prosent.

Differansen mellom renta på norske og tyske tiårs statsobligasjonar har auka frå 0,2 prosentpoeng den 10. desember til knapt 0,4 prosentpoeng den 11. mars. Tilsvarande rentedifferanse overfor teoretisk ECU har auka frå -0,1 prosentpoeng til 0,1 prosentpoeng over den same perioden. Effektiv rente på tyske statsobligasjonar og teoretiske ECU-obligasjonar var den 11. mars respektive 4,9 og 5,1 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar over Oslo Børs var i 1997 på 1215 milliardar kroner, ein nedgang på 35 prosent samanlikna med 1996. I januar i år var omsetninga på vel 93 milliardar kroner, eller 59 prosent lågare enn i januar 1997. Dagleg gjennomsnittsomsetning var i januar 4,4 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer, med 88 prosent av totalomsetninga i 1997 og 80 prosent av omsetninga i januar i år. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på høvesvis 145 milliardar kroner i 1997 og vel 18 milliardar kroner i januar 1998. Dette var for det meste lån emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

I 1997 blei det emittert statsobligasjonar for 74,1 milliardar kroner, mot 70,4 milliardar kroner året før. Private bankar og forsikringsselskap auka bruttoemisjonane med om lag 70 prosent i høve til 1996, og deira del av samla emisjonsbeløp var over 50 prosent. Statsforvaltninga reduserte sine bruttoemisjonar med vel 30 prosent. Dette skuldast i hovudsak at staten hadde eit stort refinansieringsbehov i 1996 på grunn av forfall av eit statslån.

Det blei lagt ut 5,0 milliardar kroner i eit nytt statsobligasjonslån (S468) ved hollandsk auksjon 26. januar, til ei rente på 5,50 prosent. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 1,0 milliard. Lånet har forfall 15. mai 2009.

Totalt uteståande beløp i dei tonegivande statsobligasjons-

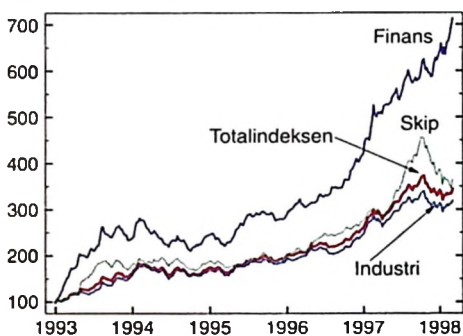
Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹⁾
Bruttoemisjoner av ihendehavarobligasjoner etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1994	1995	1996	1997
Statsforvaltninga	16,0	21,1	21,0	14,0
Statsbankar og statsforetak	3,5	7,5	7,9	3,9
Private bankar og forsikringsselsk.	16,5	10,0	23,3	39,9
Kredittforetak og finansieringsselskap	14,4	10,0	7,0	5,6
Private og kommunar	9,4	7,7	9,6	9,9
Utanlandske låntakarar	0,5	1,2	1,6	0,8
I alt	60,3	57,6	70,4	74,1

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

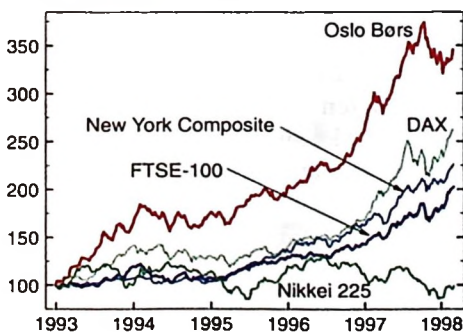
Kjelde: Noregs Bank

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

låna er 126 milliardar kroner (pålydande verdi), fordelt på seks lån.

Eigarstruktur

Ved utgangen av tredje kvartal 1997 viser mellomelse tal frå Verdipapirsentralen at forsikringsselskapa stod som den største eigaren av VPS-registrerte obligasjoner, med ein eigardel på 43 prosent av ein samla pålydande verdi på knapt 361 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankanes sikringsfond) hadde ein eigardel på 17 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga åtte vel 10 prosent. Eigardelen for utlendingar var i underkant av 8 prosent.

4.2 Aksjemarknaden

Kursutviklinga

Totalindeksen og alle delindeksane ved Oslo Børs har vist ein stigande trend sidan 1995. I 1997 auka Oslo Børs totalindeks med vel 31 prosent. Finansindeksen² var med vel 52 prosent den av delindeksane som auka mest, mens industriindeksen auka minst, med 27 prosent. Totalindeksen har hittil i 1998 auka med 0,7 prosent, men er 7,7 prosent høgare enn det lågaste nivået i år (18. januar). Av delindeksane i figur 4.4 har finansindeksen hittil i 1998 auka mest, med 12,7 prosent, mens skipsindeksen har falle mest, med 5,7 prosent.

Aksjemarknadene i USA, England og Tyskland har hatt ein jamn oppgangstrend sidan 1995. Den japanske marknaden har vore svak. I Sørøst-Asia har det vore kraftig uro. Kursane fall mykje gjennom 1997 og i byrjinga av 1998, men har i det siste teke seg klart opp. Det synest som om smitteeffektane frå Asia-krisa til no har hatt avgrensa verknad på andre aksjemarknader.

I 1997 auka den tyske DAX-indeksen med nesten 43 prosent. Dei andre vestlege indeksane i figur 4.5 hadde ein auke på mellom 23 og 26 prosent. Den japanske Nikkei-indeksen fall med vel 23 prosent i 1997. Nikkei-indeksen har sidan 1. januar 1993 falle med 0,2 prosent. Til samanlikning auka Oslo Børs totalindeks med knapt 245 prosent i den same perioden. Hittil i 1998 har Nikkei-indeksen auka mest, med nesten 14 prosent, New York Composite, DAX og FTSE-100 har hittil i år stige med høvesvis 7, 11 og 12 prosent. Alle tre låg ved utgangen av første veka i mars på «all time high»-nivåer.

² Finansindeksen, som blei etablert i juli 1997, erstattar bank- og forsikringsindeksane. Før 11. juli 1997 viser grafen utviklinga i den gamle bankindeksen.

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

	1995	1996	1997	Jan-Feb 1998
<i>Omsetning:</i>				
Totalt	156,7	231,7	340,8	51,3
Finans	21,0	28,1	43,3	7,2
Industri	96,7	132,7	200,0	19,1
Info-teknologi	..	..	..	4,6
Skip/offshore	26,4	46,3	53,7	12,3
SMB	8,5	16,2	34,4	3,8
Grunnfond	4,0	8,2	9,4	1,3
Anna	..	..	..	3,0
<i>Marknadsv Verdi</i>	289,8	389,4	531,5	552,0

¹ Indeksinnendinga blei endra i 1998. 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	Jan-Feb 1998
Totalt	7 632	9 020	21 220	1 458
Av dette utlandet	97	1 867	5 392	0
Finans	10	147	328	0
Industri	1 967	3 516	4 952	158
Info-teknologi	..	..	..	29
Skip/offshore	3 763	1 970	8 848	375
SMB	1 234	1 393	6 788	347
Grunnfond	561	127	304	0
Anna	..	..	..	549

¹ Se note tabell 4.2

Kjelde: Oslo Børs

Omsetning og marknadsv Verdi

Omsetninga av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs utgjorde vel 340 milliardar kroner i 1997. Det er ein auke på om lag 47 prosent i høve til 1996. Omsetninga var klårt størst i industrisektoren. Veksten i omsetning frå 1996 var størst blant SMB-føretaka (112%). Omsetninga i industrisektoren steig med 50 prosent. I dei to første månadene av 1998 var omsetninga vel 15 prosent lågare enn i den same perioden 1997.

Emisjonar

I 1997 blei det emittert aksjar for vel 21 milliardar kroner i selskap noterte på Oslo Børs, inklusive emisjonar i samband med børsnotering. Dette er vel 12 milliardar kroner meir enn i 1996. Shippingføretaka emitterte mest kapital i 1997. Bank og forsikring har emittert lite dei tre siste åra. Utanlandske føretak stod for vel 25 prosent av emisjonane på Oslo Børs i 1997. Offentlege emisjonar utgjorde nesten 40 prosent av emittert kapital i 1997, mens retta emisjonar stod for vel 58 prosent. Den resterande kapitalen er emittert gjennom opsjonsprogram og tilsette. Ved utgangen av 1997 var det notert 217 aksjar ved Oslo Børs, av desse 21 utanlandske. Dette er ein auke på vel 26 prosent i høve til 1996. Hittil i 1998 er det emittert kapital for vel 1,4 milliardar kroner ved Oslo Børs. Dei største emisjonane har funne stad innan shipping og offshore. Ved utgangen av februar var det notert 220 aksjar ved Oslo Børs, av dette 22 utanlandske.

Aksjonærstruktur

Ved utgangen av februar 1998 var utanlandssektoren den største eigaren i norske børsnoterte selskap, med 32,1 prosent av marknadsv verdien. Eigardelen for utlendingar har auka noko dei siste åra fram til 1997, men 1997-tala representerer ein nedgang på om lag 2,4 prosentpoeng i høve til 1996. Hittil i 1998 har utendingane sin eigardel auka noko igjen. Dei største norske eigarane er private føretak, som i 1997 auka eigarskapen sin med vel 7 prosentpoeng til totalt 24,9 prosent. Ved utgangen av februar var denne eigardelen redusert til 21,5 prosent. Offentleg eigarskap blei i 1997 redusert med 4,2 prosentpoeng til totalt 16,2 prosent, men har auka svakt hittil i 1998. Forsikringsselskapa har hatt ein relativt stabil eigarskap, mens andre finansføretak og private pensjonskassar har auka eigardelen til dels mykje. Privatpersonar har redusert eigardelen sin dei siste åra. Det kan sjåast i samanheng med den kraftige veksten i eigardelen til verdi-papirfonda.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

Kredittindikatorane

Tolvmånadersveksten i publikums innanlandske bruttogjeld (K2) - justert for valutakursendringar - var 10,1 prosent (100,5 milliardar kroner) ved utgangen av januar i år, mot 10,2 prosent (101,3 milliardar kroner) ved utgangen av desember i fjor. Vekstraten har stort sett auka frå månad til månad sidan oktober 1992, då han var -4,4 prosent. Ved inngangen til 1997 var veksten 6,2 prosent (58,0 milliardar kroner), og steig til 9,4 prosent (90,4 milliardar kroner) ved halvårsskiftet i fjor.

Av dei einskilde tilførselskomponentane innanfor publikums innanlandske bruttogjeld (K2) var det finansierings-selskapa, kredittføretaka og marknadslåna som hadde den sterkaste tolv månadersveksten rekna i prosent ved utgangen av januar i år. I absolutte tal hadde utlåna frå dei private bankane desidert størst vekst. Blant dei kjeldene der kreditten blei redusert, hadde livsforsikringselskapa den sterkaste nedgangen, både relativt og absolutt sett.

Pengemengda

Tolvmånadersveksten i den registrerte pengemengda M2 varierte i 1997 mellom 0,7 prosent (mars) og 7 prosent (september) og var på 4,6 prosent ved utgangen av året. I januar 1998 auka tolv månadersveksten, ifølgje mellombelse tal, til 8,1 prosent. Dette er den høgaste vekstraten som er registrert sidan sumaren 1992. Noko av forklaringa på den høge veksten ligg i at januartala i fjor var relativt låge.

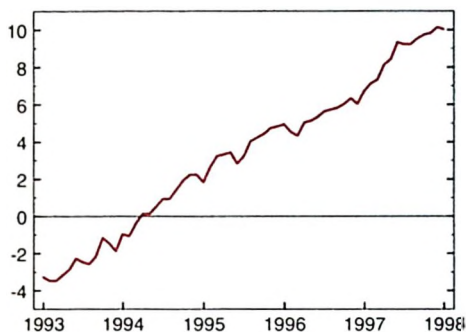
Det var i 1997 ei sterkare inndraging enn året før ved lånetransaksjonane til sentralstyresmaktene, mens inndraginga ved inntektsoverskottet blei litt mindre enn året før. Utlån frå bankane er den dominerande kjelda til pengemengdveksten (jf. tabell 23a i tabellvedlegget bak i bladet).

Publikums fordringar og gjeld

Publikums brutto finanskrav var om lag 1 890 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal 1997, mens gjelda var 2 630 milliardar kroner. Dette gav såleis ei nettogjeld på 740 milliardar kroner. Tredjeparten av dette var nettogjeld overfor utlandet.

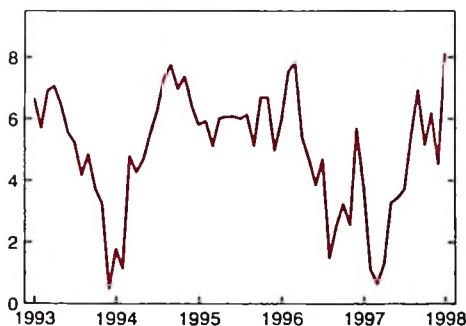
Av kravspostane er bankinnskott den største, med ein andel på 26,9 prosent ved utgangen av tredje kvartal i fjor. Bankinnskotta auka med 2,9 prosent dei tre første kvartala, mot 3,6 prosent i same perioden i 1996. Innskottsveksten har vore relativt svak dei siste åra, og innskottsdelen av totale fordringar er redusert med 2,5 prosentpoeng dei to siste åra. Også forsikringskrava auka litt svakare enn året før, og

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 Publikums¹ fordringar og gjeld. Milliardar kroner.

	31.12. 1995	31.12. 1996	30.9. 1997
Krav i alt	1 586	1 746	1 887
Innanlandske bankinnskott	458	493	507
Forsikringskrav	312	341	363
Obligasjonar og sertifikat	70	79	85
Aksjar og andelar	240	300	397
Andre innanlandske fordringar	344	352	359
Krav på utlandet	162	181	176
Gjeld i alt	2 128	2 337	2 629
Lån i norske kredittinstitusjonar	1 035	1 090	1 172
Obligasjonar og sertifikat	81	92	93
Aksjar og andelar	330	407	529
Anna innanlandsk gjeld	392	414	404
Gjeld til utlandet	290	334	431
Netto krav	-541	-591	-741
Av dette utlandet	-128	-153	-255

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

Kjelde: Noregs Bank

andelen gjekk ned frå 19,5 prosent ved årsskiftet til 19,2 prosent ved utgangen av tredje kvartal 1997.

Publikums beholdning av verdipapir, inkl. andelar i verdipapirfond, utgjorde vel 480 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal i fjor. Dette var om lag ein firedel av dei samla fordringane til sektoren. Andelen har auka relativt sterkt i 1997 både som følgje av transaksjonar og av kursstiging. Ved vurderinga av denne fordringsauken må ein likevel ha i mente at dette stort sett er interne krav mellom publikumssektorane. Heile 83 prosent av publikums bruttobeholdning av verdipapir blir motsvara av gjeldspostar hos den same sektoren. Dette inneber at kursvinstar hos dei som eig papira, blir motsvara av kurstap, dvs. auka gjeld hos utskrivingssektoren.

Lån i norske kredittinstitusjonar står for om lag 45 prosent av den samla gjelda til publikumssektoren. Låna auka med 8 prosent i dei tre første kvartalane i fjor, mot 4,4 prosent i same perioden året før. Mens låneveksten var 12 prosent i føretakssektoren, var han 6 prosent i hushaldssektoren. Publikums verdipapirgjeld, som for det meste består av aksjar og andelar, var 620 milliardar kroner målt til marknadsverdi ved utgangen av tredje kvartal. Som nemnt ovanfor, blir denne gjelda for ein stor del motsvara av tilsvarande krav hos andre innan publikumssektoren. Netto verdipapirgjeld utgjorde 230 milliardar kroner.

Publikums fordringar på utlandet har vist nedgang i 1997, mens utanlandsgjelda har auka som følgje av transaksjonar og omvurderingar.

Verdipapir er den dominerande posten i utanlandsgjelda, med ein andel på om lag 60 prosent ved utgangen av tredje kvartal 1997.

Hushalda, som er ein del av publikumssektoren og som det blir rekna ut ein eigen finansrekneskap for, hadde krav på 960 milliardar og gjeld på 680 milliardar ved utgangen av tredje kvartal i fjor, dvs. nettokrav på 280 milliardar kroner. Hushalda er såleis i ein nettokravsposisjon i motsetning til resten av publikumssektoren, som er i nettogjeldsposisjon. Nettokrava for hushalda auka med vel 50 milliardar kroner frå første til tredje kvartal 1997. Halvparten av auken kan tilskrivast kursvinstar på aksjar og verdipapirfondsandelar. I den same perioden i 1996 auka nettokrava med om lag 25 milliardar kroner.

Kapitalrørsler og valutareservane

Tabell 5.2 viser endringa i bankane sin totale valutaposisjon i 1997 og hittil i 1998.

Hittil i år (veke 9) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 9,9 milliardar kroner frå bankane. Bankane har i same periode kjøpt valuta frå utlandet for 9,8 milliardar kroner spot og for 6,9 milliardar kroner på termin. Utlandet har hittil i år kjøpt obligasjonar for 5,4 milliardar kroner og sertifikat for 7,2 milliardar kroner.

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	-9,9
2. Termin	-66	-9,9
	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-47	-16,7
1. Spot ³⁾	-16	-9,8
2. Termin ³⁾	-31	-6,9
C. Norske sektorar, utanom bankane	-31	-0,5
1. Spot ³⁾	9	-2,2
2. Termin ³⁾	-13	6,3
3. Auke i kundars netto valutakrav overfor bankane	-27	-4,6
D. Anna	12	7,2
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	171,4	184,2⁴⁾

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

²⁾ Veke 1-9.

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

⁴⁾ Utgangen av februar.

Kjelde: Noregs Bank

Handelen bankane har med norske sektorar, viser kjøp av valuta for 2,2 milliardar kroner spot og sal av valuta for 6,3 milliardar kroner på termin. Norske kundar har hittil i år redusert sine nettovalutakrav overfor norske bankar med 4,6 milliardar kroner.

Dei internasjonale reservane motsvara 184,2 milliardar kroner ved utgangen av februar 1998, og verdien av Statens petroleumsfond var på 118,3 milliardar kroner.

keder gjøre obligasjoner mer attraktive, noe som vil føre til lavere langsiktige renter. Et slikt fall i de langsiktige rentene internasjonalt har funnet sted etter at Asia-krisen inntraff, og selv om en del av dette fallet kan tilskrives lavere inflasjon, vil denne rentenedgangen kunne gi en positiv vekstimpuls.

Av de store industrilandene USA, Japan og Tyskland er det Japan som er hardest rammet av krisen i Asia. Japan er også det landet som har hatt lavest samlet vekst de siste årene. Det er en viktig forskjell mellom USA og Tyskland. USA har vært inne i en periode preget av høy vekst og lav arbeidsledighet, slik at Asia-krisen har bidratt til å kjøle ned en økonomi med fare for overoppheting. Tyskland har derimot vært inne i en periode med moderat vekst og høy arbeidsledighet. Krisen i Asia kan dermed sies å ramme Tyskland på et mindre gunstig tidspunkt enn tilfellet har vært for USA.

De indirekte effektene av Asia-krisen på konjunkturutviklingen i de store industrilandene går hovedsakelig via penge- og finanspolitikken. Lavere vekstanslag og redusert inflasjonspress i industrilandene som følge av Asia-krisen gir isolert sett rom for en mer ekspansiv økonomisk politikk. For land som har vært igjennom en periode med svak vekst er det forholdsvis lite finanspolitisk spillerom for å motvirke negative direkte effekter av krisen i Asia. Vi venter at hoveddelen av de indirekte effektene av krisen vil komme gjennom lettelser i pengepolitikken.

Pengepolitikken

Selv om pengepolitikken på lang sikt trolig bare påvirker inflasjonen, vil den på kortere sikt også påvirke aktivitetsnivået i økonomien, blant annet gjennom virkningen på renter og valutakurs. Pengepolitikkenes rolle i konjunkturstyringen avhenger av det pengepolitiske styringsregimet. Hovedskillet går i dag mellom land som søker å oppnå prisstabilitet via et «mellommål» og land som styrer direkte mot prisstabilitet. Et «mellommål» er ikke et mål for pengepolitikken i seg selv, men er ment å lede til prisstabilitet på sikt. Det vanligste «mellommålet» er fast valutakurs. Det er i første rekke mindre land som handler mye med utlandet som har valgt fast valutakurs. De senere årene har et økende antall land valgt å styre direkte mot prisstabilitet. Noen land har innført *eksplisitte* inflasjonsmål (Storbritannia,

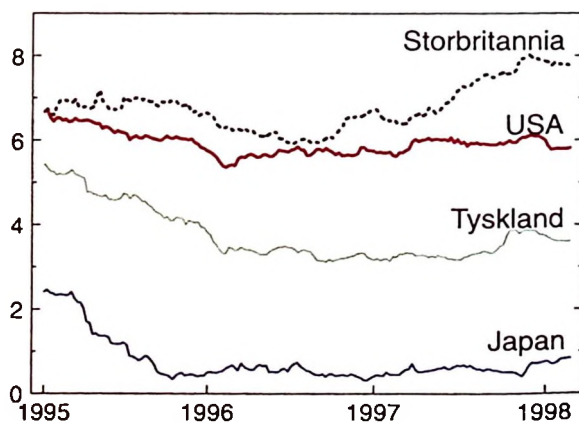
Canada, Sverige, Finland, New Zealand mfl.), andre har *implisitte* inflasjonsmål. I den siste gruppen finner vi de store industrilandene USA, Japan og Tyskland. Sistnevnte har riktignok et «mellommål» for veksten i pengemengden, men dette målet er satt på bakgrunn av forventet inflasjon. USA og Japan har ikke eksplisitte tallfestede mål for pengepolitikken, og de står derfor i prinsippet noe friere i gjennomføringen av pengepolitikken enn land med eksplisitte inflasjonsmål. Utsikten til inflasjonspress tillegges imidlertid hovedvekt når Federal Reserve og Bank of Japan fastsetter bruken av sine pengepolitiske instrumenter.

Krisen i Asia har ført til nedjusterte vekstanslag internasjonalt og lavere inflasjon (se rammen «Går det mot deflasjon?»). Dette gir isolert sett rom for en mer ekspansiv pengepolitikk, og dermed lavere kortsiktige renter i de store industrilandene enn hva som ellers ville vært tilfellet.

De kortsiktige rentene gjenspeiler de ulike landenes konjunktursituasjon

Figur 2 viser kortsiktige renter for USA, Japan, Tyskland og Storbritannia. Nivået ser ut til å reflektere de enkelte landenes konjunktursituasjon. De landene som har høyest produksjons- og prisvekst, tenderer mot å ha det høyeste rentenivået. Forskjellen i realrenter er noe mindre enn forskjellen i nominelle renter, men de kortsiktige nominelle rentene gir likevel et godt bilde av hvor ekspansivt pengepolitikken er innrettet.

Figur 2. Kortsiktige renter i USA, Japan, Tyskland og Storbritannia. Tremåneders eurorenter (ukentlige observasjoner)



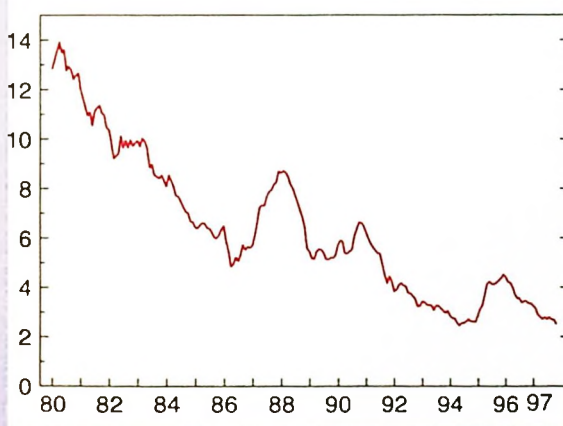
Kilde: Norges Bank

Går det mot deflasjon?

I løpet av de siste femten årene har vi opplevd en sterk reduksjon i inflasjonen i OECD-landene (se figur). Denne nedgangen i inflasjonen har i hovedsak vært resultatet av en bevisst politikk, blant annet for å legge et varig grunnlag for økonomisk vekst. I den siste tiden har krisen i Asia dempet prisveksten ytterligere. Som følge av redusert etterspørsel fra de asiatiske landene er det blitt overproduksjon i flere markeder, noe som har ført til at prisene på mange produkter og råvarer har falt. Kombinasjonen av Asia-krisen og en generell trend mot lavere inflasjon har ført til at enkelte frykter at verdensøkonomien er på vei mot en periode med *deflasjon*. Deflasjon oppfattes ofte som et problem, blant annet fordi det kan gi uheldige fordelingsvirkninger og bidra til gjeldskriser ved at realverdien av gjeld øker.

Figuren viser tolv månedersendring i konsumprisene for et gjennomsnitt av OECD-landene. Inflasjonen har falt med mer enn 10 prosentpoeng siden 1980 og lå ved utgangen av 1997 på under 2,5 prosent.

Inflasjonen i OECD¹ (KPI, tolv månedersvekst, månedlige observasjoner)



Figuren viser tolv månedersendring i konsumprisene for et gjennomsnitt av OECD-landene. Inflasjonen har falt med mer enn 10 prosentpoeng siden 1980 og lå ved utgangen av 1997 på under 2,5 prosent.

¹ Eksklusiv høyinflasjonsland (land med mer enn 10 prosent inflasjon)

Kilde: OECD

Hva ligger i begrepet «deflasjon»? Den vanlige definisjonen av deflasjon er et *vedvarende fall i det generelle prisnivået*. At prisene faller over en kortere periode, er ikke det samme som deflasjon. At priser på enkelte varegrupper faller, er heller ikke tilstrekkelig for å snakke om deflasjon, ettersom deflasjon henspiller på det *generelle prisnivået*. Vi vil først drøfte hvorvidt det er fare for fall i det *generelle prisnivået* og deretter drøfte hvorvidt fall i prisene kan tenkes å *vedvare*.

Faller det generelle prisnivået?

For å drøfte om det er en tendens til *generelt* prisfall eller om det kun gjelder enkelte grupper av produkter, kan det være nyttig å skille mellom produkter som handles internasjonalt og produkter som ikke handles internasjonalt. Det generelle prisnivået er et veiet gjennomsnitt av prisene på disse to typene av produkter. Grovt sett kan en si at skillet mellom de to typene tilsvareer skillet mellom *varer* og *tjenester*.

Det er også viktig å skille mellom endringer i *absolutte* priser og endringer i *relative* priser. Opplever vi et fall i det absolutte prisnivået eller en endring i relative priser? For å se nærmere på dette, kan en ta utgangspunkt i de enkelte komponentene i konsumprisindeksen for USA, hvor diskusjonen om hvorvidt det går mot deflasjon har vært sterkest. Ved å se på tabellen får vi et mer nyansert bilde av prisutviklingen. Det ser ut til at prisutviklingen i stor grad kan karakteriseres som endringer i relative snarere enn absolutte priser. Den lavere innenlandske etterspørselen i asiatiske land har ført til lavere priser på varer, deriblant råvarer, som kan handles internasjonalt. Det er derfor ikke overraskende at prisene på for eksempel biler og bensin har falt.

Tabellen viser at prisene på tjenester, med unntak av luftfartstjenester, har steget, og det er lite som tyder på at prisene på tjenester skal falle i overskuelig fremtid. Fall i prisene på varer i forhold til prisene på tjenester gjelder ikke bare for USA, men er et generelt trekk ved prisutviklingen internasjonalt det siste året. Men fordi det bare er prisene på enkelte grupper av produkter som har falt, er det feilaktig å snakke om fall i det generelle prisnivået. Siden det i stor grad er snakk om relative, og ikke absolutte,

prisendringer, kan valget av prisindeks ha stor betydning for den målte inflasjonen. Vanligvis måler en inflasjon ved hjelp av konsumprisindeksen, hvor prisene på tjenester utgjør en stor andel i de industrialiserte landene (om lag halve konsumprisindeksen for USA). Det kreves derfor svært kraftige fall i prisene på varer for at det generelle konsumprisivået skal falle, gitt at trenden med økning i prisene på tjenester fortsetter.

Prosentvis endring i konsumprisindeksen og dens komponenter for USA i 1997. 12-månedersvekst

	Vekt	Prisendring
<i>Matvarer</i>	15,9	1,5
<i>Energi</i>	7,0	-3,4
<i>Varer</i>	23,4	0,4
Nye kjøretøy	5,0	-0,9
Brukte kjøretøy	1,3	-4,9
Klær	4,8	0,9
Tobakk	1,6	7,2
Annet	10,7	0,4
<i>Tjenester</i>	53,7	3,0
Bolig	28,2	3,4
Helse	6,1	2,9
Utdanning	2,8	5,2
Underholdning	2,4	2,5
Luftfart	1,1	-4,8
Annet	13,1	2,4
<i>Samlet</i>	<i>100,0</i>	<i>1,7</i>

Kilde: J.P. Morgan

Inflasjon og deflasjon er monetære fenomener

På lang sikt blir prisveksten hovedsakelig bestemt av pengemengdeveksten, som i sin tur er bestemt av innretningen av pengepolitikken. Inflasjon og deflasjon er dermed på lang sikt *monetære fenomener*. Deflasjon kan bare oppstå som følge av en bevisst politikk eller alvorlige pengepolitiske feilvurderinger. En bevisst deflasjonspolitik er urealistisk nettopp fordi den er uønsket. Det er således verdt å merke seg at alle land som har innført eksplisitte mål for inflasjonen, sikter mot en viss inflasjon. For eksempel har Storbritannia et inflasjonsmål på 2,5 prosent, med svingningsmargin på ett prosentpoeng i hver retning. Bakgrunnen for dette er at både for lav og for høy inflasjon i forhold til målet forsøkes unngått.

Som nevnt er det viktig å skille mellom deflasjon og et midlertidig fall i prisnivået. Kanskje er det det siste som har vært i folks tanker når en har diskutert muligheten for «deflasjon». Selv om det er lite trolig, kan det ikke utelukkes at dagens lave inflasjon i kombinasjon med virkningene av krisen i Asia kan føre til et midlertidig fall i det generelle prisnivået. De økonomiske skadevirkningene av et midlertidig fall i prisene regnes imidlertid som små i forhold til et vedvarende prisfall. Det er svært lite sannsynlig at verdensøkonomien går inn i en periode med deflasjon, i ordets egentlige forstand.

Japan har ført en svært ekspansiv pengepolitikk de siste årene. Krisen i Asia har forsterket behovet for å stimulere den lave private etterspørselen. Men de kortsiktige rentene har ligget så lavt de siste to årene at en ytterligere stimulering gjennom en vesentlig rentenedgang er vanskelig å gjennomføre.¹ Den japanske økonomien kan derfor ikke vente noen drahjelp gjennom en vesentlig reduksjon av de kortsiktige rentene.

USA og Storbritannia har de seneste årene begge hatt sterk vekst og historisk sett lave arbeidsledighetsrater. Den kortsiktige renten i USA har vært relativt stabil i løpet av de siste to årene, mens renten i Storbritannia økte gjennom hele fjoråret. Dette gjenspeiler at det høye aktivitetsnivået har gitt ulikt utslag på inflasjonspres-

set i de to landene. Den sterke veksten i USA har ikke ført til noe vesentlig inflasjonspress (se også egen ramme om USA). Det har derfor ikke vært behov for en ytterligere tilstramming av pengepolitikken. Krisen i Asia med påfølgende nedjusterte vekstanslag og lavere inflasjon har trolig også medvirket til dette. I Storbritannia har flere renteøkninger i 1997 vært nødvendig for å dempe inflasjonspresset.

Tyskland er preget av lav innenlandsk etterspørsel, og pengepolitikken har vært relativt ekspansiv de siste to årene. Inflasjonen falt mot

¹ Sentralbankens styringsrente, diskontoen, har siden september 1995 ligget så lavt som en halv prosent.

Nye sammenhenger i amerikansk økonomi?

De siste to årene har amerikansk økonomi vokst med en gjennomsnittlig årlig rate på 3,5 prosent. Det er vesentlig høyere enn det en tradisjonelt har vurdert som forenlig med stabil inflasjon. Arbeidsledigheten er falt til 4,6 prosent, som er et historisk lavt nivå. Mange har ment at en så lav arbeidsledighet vil lede til økt lønns- og prispress, men så langt har presset uteblitt. Inflasjonen er tvert imot lav, og selv om lønnsveksten har økt den siste tiden, er den fortsatt relativt moderat.

I kjølvannet av disse paradoksene har en rekke økonomer hevdet at virkemåten til amerikansk økonomi er forandret. Poenget deres er at informasjonsteknologi og globalisering har ledet til raskere produktivitsvekst, som har gitt rom for økt overskudd, økt lønnsvekst og lavere inflasjon på samme tid. Økonomien kan dermed vokse mer enn før uten at inflasjonen tiltar. Sammenhengen mellom vekst, sysselsetting og inflasjon er *endret*. Den amerikanske sentralbanksjefen Alan Greenspan er blant dem som er blitt tatt til inntekt for dette synet. Han har uttalt at økt global konkurranse har begrenset den amerikanske lønnsveksten og at investeringer i informasjonsteknologi vil øke produktiviteten. Noen av tilhengerne av «ny økonomi-teorien» går betydelig lenger. De mener sammenhengen mellom økonomisk vekst, arbeidsledighet og inflasjon er opphevet. De mest ekstreme har gått så langt som å hevde at kampen mot inflasjonen er vunnet en gang for alle, og at konjunktursyklenes tid er forbi.

En rekke fremstående økonomer har uttrykt skepsis til teoriene om at virkemåten i den amerikanske økonomien er forandret. De mener det er forbigående årsaker bak den lave prisstigningen, som lavere råvarepriser og en sterk dollar, og at det er et tidsspørsmål før inflasjonen vil øke. En av de som har uttrykt skepsis, er Paul Krugman fra Massachusetts Institute of Technology. Ifølge Krugman har den kritiske verdien for vekstraten som er forenlig med en stabil arbeidsledighetsrate, de siste 20 årene vært 2-2½ prosent. Krugman antar med andre ord implisitt en konstant langsiktig vekstrate, eller «fartsgrense», for økonomien. Selv om økonomien en periode kan vokse raskere enn

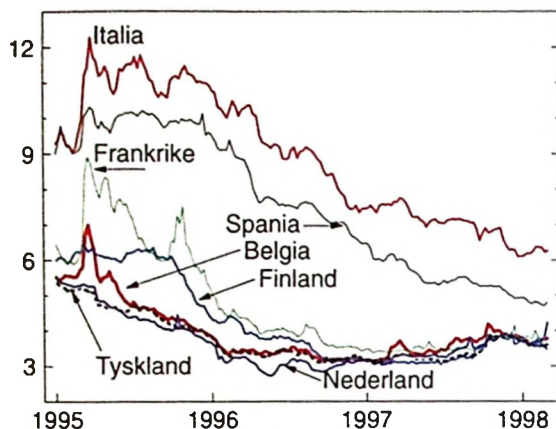
dette hvis den starter ut fra et høyt arbeidsledighetsnivå (for eksempel 7,5 prosent, som det var i USA i 1992), kan vekstraten på lang sikt ikke være høyere enn 2-2½ prosent uten at det leder til økt inflasjon.

Tilhengerne av den «nye økonomien» sier at produktiviteten har økt, og at når den offisielle produktivitsstatistikken ikke viser at det har skjedd, er det fordi en ikke vet hvordan produksjonen skal måles i en høy-teknologisk tjenestebasert økonomi. På det svarer Krugman at det kan de nok ha rett i, men det visste en ikke i den «mellom-teknologisk» tjenestebaserte økonomien heller. Hvordan skulle produktivitsindekser, som måler arbeidstakernes evne til å produsere et *gitt* sett av varer, kunne ta hensyn til de revolusjonerende oppfinnelsene som biler, antibiotika, radioer, tv-apparater og telefoner? Det faktiske målet på produktivitet har trolig undervurdert veksten i den faktiske levestandarden i mer enn hundre år. Ingen vet om feilmålingen av produktivitsveksten de siste fem årene (som følge av informasjonsteknologi mv) er større eller mindre enn hva feilmålingen var på for eksempel 1960-tallet.

Selv om produktivitsveksten er undervurdert, er det viktig å være klar over at dette likevel ikke er et argument for at den målte BNP-veksten kan vokse raskere uten at inflasjonen tiltar. Hvis produktivitsveksten er undervurdert, betyr det at økonomien allerede vokser raskere enn det de offisielle dataene tilsier. Det betyr ikke at økonomien kan vokse enda raskere uten å påvirke inflasjonen.

Diskusjonen om hvorvidt amerikansk økonomi kan vokse mer enn før uten at inflasjonen tiltar, nådde et høydepunkt høsten 1997, men har stilnet i lys av krisen i Asia. Om diskusjonen vil blusse opp igjen, avhenger av hvordan Asia-krisen utvikler seg. I kjølvannet av krisen er det tvert imot dukket opp en helt annen diskusjon, om verden faktisk står overfor en global deflasjonsfare (se foregående ramme).

Figur 3. Kortsiktige renter i utvalgte EU-land. Tremåneders eurorenter (ukentlige observasjoner)



Figuren viser kortsiktige renter for et utvalg av landene som ønsker å delta i ØMU. Det har vært en generell tendens til fallende rentenivå fra 1995 til 1997. Rentenivået i høyrenteland som Italia og Spania har falt mer enn rentenivået i lavrenteland som Tyskland og Frankrike. Forskjellene i rentenivåer mellom de forskjellige landene gjenspeiler blant annet hvordan markedet vurderer sannsynligheten for at de enkelte landene kommer til å delta i ØMU.

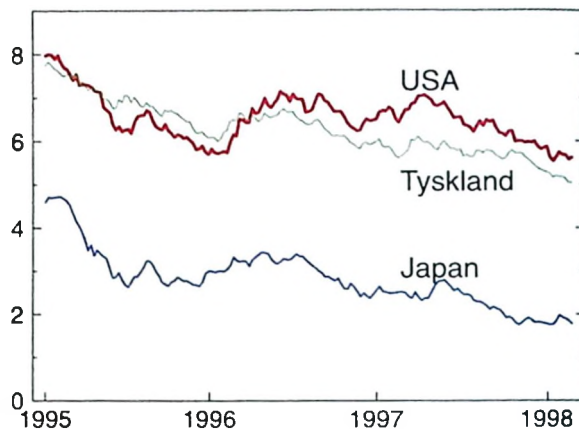
Kilde: Norges Bank

slutten av 1997, noe som sammen med virkningene av Asia-krisen skulle gi rom for en fortsatt ekspansiv tysk pengepolitikk. Prosessen fram mot ØMU innebærer en konvergens i rentenivåene til de potensielle ØMU-landene (se figur 3). Tidligere ble det antatt at rentekonvergens ville gå i retning av en heving av det tyske rentenivået mot et gjennomsnitt av medlemmenes rentenivåer, blant annet for å forhindre inflasjonspress når ØMU blir dannet. Effektene av krisen i Asia på europeiske økonomier har trolig gjort en slik renteøkning mindre sannsynlig.

Utviklingen i langsiktige renter kan bidra til økt vekst

Figur 4 viser at det har vært en tendens til nedgang i langsiktige renter blant de store industrilandene i løpet av det siste halve året. Det kan være flere årsaker til dette. Det kan skyldes forventninger om lavere inflasjon. En annen mulig forklaring på nedgangen i langsiktige renter er at obligasjoner har blitt mer attraktive i forhold til

Figur 4. Langsiktige renter i USA, Japan og Tyskland. 10 års statsobligasjonsrenter (ukentlige observasjoner)



Kilde: Norges Bank

aksjer. Fluktusjonene i internasjonale aksjemarkeder den senere tiden kan ha gjort at investorer oppfatter aksjeinvesteringer som mer usikre og derfor ønsker å holde en større andel av obligasjoner i sine porteføljer. Dette bidrar til høyere obligasjonskurs, og dermed lavere langsiktige renter. Hvis nedgangen i nominelle renter også gjenspeiler en nedgang i realrenter, kan rentenedgangen gi en positiv vekstimpuls internasjonalt.

Figur 5 viser at nedgangen i langsiktige renter har gjort at avkastningskurvene for USA, Japan og Tyskland er blitt flatere fra januar 1997 til januar 1998. I USA har både langsiktige og mellomlangsigte renter gått ned, mens i Japan og Tyskland har mellomlangsigte renter gått noe opp i denne perioden. At avkastningskurvene er blitt flatere kan gjenspeile at markedet har nedjustert sine forventninger om fremtidige kortsiktige renter. Dette kan skyldes både lavere forventet inflasjon og lavere forventede realrenter. Fallet i råvarepriser og nedjusterte vekstanslag som følge av krisen i Asia kan ha bidratt til forventninger om lavere fremtidig inflasjon. Det er også grunn til å tro at forventede realrenter har gått ned i de store industrilandene. Som en følge av krisen i Asia vil de kriserammede landenes driftsbalanseunderskudd måtte reduseres. En større andel av verdens sparemidler blir dermed tilgjengelig for land utenfor denne regionen. Dette bidrar til lavere realrenter i de store industrilandene, noe som isolert sett bidrar til økt vekst.

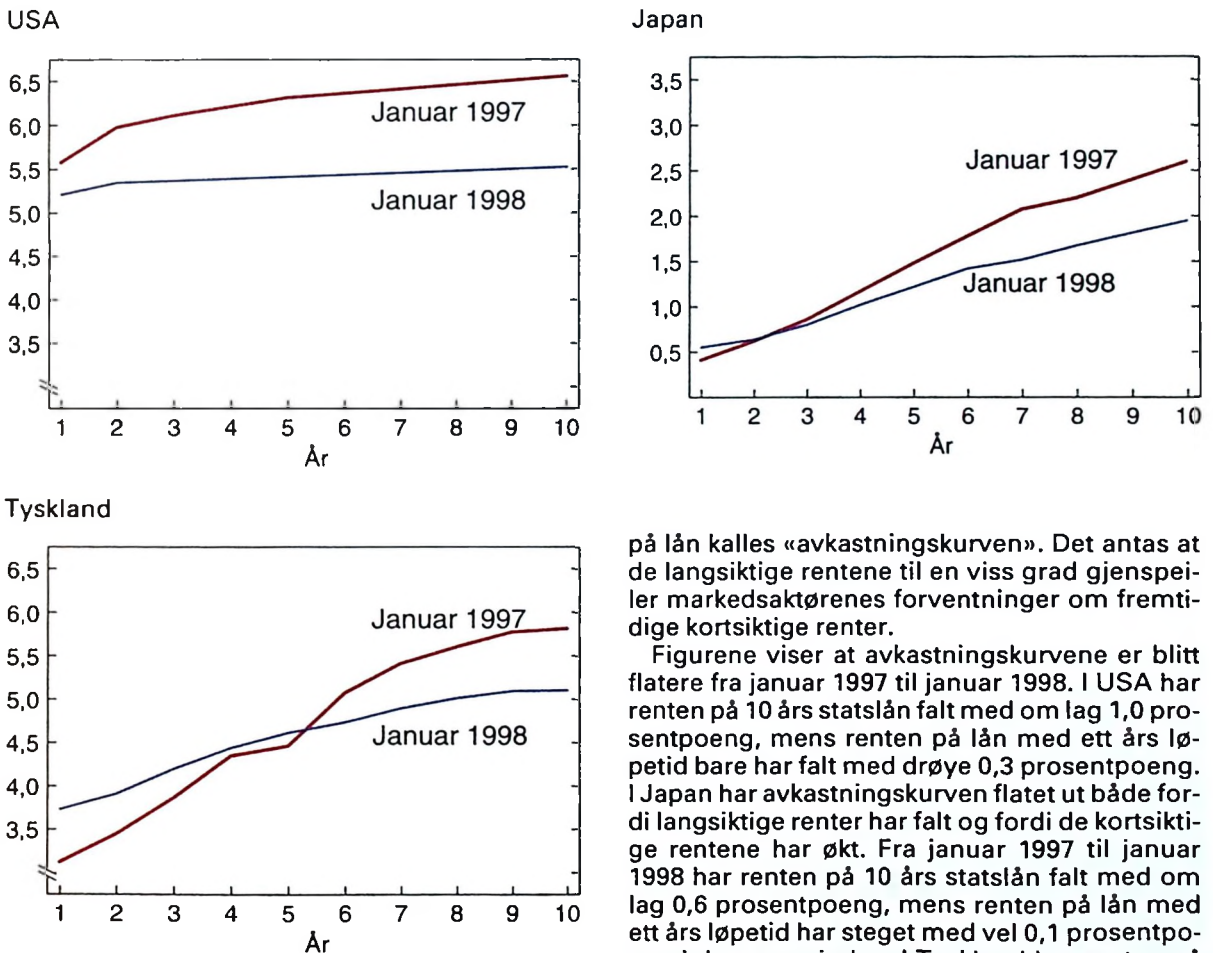
De langsiktige rentene har falt mest i USA i løpet av 1997, noe mindre i Tyskland og minst i Japan. På bakgrunn av disse landenes forskjellige konjunktursituasjon er det grunn til å tro at utviklingen i langsiktige renter isolert sett bidrar til å forsterke divergensen i vekstratene mellom de store industrilandene.

Valutakursutviklingen kan dempe veksten i USA, mens vekstimpulsen for Japan og Tyskland er usikker

Figur 6 viser utviklingen i den effektive nominelle valutakursen for USA, Japan og Tyskland.

Normalt gir utviklingen i denne et godt bilde av utviklingen i konkurransevnen på kort sikt. Det er imidlertid grunn til å tro at utviklingen i konkurransevnen til disse landene har vært svakere enn utviklingen i den effektive valutakursen skulle tilsi, fordi konkurransen fra de kriserammede landene i Asia har økt. Både den sterke svekkelsen av de kriserammede landenes valutaer og redusert importetterspørsel fra disse landene har bidratt til dette. Dette har gått særlig ut over Japan, hvor en stor andel av eksporten går til de kriserammede landene. Japans effektive valutakurs har vist forholdsvis store svingninger i 1997, men har svekket seg noe året sett under

Figur 5. Avkastningskurver i USA, Japan og Tyskland



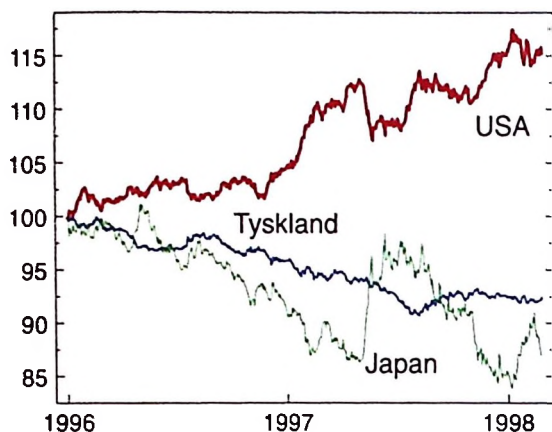
Kilde: Bloomberg

Figurene viser månedlige gjennomsnitt for effektive renter på statsobligasjoner med ulik løpetid i henholdsvis januar 1997 og januar 1998. En slik sammenheng mellom rente og løpetid

på lån kalles «avkastningskurven». Det antas at de langsiktige rentene til en viss grad gjenspeiler markedsaktørens forventninger om fremtidige kortsiktige renter.

Figurene viser at avkastningskurvene er blitt flatere fra januar 1997 til januar 1998. I USA har renten på 10 års statslån falt med om lag 1,0 prosentpoeng, mens renten på lån med ett års løpetid bare har falt med drøye 0,3 prosentpoeng. I Japan har avkastningskurven flatet ut både fordi langsiktige renter har falt og fordi de kortsiktige rentene har økt. Fra januar 1997 til januar 1998 har renten på 10 års statslån falt med om lag 0,6 prosentpoeng, mens renten på lån med ett års løpetid har steget med vel 0,1 prosentpoeng i denne perioden. I Tyskland har renten på 10 års statslån har falt med 0,7 prosentpoeng fra januar 1997 til januar 1998, mens renten på ett års statslån har økt med 0,5 prosentpoeng i denne perioden.

Figur 6. Effektive nominelle valutakurser for amerikanske dollar, japanske yen og tyske mark. Indekser, 1.1.1996=100



Nominell effektiv valutakurs viser kursen for et lands valuta i forhold til valutakursen hos et gjennomsnitt av handelspartnerne. En økning i den nominelle valutakursen innebærer at valutakursen har appresiert i forhold til handelspartnerne. Amerikanske dollar har styrket seg med 13,7 prosent fra januar 1996 til februar 1998. Japanske yen har svekket seg med 10 prosent, og tyske mark har svekket seg med 7,3 prosent i den samme perioden.

Kilde: Norges Bank

tt. Valutaene til andre asiatiske land som Japan konkurrerer med, har imidlertid svekket seg enda mer. Dette bidrar til at japanske eksportører møter økt konkurranse fra andre asiatiske bedrifter i markeder utenfor Asia. Den effektive valutakursen tar ikke hensyn til slike tredjelands-effekter. På bakgrunn av dette er det liten grunn til å tro at valutakursutviklingen gir noen betydelig positiv vekstimpuls for Japan.

Det samme kan i noen grad sies å være tilfellet for Tyskland, som også har hatt en viss svekkelse av den effektive valutakursen de siste to årene. En betydelig andel av tysk eksport består av investeringsvarer, og etterspørselen etter disse har falt mye som følge av Asia-krisen. Tyskland kan derfor neppe vente den samme drahjelpen fra eksportindustrien som før Asia-krisen.

USA, som i motsetning til Japan og Tyskland har ført en relativt stram pengepolitikk, har opplevd at dollaren har styrket seg kraftig det siste året. Styrkingen av dollaren må også sees i sammenheng med den gunstige utviklingen i amerikansk økonomi (se egen ramme om USA). Det

kan tenkes at styrkingen av amerikanske dollar har sammenheng med en raskere produktivitetsvekst enn hos handelspartnerne. Det er likevel grunn til å tro at appresieringen, i kombinasjon med krisen i Asia, bidrar til en negativ etterspørselsimpuls for amerikansk økonomi.

Samlet sett har Asia-krisen trolig bidratt til en mer ekspansiv pengepolitikk i de store industrilandene enn hva som ellers ville ha vært tilfellet. I USA, hvor veksten har vært sterkest, har pengepolitikken vært strammest. En nedgang i langsiktige renter gir isolert sett en positiv vekstimpuls, mens valutakursutviklingen bidrar negativt til veksten. I Tyskland bidrar lavere langsiktige renter til økt vekst, mens vekstimpulsen fra valutakursutviklingen ventes å være liten. Pengepolitikken i Japan har vært svært ekspansiv over lengre tid, og det er derfor vanskelig å stimulere den lave innenlandske etterspørselen ved hjelp av pengepolitikken.

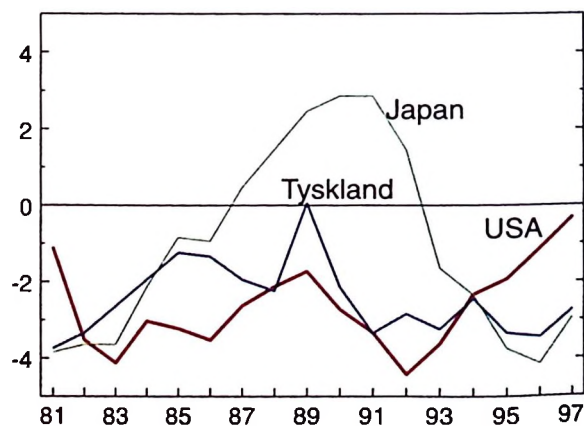
Finanspolitikken

Begrenset handlefrihet for Japan og Tyskland

Det er store forskjeller i den finanspolitiske handlefriheten mellom de store industrilandene. Den er minst hos Japan og Tyskland, som har mest behov for stimulering, mens den er størst hos USA, som har minst behov for stimulering.

Fra å ha et budsjettunderskudd på 4,4 prosent av BNP i 1992, er USAs budsjettunderskudd i 1997 anslått til 0,3 prosent av BNP (se figur 7).

Figur 7. Offentlige budsjettoverskudd som andel av BNP i USA, Japan og Tyskland



Kilde: OECD

Noe av reduksjonen skyldes den gunstige konjunktursituasjonen, som har bidratt til å øke skatteinntektene og redusere konjunkturavhengige utgifter. Men hoveddelen av bedringen har vært et resultat av en finanspolitisk konsolidering for å nå målet om budsjettbalanse i år 2002. Selv om den offentlige spareraten har økt, har veksten i amerikansk økonomi vært sterk fordi den private spareraten har gått vesentlig ned.

Utviklingen i budsjettunderskuddet i Japan har gått den andre veien. Fra å ha et budsjettoverskudd på 1,5 prosent av BNP i 1992, har Japan et anslått budsjettunderskudd på 2,9 prosent av BNP i 1997. Årsaken til dette er dels at den svake konjunktursituasjonen har forverret budsjettbalansen på grunn av de konjunkturavhengige inntektene og utgiftene, og dels at japanske myndigheter har ført en aktiv motkonjunkturpolitikk. I 1997 reduserte Japan imidlertid det offentlige budsjettunderskuddet med 1,2 prosentpoeng av BNP. Korrigert for de konjunkturavhengige inntekter og utgifter, utgjorde dette en finanspolitisk innstramming på rundt 2 prosentpoeng av BNP. Innstrammingen tok i hovedsak form av en betydelig reduksjon i offentlige investeringer og en økning av indirekte skatter. Hovedårsaken til den finanspolitiske innstrammingen var at det offentliges finansielle posisjon ikke ble ansett å være i samsvar med de langsiktige offentlige forpliktelsene.

Selv om statens netto gjeld som andel av BNP er lav i internasjonal målestokk², er aldriingsproblemet i Japan større enn i de fleste andre industrialiserte land. Fremtidige utgifter i form av alderspensjon vil dermed øke i en periode der lavere yrkesdeltaking vil redusere skatteinntektene. Selv om det har vært signaler om en kommende finanspolitisk stimuleringspakke, synes den japanske regjeringens vilje til å stimulere økonomien ved hjelp av finanspolitikken å være forholdsvis liten³. Det er også usikkert hvor stor effekt en ekspansiv finanspolitikk vil ha for veksten. På grunn av de fremtidige statsfinansielle forpliktelsene kan en ekspansiv politikk i dag skape forventninger om en desto sterkere innstramming i nær fremtid, slik at stimuleringseffekten reduseres eller uteblir. Videre kan en forverring av budsjettbalansen øke husholdningenes og bedriftenes usikkerhet med hensyn til fremtidig vekst, noe som kan dempe etterspørselen.

Kravene for deltakelse i tredje fase av den øko-

Budsjettutviklingen i EU-landene

Stats- og regjeringssjefene i EU-landene vil i mai i år komme sammen for å avgjøre hvilke av medlemslandene som er kvalifisert for deltakelse i tredje fase av den økonomiske og monetære union (ØMU), som etter planen skal iverksettes fra 1. januar 1999. Utviklingen i de offentlige finansene vil stå sentralt i denne vurderingen. I Maastricht-traktaten er det innført prinsipper som skal sikre finanspolitisk disiplin i medlemslandene. Ett av disse prinsippene er at medlemsstatene skal unngå for store offentlige underskudd. Bestemmelsen omfatter både underskudd og brutto offentlig gjeld. I en egen protokoll er det fastlagt referanseverdier som underskuddet og gjelden ikke skal overskride; henholdsvis 3 prosent av BNP for underskuddet og 60 prosent av BNP for bruttogjelden. Referanseverdiene er ikke absolutte, og traktaten åpner for en viss fleksibilitet. Tabellen viser at landene som er forventet å skulle delta i ØMU fra årsskiftet, alle har redusert budsjettunderskuddet til under 3 prosent. Bare Finland, Frankrike og Luxembourg tilfredsstiller kravet til gjeldsgrad.

Budsjettoverskudd og brutto offentlig gjeld i prosent av BNP for EU-landene i 1997

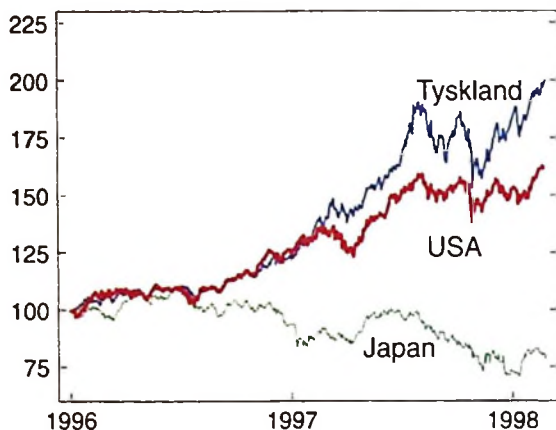
	Budsjettoverskudd	Brutto gjeld
Østerrike	-2,5	66,1
Belgia	-2,1	122,2
Finland	-0,9	55,8
Frankrike	-3,0	58,0
Tyskland	-2,7	61,3
Irland	0,9	66,3
Italia	-2,7	121,6
Luxembourg	1,7	6,7
Nederland	-1,4	72,1
Portugal	-2,5	62,0
Spania	-2,6	68,3
Danmark	0,7	64,1
Hellas	-4,0	108,7
Sverige	-0,4	76,6
Storbritannia	-1,9	53,4

Kilde: Financial Times

² I Japan var statens netto gjeld i 1997 på 18 prosent av BNP.

³ En begrenset stimuleringspakke, den fjerde i rekken i løpet av kort tid, ble lagt fram 20. februar i år. Pakken inneholdt noe finansiell støtte til virksomhet i de kriserammede landene i Asia samt lettelser i reguleringen av banker og bedrifter. Siden pakken innebar forholdsvis små finanspolitiske utgifter, ventes stimuleringseffekten å bli liten.

Figur 8. Aksjekursutviklingen i USA, Japan og Tyskland. 1.1.1996=100



Dow Jones-indeksen omfatter de 30 største industriselskapene på New York-børsen, og representerer om lag 25 prosent av den samlede verdien på denne børsen. Nikkei-225-indeksen omfatter de 225 største selskapene notert på Tokyo-børsen, og utgjør om lag 60 prosent av den samlede verdien på denne børsen. DAX-indeksen utgjør de 30 største selskapene notert på Frankfurt-børsen, og representerer 75 prosent av omsetningen i det tyske aksjemarkedet.

Dow Jones-indeksen har økt med 61 prosent fra januar 1996 til februar 1998, mens den tyske DAX-indeksen har økt med 93 prosent i den samme periode. Målt i felles valuta, blir forskjellen mellom den amerikanske og den tyske aksjekursoppgangen vesentlig mindre, ettersom tyske mark har svekket seg mot dollar i denne perioden. Nikkei-indeksen har imidlertid falt med 18 prosent i samme periode.

Kilde: Reuters

nomiske og monetære union medfører at EU-landene har gjennomført en finanspolitisk konsolidering. Rammen om budsjettutviklingen i EU-landene viser at de potensielle deltakerne ser ut til å fylle kravene. Tyskland har i de siste årene foretatt en finanspolitisk konsolidering, men det har likevel vist seg vanskelig å få ned budsjettunderskuddet. Hovedårsaken til dette er den svake konjunktursituasjonen, som blant annet medfører høye utgifter til ledighetstrygd. Selv om det aktivitetskorrigerede budsjettunderskuddet er blitt redusert med om lag 2 prosentpoeng av BNP, har det faktiske underskuddet bare gått ned fra 2,8 prosent av BNP i 1992 til 2,7 prosent av BNP i 1997. Underskuddet i offentlig sektor vil trolig reduseres i 1998, blant annet som følge av regjeringens privatiseringsplaner. Målset-

tingen for privatiseringen er at omfanget av det statlige eierskapet innen år 2000 skal ned til et nivå som før gjenforeningen i 1990.

Drøftingen ovenfor viser at statsfinansielle hensyn i Japan og Tyskland tilsier at en ikke kan vente en vesentlig mer ekspansiv finanspolitikk i disse landene. I USA derimot har den finanspolitiske konsolideringen kommet så langt at mulighetene for å drive finanspolitisk stabiliseringspolitikk i langt større grad er til stede. Behovet for en finanspolitisk stimulering er imidlertid ikke til stede i USA. Innenfor både finanspolitikken og pengepolitikken er det derfor en tendens blant de store industrilandene til at de landene med størst behov for stimulering også er de landene med minst muligheter for dette.

Finansiell usikkerhet kan dempe veksten

Som figur 8 viser, har det vært store fluktusjoner i internasjonale aksjemarkeder i kjølvannet av krisen i Asia. Dette kan ha konsekvenser for konjunkturutviklingen både gjennom investeringsetterspørselen og konsumetterspørselen. For bedriftene vil finansieringskostnadene til investeringsprosjekter bli mer usikre som følge av større fluktusjoner i aksjekursene, noe som kan dempe investeringsetterspørselen. Økt usikkerhet om verdien av forbrukernes formue fører trolig til større forsiktighet og dermed til en høyere sparingrate. Jo større andel av formuen forbrukerne holder i aksjer, jo større vil denne effekten være. Siden forbrukerne i USA har en større andel av formuen i aksjer enn forbrukerne i Japan og Tyskland, hvor aksjene i stor grad eies av bankene, vil effekten være størst i USA.

Både nivået og volatiliteten til aksjekurser har betydning. Selv om det har vært store fluktusjoner i aksjemarkedene i USA og Tyskland, ligger de gjennomsnittlige kursnivåene på et historisk høyt nivå. Et høyere kursnivå kan isolert sett gi positive etterspørselsimpulser. I Japan har imidlertid de økte fluktusjonene gått sammen med en generell nedgang i aksjekursene. Begge disse faktorene kan bidra til lavere etterspørsel. En del av den reduserte etterspørselen kan komme via mer forsiktig utlånspolitikk fra bankenes side, fordi aksjekursnedgangen sammen med økt volatilitet forsterker problemene i finanssektoren.

De økte fluktusjonene i aksjemarkedene må imidlertid ikke ses isolert, siden de representerer

omplasseringer av formue. Store fluktuasjoner i aksjemarkedet gjenspeiles normalt også i andre finansmarkeder, som valutamarkedet og obligasjonsmarkedet. Hvilke typer av omplasseringer av formue kan krisen i Asia ha medført? For det første har trolig investorene i gjennomsnitt ønsket å plassere en mindre andel av formuen i de asiatiske valutaene. Dette skulle isolert sett gi en kursoppgang i både aksjer og obligasjoner i land hvor valutaene blir oppfattet som mindre risikable, samt en styrking av disse landenes valutakurs vis-à-vis de kriserammede landene. Figur 8 viser at det er blitt et brudd i trenden med børsoppgang i USA og Tyskland etter krisen i Asia. Samtidig har det vært kursoppgang i obligasjonsmarkedene, med tilhørende nedgang i langsiktige renter. Dette tyder på at investorene i gjennomsnitt har ønsket å omplassere fra aksjer til obligasjoner.

De store fluktuasjonene i finansmarkedene i kjølvannet av krisen i Asia kan skyldes usikkerhet blant markedsaktørene med hensyn til den fremtidige utviklingen i Asia. Ny informasjon og rykter kan derfor lede til store omplasseringer av formue, både mellom valutaer og mellom formuesobjekter. Volatile finansmarkeder kan igjen føre til økt usikkerhet, som igjen fører til økt volatilitet. Hvis usikkerheten med hensyn til situasjonen i Asia vedvarer, kan en forvente fortsatt store fluktuasjoner i aksje-, obligasjons- og valutamarkedene. Dette kan bidra til å dempe veksten i verdensøkonomien.

Nærmere om konjunkturutsiktene i utvalgte industriland

Vi har ovenfor sett på faktorer av betydning for konjunkturutviklingen. Sammen med den senere tids utvikling i enkeltindikatorer for landene danner dette grunnlaget for våre anslag for utviklingen i internasjonal økonomi i 1998 og 1999. Nedenfor gir vi anslag for vekst og inflasjon hos våre viktigste handelspartnere og en nærmere begrunnelse for anslagene.

BNP-veksten anslås til 2½ prosent for Norges handelspartnere i inneværende og neste år. Vi venter at inflasjonen hos Norges handelspartnere fortsatt vil holde seg lav. Inflasjonen anslås til 2 prosent i inneværende år og 2¼ prosent neste år.

I USA er det fortsatt solid vekst og lav inflasjon. Foreløpige tall viser at bruttonasjonalpro-

Tabell 2.1. Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra foregående år

	1996	1997	1998	1999
USA	2,8	3 ¼	2 ½	2
Japan	3,9	1	¼	1
Tyskland	1,4	2 ¼	2 ½	2 ¾
Frankrike	1,5	2 ½	2 ¾	2 ¾
Storbritannia	2,3	3 ¼	2 ¼	2
Sverige	1,3	2	2 ¾	2 ¾
Danmark	3,4	3	3	2 ½
Finland	3,6	5 ½	3 ½	3
Norges handelspartnere ¹⁾	2,2	2 ¾	2 ½	2 ½

1) Vektet med eksportvekter

Kilde: Norges Bank

Tabell 2.2. Anslag for konsumpriser. Prosentvis vekst fra forrige år

	1996	1997	1998	1999
USA	2,9	2 ¼	2	2 ¼
Japan	0,1	1 ¼	¾	¾
Tyskland	1,5	1 ¼	2	2 ¼
Frankrike	2,0	1	1 ¼	2
Storbritannia	2,4	3	3	2 ¾
Sverige	0,8	1	2	2 ½
Danmark	2,1	2 ¼	2 ½	2 ½
Finland	0,6	1 ¼	2 ¼	2 ½
Norges handelspartnere	1,8	2	2	2 ¼

Kilde: Norges Bank

duktet økte med 3,8 prosent i 1997, det høyeste på ni år. Økt vekst i det private forbruket, stimulert av økt reallønn og en positiv formuesutvikling, er en viktig forklaringfaktor bak den sterke utviklingen i amerikansk økonomi det siste året. Næringslivets realinvesteringer har vokst kraftig gjennom konjunkturoppgangen, og gav også i fjor et betydelig bidrag til den økonomiske veksten. Nettoeksporten gav et svakt negativt vekstbidrag. Arbeidsledighetsraten var 4,6 prosent i februar, og ser dermed ut til å ha stabilisert seg på et historisk lavt nivå.

Krisen i Asia har bidratt til lavere kortsiktige og langsiktige renter, som isolert har en stimulerende effekt på konsum- og investeringsetterspørselen. På den annen side vil den sterke amerikanske dollaren og lavere etterspørsel fra Asia trolig føre til at nettoeksporten vil gi en negativ vekstimpuls i tiden fremover. Eksporten utgjør

12 prosent av BNP, og en tredel av denne går til land i Øst-Asia og Japan. Hvis Asia-krisen sprer seg til andre fremvoksende markeder, vil den amerikanske eksporten bli betydelig rammet.

Konsumprisveksten i USA holder seg på et lavt nivå. Når det gjelder den fremtidige prisutviklingen, vil tiltakende lønnsvekst trekke prisene opp, mens lave råvarepriser og en sterk amerikansk dollar vil trekke prisene ned. Tekniske justeringer i konsumprisindeksen⁴ vil også bidra til at den målte prisveksten blir lavere. Vi antar at BNP vil øke med 2½ prosent i 1998 og 2 prosent i 1999. Konsumprisanslagene våre for 1998 og 1999 er henholdsvis 2 og 2¾ prosent.

Det er for tiden stor bekymring rundt den økonomiske utviklingen i Japan. Den økonomiske veksten var negativ i annet halvår 1997, og foreløpige tall tyder på at veksten ble i underkant av 1 prosent for året under ett. De løpende indikatorene gir ikke inntrykk av noe nært forestående omslag. Årsakene til problemene i Japan er både av intern og ekstern karakter. En viktig ekstern årsak er krisen i nærliggende asiatiske land. Internt er den finansielle sektoren svak, og store offentlige budsjettunderskudd legger begrensninger på handlefriheten i finanspolitikken. I tillegg bidrar manglende deregulering til strukturelle problemer i økonomien.

Dersom både konsumetterspørselen og investeringene holder seg lave, er det eksporten som må drive veksten i Japan. Japanske yen har styrket seg mot valutaene i de kriserammede asiatiske landene. Japan har 40 prosent av sin eksport til Asia, inklusive Kina. Svakere vekst i land som er rammet av krisen og en forverring av japanske bedrifters konkurransevne i asiatiske markeder, gjør det lite sannsynlig at eksporten vil kunne bidra til økt vekst i den nærmeste tiden.

På kort sikt ser det dermed ikke ut til at den økonomiske veksten vil ta seg vesentlig opp i Japan, selv om eventuelle finanspolitiske lettelser og tiltak for å bedre situasjonen i finansiell sektor kan ha en positiv effekt. På lengre sikt vil endringer i strukturpolitikken kunne bidra til at veksten tar seg opp. Vi anslår BNP-veksten til ¼ prosent i 1998 og 1 prosent i 1999. Prisveksten anslås til ¾ prosent både i 1998 og 1999.

BNP-veksten i Tyskland tok seg noe opp i 1997 sammenliknet med 1996. Foreløpige tall viser at vekstraten i 1997 var 2,3 prosent. Den sterke veksten i industriproduksjonen avtok i annet halvår 1997. Ordreinngangen falt i de tre sis-

te månedene av fjoråret. Til tross for lavere etterspørsel økte industriproduksjonen i fjerde kvartal. Det er fortsatt lav aktivitet innenfor bygg- og anleggssektoren. Spesielt er aktiviteten lav i de østlige delstatene. Arbeidsledigheten økte gjennom 1997 til 11,8 prosent ved utgangen av året.

Kapasitetsutnyttelsen i tysk industri er høy, og vi venter at investeringene vil ta seg opp. En mulig forklaringsfaktor på at investeringsveksten har uteblitt, er usikkerheten rundt hvilke land som vil delta i ØMU. Denne usikkerheten kan ha ført til at investeringsbeslutninger har blitt utsatt i påvente av en avklaring. Vi venter at innenlandsk etterspørsel vil ta seg noe opp gjennom 1998, men at uroen i Asia legger en demper på etterspørselen fra utlandet. Veksten i Tyskland anslås til om lag 2½ prosent i år og 2¾ prosent i 1999. Vi venter en prisvekst på 2 prosent i år og 2¼ prosent neste år.

Det realøkonomiske bildet i Frankrike er om lag det samme som i Tyskland. Veksten i 1997 var 2,4 prosent. Innenlandsk etterspørsel ser ut til å ha tatt seg opp, og var hoveddrivkraften bak veksten i fjerde kvartal i fjor. Veksten har, sammen med en økning i offentlig sysselsetting, bidratt til et svakt fall i arbeidsledigheten, til 12,2 prosent i desember 1997. Stabiliseringen i arbeidsmarkedet ventes å gi positive impulser til privat konsum. BNP-veksten anslås til 2¾ prosent både i 1998 og i 1999. Prisveksten antas å bli på 1¼ prosent i år, økende til 2 prosent neste år.

Den økonomiske aktiviteten i Storbritannia tok seg ytterligere opp i 1997, og foreløpige tall viser at bruttonasjonalproduktet økte med 3,3 prosent. Arbeidsledighetsraten var nede i 5,0 prosent ved inngangen til 1998. Dette er den laveste ledigheten på 17 år. Økt vekst i det private forbruket bidro sterkt til den samlede veksten. Det ser nå ut til at konjunkturtoppen er nådd og at veksten vil avta.

Et sterkt pund og et høyt rentenivå bidrar til å dempe veksten fremover. Styrkingen av pundet

⁴ Hvert tiende år gjennomgår KPI revisjoner for å gjøre indeksen mer oppdatert og bedre i samsvar med den faktiske prisstigningen. Den siste revisjonen begynte i 1995 og vil avsluttes i 1999. I 1998 og 1999 vil utvalgets geografiske område, varestrukturen og utgiftsvektene i indeksen endres. Dette vil, ifølge Bureau of Labor Statistics, føre til at KPI-veksten i 1997 blir 0,39 prosentpoeng lavere enn den ville vært uten disse justeringene. I 1999 vil indeksen bli 0,62 prosentpoeng lavere enn den ville vært uten justeringer.

har til nå bidratt mindre til lavere inflasjon og aktivitetsnivå enn det en kunne forvente. Appresieringen har i stor grad gitt seg utslag i lavere profittmarginer i den konkurranseutsatte delen av industrien, og har bare i mindre grad bidratt til lavere importpriser. Nedgangen i industriproduksjonen den seneste tiden kan imidlertid tyde på at rente- og valutakursimpulsene begynner å virke kontraktivt. Vi anslår BNP-veksten i Storbritannia til $2\frac{1}{4}$ prosent i 1998 og 2 prosent i 1999. Prisveksten anslås til henholdsvis 3 prosent og $2\frac{3}{4}$ prosent i 1998 og 1999.

Veksten i *svensk* økonomi forsterket seg gjennom 1997, og konjunkturoppgangen er bredt basert. Finanspolitikken er ekspansivt innrettet til tross for god vekst i økonomien. Om lag 15 prosent av svensk eksport går til Asia, og Sverige blir i sterkere grad enn de øvrige nordiske land påvirket av den asiatiske krisen. Vi anslår BNP-veksten til rundt $2\frac{3}{4}$ prosent både i 1998 og 1999.

De kommende årene forventes økende flaskehalsproblemer på det svenske arbeidsmarkedet til tross for en arbeidsledighetsrate på 8 prosent. Dette kan bidra til økt lønnsvekst, og vi forventer at prisveksten vil ta seg opp til 2 prosent i år og $2\frac{1}{2}$ prosent neste år.

Den sterke veksten i *Danmark* ventes å fortsette i 1998 og 1999. Investeringene og det private konsumet vokser raskt, og eksport av industrivarer skyter i været igjen etter en periode med stagnasjon. Veksten forventes å bli 3 prosent i år og $2\frac{1}{2}$ prosent neste år.

Arbeidsledigheten har falt kraftig de siste årene, men er fortsatt rundt 7 prosent. Om lag 2 prosent av arbeidsstyrken er på offentlig betalt permisjon. Vi forventer derfor moderate lønnsøkninger de kommende årene og inflasjon på rundt $2\frac{1}{2}$ prosent.

BNP-veksten i *Finland* økte gjennom 1997, og den høye veksten ventes å fortsette de neste årene. Betydelige vekstbidrag forventes fra private investeringer og forbruk, samt eksporten. Arbeidsledighetsraten falt med vel 2 prosentpoeng til 13 prosent ved utgangen av 1997. Det ventes fortsatt sterk vekst i sysselsettingen og fall i ledigheten de nærmeste årene. Tegn på økt prisvekst i finsk økonomi gjorde at sentralbanken satte opp signalrenten med $\frac{1}{4}$ prosent høsten 1997. Vekstanslaget er $3\frac{1}{2}$ prosent for 1998 og 3 prosent for 1999. Vi forventer en prisvekst på $2\frac{1}{4}$ prosent i år og $2\frac{1}{2}$ prosent neste år.

AKTUELL UTDYPING: KRISEN I ØST-ASIA

1 Bakgrunn

Landene som tidligere gikk under betegnelser som «det øst-asiatiske vekstmirakelet» og «tiger-økonomiene», er rammet av en økonomisk krise med kraftig svekkede valutakurser, fall i aksjekurser og nedjusterte vekstutsikter. Med sin høye og vedvarende vekst var «tiger-økonomiene» i mange år et forbilde for andre land. I 1998 - «tigerens år» - er de imidlertid inne i en alvorlig økonomisk krise.

I denne utdypingen ser vi nærmere på den økonomiske situasjonen i Øst-Asia. Innledningsvis beskrives veien fra suksess til krise i flere faser. Deretter redegjøres det for IMF's håndtering av krisen og hvilke faktorer som i ettertid fremstår som mulige forklaringer på hvorfor aktørene i de internasjonale finansmarkedene så raskt revurderte kvaliteten på sine asiatiske plasseringer. Det er stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. På den ene side trekker styrket konkurransevne, høy utdanning, et høyt investeringsnivå og relativt solide statsfinanser i retning av at krisen kan få et relativt kortvarig forløp. På den annen side vil et næringsliv og bankesen med store svakheter, strukturproblemer og n til dels sviktende erkjennelse av problemene trekke i retning av en mer langvarig periode med lav vekst.

Utdypingen er konsentrert om virkningene innad i Asia. I den internasjonale oversikten diskuteres virkningene av krisen på konjunkturutsiktene i industrilandene. I dette nummeret av Penger og Kreditt er det også en egen artikkel av Røisland og Stæhr der økonomisk teori brukes til å forklare krisen i Asia.

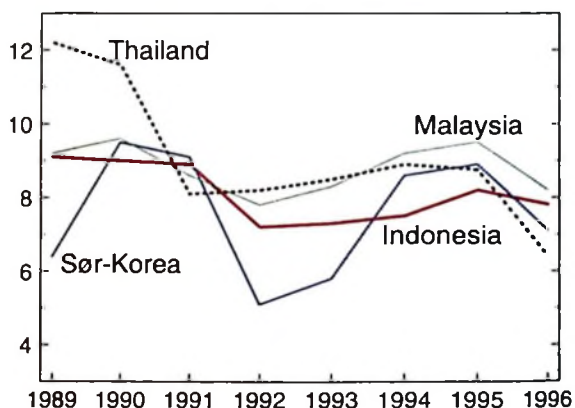
2 Fra suksess ...

Den økonomiske utviklingen i de østasiatiske landene var lenge sett på som en suksess. Økonomiene vokste raskere enn i de fleste andre land, og de opprettholdt høye vekstrater over lang tid. Rangeringer av land etter hvor raskt BNP pr. capita har vokst etter 1960, viser fire ny-industrialiserte land i Øst-Asia (Taiwan, Hong Kong, Singapore og Sør-Korea) blant de fem første plassene. Også andre land i regionen, som Thailand, Malaysia, Indonesia og Filippinene,

ofte omtalt som ASEAN-4 (Association of South East Asian Nations), har hatt relativt sterk økonomisk vekst det siste tiåret.

Den høye veksten i Øst-Asia har bidratt til en sterk bedring i levekårene i form av økte inntekter, økt forventet levealder, nedgang i andel fattige, bedret utdanning og bedret helse. Den gunstige utviklingen kan ikke forklares med rik tilgang på naturressurser eller geografisk beliggenhet, men med god tilgang på arbeidskraft og investeringer i kapital. Fram mot midten av 1990-tallet lyktes landene gjennomgående godt med et makroøkonomisk opplegg som la vekt på å sikre sunne statsfinanser og lav inflasjon. Således er det bare Kina og Filippinene av landene i Øst-Asia som har hatt tosifret prisstigning det siste tiåret. I tillegg til høy offentlig sparing bidro høye realinvesteringer og investeringer i utdanning til den gode økonomiske utviklingen. Landene har i tillegg satset på å utvikle sine komparative fortrinn i vekstnæringer. Gradvis har landene bygd ned sine handelshindringer og ført en mer utadvendt økonomisk politikk. Dette har bidratt til at eksport har vært en viktig drivkraft bak den sterke veksten.

Figur 1. BNP-vekst for utvalgte østasiatiske land. Prosentvis vekst fra forrige år



Figuren viser BNP-vekst for 1989-1996 i de landene som er hardest rammet av krisen. Som figuren viser, hadde Thailand, Indonesia, Malaysia og Sør-Korea årlige vekstrater på rundt 8 prosent pr. år i årene før krisen.

Kilde: IMF, World Economic Outlook

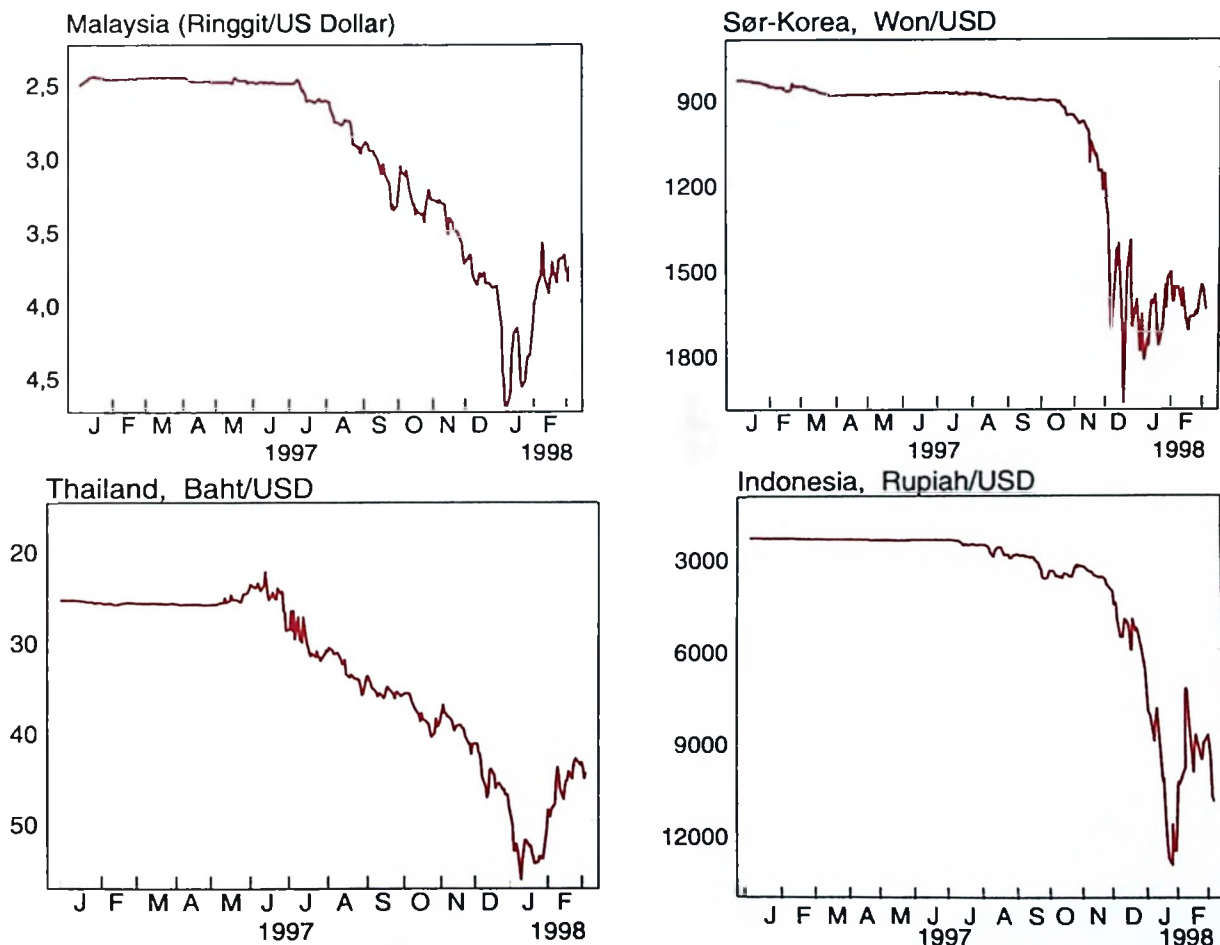
3 ... til en finansiell krise i flere faser

Gode vekstutsikter og lav inflasjon førte til høye investeringer og forventninger om god avkastning. Rentenivået i vestlige land var lavt. Dette førte til at utenlandske investorer bidro til å finansiere den innenlandske etterspørselsveksten. Resultatet ble en kraftig netto kapitalinngang og økende underskudd på driftsbalansene i de østasiatiske landene. Ubalansene i utenriksøkonomiene bygde seg opp over flere år og nådde høsten 1996 nivåer som var sterkt medvirkende til at krisen ble utløst.

Fase 1: Mot krise i Thailand

Tegnene på en forestående krise viste seg først i Thailand. Landet hadde stort driftsbalansunderskudd finansiert gjennom oppbygging av kortsiktig utenlandsgjeld. I tillegg var bankvesenet sårbart for utviklingen i aksje- og eiendomsprisene, som begynte å falle allerede i 1996. Thailandske baht var i en årrekke tett knyttet opp mot amerikanske dollar. Etter 1995 ble amerikanske dollar stadig sterkere, og konkurransevnen til Thailand tilsvarende svekket. Thailandske baht kom under press i begynnelsen av

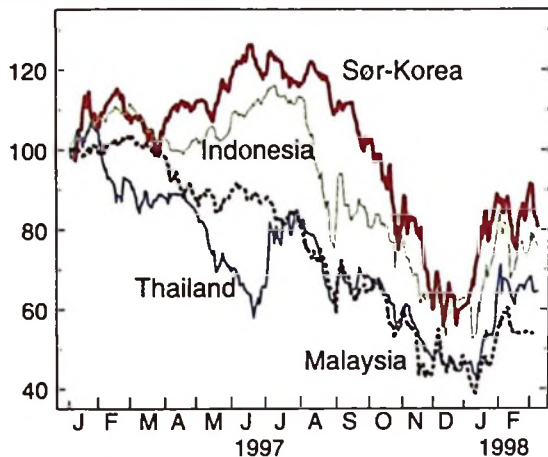
Figur 2. Valutakursutvikling mot USD for utvalgte østasiatiske land



Figurene viser valutakursutviklingen for Thailand, Indonesia, Malaysia og Sør-Korea fra 1. januar 1997 til 6. mars 1998. Valutakursene falt kraftig etter at fastkurspolitikken ble oppgitt i de respektive land. Så langt i 1998 har valutakursene hatt et lite oppsving. Innenlandske bedrifter med stor utenlandsgjeld som ønsket å beskytte seg mot stadig svakere innenlandske valutaer, var en viktig årsak til de kraftige valutakursfallene. Valutakursfallet var størst i Indonesia. Fra 1. juli i fjor til januar i år hadde indonesiske rupiah svekket seg med over 80 prosent. For bedrifter med gjeld i amerikanske dollar betyr en slik depresiering at gjelden er blitt 5 ganger så høy målt i innenlandsk valuta.

Kilde: Bloomberg

Figur 3. Aksjekursutviklingen i utvalgte østasiatiske land. Indeks (1.1.1997=100)



Figuren viser indekser for aksjekursutviklingen i Thailand, Indonesia, Malaysia og Sør-Korea fra 1. januar 1997 til 6. mars 1998, regnet i lokal valuta. Aksjekursene har falt kraftig i perioden sett under ett, og i noen av landene er de nesten halvert. Så langt i 1998 har aksjekursene hatt et lite oppsving.

Kilde: Reuters

1997. Myndighetene forsøkte å motvirke uroen gjennom støttekjøp av baht og renteøkninger. Situasjonen stabiliserte seg for en stund, men i mai oppstod det igjen et kraftig press mot valutaen. Myndighetene forsøkte også denne gang å motvirke uroen med støttekjøp, men til liten nytte. Valutareservene ble stadig mindre, og 2. juli gav myndighetene opp fastkurspolitikken. Dette resulterte i et kraftig fall i valutakursen. Mange bedrifter hadde tatt opp lån denominert i amerikanske dollar i den tro at fastkurspolitikken ville bestå. Bedriftenes gjeld regnet i innenlandsk valuta økte derfor kraftig etter depresieringen. I august ble myndighetene enige med IMF om et lån, under forutsetning av endret økonomisk politikk (se egen ramme om Asia og IMF).

Fase 2: Krisen sprer seg til Malaysia, Filippinene og Indonesia

Nabolandene hadde lignende problemer, med valutaer knyttet opp mot amerikanske dollar, store driftsbalanseunderskudd og et bankvesen sårbart for fallende aksje- og eiendomspriser. Tidlig på sommeren økte presset på valutakursene. Problemene startet på Filippinene og spredte seg deretter til Malaysia og Indonesia. Myndig-

hetene forsøkte å motvirke uroen med renteøkninger og valutaintervensjoner. I løpet av juli og august ble resultatet i disse landene det samme som i Thailand. Myndighetene lot valutakursen flyte, valutakursene ble kraftig svekket og aksje- og eiendomsprisene falt ytterligere. Indonesia mottok i oktober en «krisepakke» fra IMF, og det er tatt skritt for å stabilisere økonomien (se ramme). Malaysia har inntil videre valgt å klare seg uten finansiell hjelp fra IMF, mens Filippinene har mottatt et mindre lån.

Fase 3: Krisen spres videre og rammer Sør-Korea med full tyngde

Krisen i de fire ASEAN-landene ble stadig verre utover høsten 1997. Investorene fryktet at finanssektoren i andre asiatiske land hadde tilsvarende mangler. I tillegg var det bekymring for at ASEAN-4-landenes styrkede konkurransevne ville ramme eksporten fra andre asiatiske land. Høsten 1997 opplevde Singapore, Taiwan og Hong Kong press mot sine valutaer. De grunnleggende økonomiske forholdene i disse landene var bedre enn i ASEAN-4. Valutaene i Taiwan og Singapore svekket seg uten stor dramatik, mens det lyktes myndighetene i Hong Kong å holde kursen stabil mot amerikanske dollar. Kraftige korreksjoner i aksje- og eiendomsmarkedene var likevel ikke til å unngå.

Situasjonen ble langt mer dramatisk i Sør-Korea. Utover høsten ble det et stadig sterkere press mot koreanske won. Etter å ha intervenert med store beløp for å forsvare valutaen, gav myndighetene etter for presset. I slutten av november ble svingningsmarginene for valutaen kraftig utvidet, og tidlig i desember fløt wonen fritt. Faren for et umiddelbart sammenbrudd i økonomien førte til at den koreanske regjeringen til slutt ba IMF om hjelp. Sør-Korea mottok det største lånet som har vært gitt i IMF's historie, med krav om omfattende reformer i økonomien. Problemerkene ble forsterket som følge av at en rekke sterkt belånte og store konglomerater, «chaebol», gikk konkurs på grunn av feilslåtte investeringer. Dette rammet igjen bankene, som var sterkt eksponert overfor konglomeratene.

Som det fremgår av konjunkturgjennomgangen i den internasjonale oversikten, har krisen i Asia også gitt ringvirkninger i land utenfor regionen. Kriser spres lettere mellom land enn før fordi det er færre restriksjoner på handel og

Asia og IMF - hengemyr eller lysning i skogen?

Den finansielle krisen i flere asiatiske land har skapt økt oppmerksomhet om hvordan land bør møte den nye virkeligheten med liberaliserte og globaliserte kapitalmarkeder. Utviklingen av kapitalmarkedene setter i mye større grad land i stand til å utnytte fordeler ved internasjonal finansiering og handel. Samtidig står landene overfor nye risiki ved at markedene reagerer kraftigere på en uholdbar økonomisk situasjon. Etter mange år med svært høy økonomisk vekst og velstandsforbedring i asiatiske land, førte en for sterk ekspansjon i finansiell sektor, feilallokering av ressurser og faste valutakurser overfor en stigende dollar til at flere land fikk store underskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Tilliten hos investorer brøt sammen og penger ble trukket ut. Aksje- og valutakurser falt dramatisk. Krisen spredte seg hurtig. Da den finansielle situasjonen i ett land ble problematisk, satte investorer skarpe øyne på andre land i regionen og avslørte svakheter også i disse lands økonomier. Politisk motvilighet hos myndighetene i landene når det gjaldt å bringe problemene til overflaten på et tidlig tidspunkt, bidrog til å forsterke kriseutviklingen.

Internasjonal økonomisk overvåking - IMF's rolle

Arenaen for internasjonalt økonomisk samarbeide er kompleks og omfatter mange aktører, som Det internasjonale valutafondet (IMF), Verdensbanken (IBRD), Verdens handelsorganisasjon (WTO) og Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS). IMF er en kooperativ, multilateral institusjon i FN-familien med egen beslutningsstruktur, og står ansvarlig overfor de 182 medlemslandene. IMF har fokus på makroøkonomisk stabilisering og er ingen utviklingsinstitusjon. I institusjonens statutter heter det blant annet at IMF skal «fremme internasjonalt monetært samarbeide», «bidra til å fremme høye nivåer på sysselsetting og realinntekter» og «styrke tilliten hos medlemmer gjennom å stille finansielle midler til midlertidig disposisjon, under tilstrekkelig sikkerhet».

Dette innebærer at IMF søker å finne samarbeidsløsninger på økonomiske problemer, der det internasjonale perspektivet tas vare på. Sentralt i dette står økonomisk analyse - «overvåking» - med sikte på å fremme samfunnsøkonomisk balanse og bedre grunnlaget for økonomisk utvikling. anbefalingene bygger på en bred internasjonal konsensus, basert på erfaringer over flere tiår i

land fra ulike deler av verden, om hvilken politikkinnretning som gjennomgående har virket best. Mens en har etablert et ganske godt erfaringsgrunnlag for hvilken økonomisk politikk som virker godt på lang sikt, er det større usikkerhet om hvilken dosering og sekvensering av virkemidler som er best på kort sikt. Utover økonomisk analyse og politikkrådgivning kan IMF gi lån til enkeltland under visse betingelser knyttet til landets politikk - såkalt kondisjonalitet. Slike lån finansieres gjennom IMF's tilgang til de deler av sentralbankenes valutareserver som er innbetalt til IMF. Den omleggingen av politikken som låntakerlandet forplikter seg til å gjennomføre, skal sikre landets tilbakebetalingsevne. Slik sett representerer resultatet av den nye politikken sikkerheten for IMF's utlån. Dette, sammen med markedsavkastning på plasseringene, gjør IMF's bruk av medlemslandenes valutareserver tilnærmet «gratis» for kreditorene.

Hvordan er Asia-krisen blitt håndtert?

Problemene i Asia er en finansiell krise og en tillitskrise. Den overordnede målsetting har vært å gjenoppbygge nasjonale og internasjonale investorer tillit til kriselandene. Dette er søkt gjort gjennom å sette i verk økonomiske tilpasnings- og reformprogrammer i samarbeid med IMF, kombinert med omfattende finansiering. Siktet målet er at denne omleggingen av politikken, som bedrer landets soliditet og likviditet, skal legge grunnlaget for ny vekst.

Politikkinnhold i programmene

Ulike problemer krever ulike «medisin». For land med store budsjettunderskudd er det i første rekke finanspolitikken som må strammes til. For land med svak banksektor må soliditet og tilsyn styrkes. For land med for mange monopoler og restriksjoner må strukturen endres. Programmene som kriselandene i Asia forplikter seg til å gjennomføre, har tre hovedelementer: (i) bedring av makroøkonomisk politikk gjennom en viss tilstramming av finans- og pengepolitikken, (ii) bedring av strukturen i økonomien, herunder en styrking av de finansielle systemer med internasjonalt anerkjente kapitalkrav, og (iii) bedring av myndighetsutøvelse gjennom styrket tilsyn og større åpenhet, herunder reduksjon av den såkalte «bekjentskapsbaserte» økonomien.

Elementene (ii) og (iii) ovenfor er de viktigste for de asiatiske kriselandene. Godt fungerende markedsøkonomier krever velfungerende institusjonelle strukturer og god tilgang på informasjon. Selv om den finanspolitiske stillingen har vært relativt god, har en justering av finanspolitikken likevel vært en del av omleggingen, i lys av de store underskudd overfor utlandet. Landenes pengepolitikk er også strammet til for å unngå for stor depresiering av valutaene. Her har en stått overfor en vanskelig avveining. Å stanse panikken og gjenreise investorers tillit har vært den primære målsettingen på kort sikt. Det er derfor lagt hovedvekt på stabilisering av valutamarkedet. Konsekvensen av renteøkningen som er gjennomført, er økte problemer for bankvesenet og for næringslivet med å få reist ny kreditt til finansiering av næringsvirksomhet. Rask gjenreisning av tilliten vil imidlertid muliggjøre en gradvis reduksjon av rentenivået.

Finansieringsinnhold

Kreditorene i finansieringspakkene utgjøres av tre hovedgrupper: (i) IMF, som med sin kortsiktige finansiering virker katalyserende på andre kreditorer fordi de da kan knytte sin finansiering til at landet oppfyller IMF-kondisjonaliteten, (ii) andre offentlige kreditorer, som IBRD, og andre land med bilateral finansiering, som G10-landene og geografisk nærliggende land, og (iii) private banker som bidrar med restrukturering og forlengelse av gjeld. Da det internasjonale samfunn gikk inn med en finansieringspakke på 50 milliarder dollar overfor Mexico i 1995, ble det omtalt som den første av «det 21. århundres kriser». I annet halvår 1997 kom de tre nye «21. århundres krisepakker»; først Thailand i august med totalfinansiering på 17 milliarder dollar, dernest Indonesia i oktober med 40 milliarder, og til sist Sør-Korea i desember med 59 milliarder.

Systemansvar eller redning av private investorer?

Kriseforløpet til de asiatiske landene vil føre til at økonomisk virksomhet nedlegges. Alternativet til den pågående tilpasningen er imidlertid ikke en tidligere god «status quo». Mangel på poliikkomlegging eller medvirkning fra det internasjonale samfunn ville skapt ytterligere usikkerhet. IMF kan sies å ha et systemansvar for å begrense spredning av problemene. Dette er analogt med en sentralbanks rolle under en innenlandsk bankkrise, der selve systemets funksjonsdyktighet står på spill. Mens det enkelte kriseland i Asia gjennom sin omlegging av

politikken står ansvarlig for å gjenreise soliditet, stiller det internasjonale samfunn opp med likviditet.

Bidrar det internasjonale samfunns finansiering til at private investorer redde fra tap, slik at det også i fremtiden blir foretatt utilstrekkelige risikovurderinger? Aksjeeiere har tapt penger i Asia. I IMF-programmene er det ikke gitt garantier til insolvente banker, men det er ytt likviditet til restrukturerte solvente institusjoner. Likevel er det en fare for at finansieringspakkene bidrar til å redusere selvdisiplinen hos private investorer. Det pågår derfor for tiden en diskusjon internasjonalt om hvordan slike kriser bør håndteres i fremtiden, herunder private investorers rolle. «Redningsaksjoner» på myndighetsplan bør ikke utformes slik at de gir uheldige incentiver til private investorers risikoadferd. IMF's rolle er ikke å fjerne private investorers risiko, men å hjelpe et land i dets egne bestrebelser på å komme ut av vanskeligheter gjennom tiltak som fremmer finansiering fra verdenssamfunnet og kapitalmarkedene.

Ut av krisen?

Landene i Asia står fortsatt midt oppe i krisen. Selv om volatiliteten fortsatt er stor, har markedene sett en foreløpig stabilisering i begynnelsen av 1998. Ny-orienteringen av den økonomiske politikken og de internasjonale finansieringspakkene har bidratt til dette. Har kriselandene «rundet hjørnet»? Et forsiktig «ja» kan antydes for noen land. Visse lysninger kan ses i «skogen». Men situasjonen varierer betydelig fra land til land, og de må søke å unngå «hengemyra» foran seg. Myndighetenes løfter om politikkenringer må fullt ut gjennomføres, det nytter ikke å forsøke snarveier. Mange vanskeligheter må ventes å oppstå fremover, gjennom økt arbeidsledighet og redusert levestandard, med påfølgende motstand mot forandringer. Likevel, uten fundamentale endringer, vil tilgangen på ny kapital bli vanskelig og skape ny usikkerhet for landene selv og for resten av verden.

Norge utøver innflytelse i IMF's beslutningsorganer gjennom en felles styrerepresentant valgt av de fem nordiske og de tre baltiske stater. Gjennom samarbeidet i den nordisk-baltiske valgkretsen har man støttet hovedlinjene i IMF's politikkopplegg overfor krisen i Asia. Norge er til nå ikke blitt anmodet om å gi direkte finansiering til kriselandene, men er indirekte involvert gjennom IMF's midlertidige bruk av medlemslandenes valutareserver.

kapitalbevegelser, og fordi investorene i større grad enn før plasserer sine ressurser i andre land. Den asiatiske krisen medvirket til at aksjekursene også falt i en rekke vestlige land. Den amerikanske Dow Jones aksjekursindeksen hadde i oktober 1997, 10 år etter den «sorte mandagen» i 1987, et kraftig fall.

Internasjonale investorer er blitt mer forsiktige med å investere i fremvoksende markeder etter det som har skjedd i Øst-Asia. Land i andre fremvoksende markeder, som India, Pakistan, Brasil, Argentina, Mexico, Russland og Ukraina, har i lys av krisen opplevd betydelig press på sine valutaer. I krisens kjølvann er det dukket opp en diskusjon om krisen i Øst-Asia kunne vært forutsett (se egen ramme).

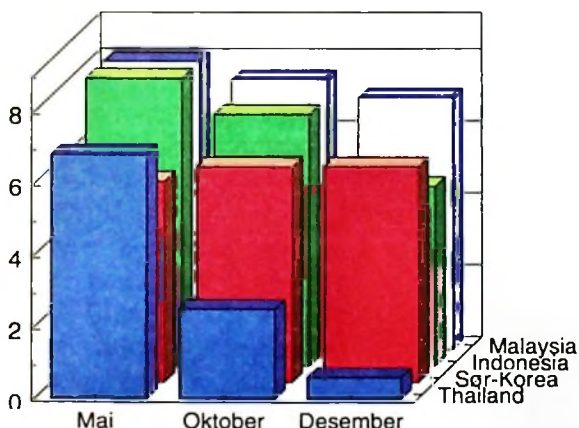
4 Finanskrisen rammer produksjonen

Utviklingen i finansmarkedene, usikkerhet, en svak banksektor og de endringer i den økonomiske politikken som er nødvendige for å gjen-skape tilliten til landenes økonomi, vil på kort sikt føre til redusert innenlandsk konsum og investering. Selv om eksporten kan ta seg noe opp

som følge av styrket konkurransevne, er det grunn til å regne med et vesentlig fall i produksjonen. Usikkerheten knyttet til kvantifisering av slike virkninger under krisens gang, belyses av figurene 4 og 5. Figurene viser at IMF foretok vesentlige revisjoner i 1998-vekstanslagene etter hvert som krisen utviklet seg. Det kan ikke utelukkes ytterligere nedjusteringer av de siste anslagene.

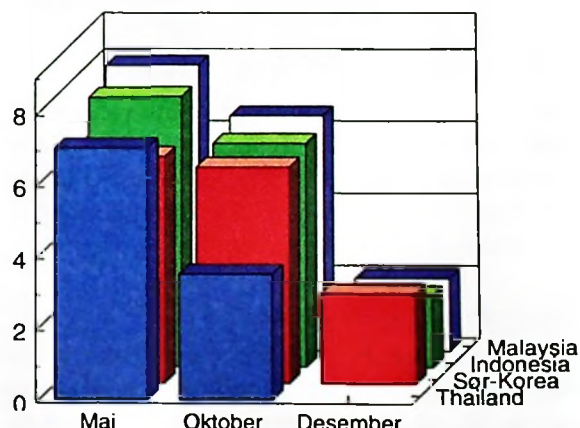
Hvordan påvirker finanskrisen produksjonen og sysselsettingen i de kriserammede landene? På *tilbudssiden* vil flere faktorer bidra til lavere vekst. Nedgangen i valutakursen øker gjeldsbyrden for banker og bedrifter med lån i utenlandsk valuta. Rentenivået på den innenlandsk-denominerte gjelden er økt. Et svakt banksystem og oppfatninger om høy risiko gjør det vanskelig å fornye gammel gjeld eller oppnå ny kreditt. Det innebærer at bedriftene utsettes for kredittskvis, med fare for innskrenkninger og konkurser. Høyere priser på importerte råvarer kan gjøre produksjonen dyrere og lede til innskrenkninger hvis ferdigvareprisen ikke øker tilsvarende. Dette er i hovedsak et problem for bedrifter som produserer for hjemmemarkedet. For eksportbedriftene

Figur 4. Forventet vekst i asiatiske land 1997. Prosent



Figuren viser IMF's anslag i mai, oktober og desember 1997 for den økonomiske veksten i Thailand, Malaysia, Indonesia og Sør-Korea i 1997. IMF nedjusterte sin forventning til veksten i Thailand fra 6,8 prosent i mai til 2,5 prosent i oktober og endelig til 0,6 prosent i desember 1997. Veksten i Indonesia ble også noe nedjustert gjennom 1997. Krisen rammet ikke Sør-Korea før sent i 1997. Landets vekst ble faktisk marginalt oppjustert gjennom 1997.

Figur 5. Forventet vekst i asiatiske land i 1998. Prosent



Figuren viser IMF's anslag i mai, oktober og desember 1997 for den økonomiske veksten i Thailand, Malaysia, Indonesia og Sør-Korea i 1998. IMF har gjennom 1997 nedjustert vekstanslagene fra sterk vekst til knapt å forventet vekst i disse landene i 1998. Nedjusteringen for 1998 er større enn for 1997, ettersom krisen først manifesterte seg i annet halvår 1997.

Kilde: IMF, World Economic Outlook

vil svekkelsen av valutaene isolert gi en ekspansiv impuls gjennom bedret konkurransevne.

På *etterspørselssiden* vil en rekke faktorer bidra til lavere vekst. Finanskrisen kan virke kontraktivt fordi de dramatiske fallene i aksjekurser og eiendomspriser har redusert formuen til bedrifter og privatpersoner. De store svingningene i valuta- og aksjekursene har skapt stor usikkerhet i de østasiatiske økonomiene. Lavere vekst vil gi økt arbeidsledighet i land uten sosiale sikkerhetsnett. Både forbrukere og bedrifter vil derfor sannsynligvis øke sparingen av forsiktighets-hensyn, slik at konsum- og investeringsetter-spørselen reduseres. I tillegg ventes det at den offentlige etterspørselen vil bli redusert for å gjenskape tilliten til landene hos investorene.

Finanskrisen påvirker realøkonomien gjennom flere kanaler. På kort sikt vil ventelig de kontraktive effektene fra tilbuds- og etterspørselssiden dominere, slik at en rekke asiatiske land får redusert sine vekstrater. Denne vurderingen ligger til grunn for IMF's anslag i figurene 4 og 5. De kontraktive effektene vil ramme alle asiatiske land, også de som er mildere rammet av krisen. Disse landene taper konkurransevne, siden nærliggende land med sammenliknbar produksjonsstruktur har fått svekket sin valuta. Det er derfor grunn til å regne med redusert vekst i de fleste asiatiske land i den nærmeste fremtid.

5 Nærmere om årsakene til krisen

En viktig utløsende faktor for krisen var at utenlandske investorer ikke lenger var villige til å finansiere de etter hvert store ubalansene i landenes handel med utlandet. Driftsbalanseunderskuddene skyldes flere faktorer.

Begynnende overoppheting ...

Stigende inntekter i landene i Øst-Asia førte til økt konsum. Den gode økonomiske utviklingen bidro til økende optimisme og investerings-etterspørsel. Økende konsum- og investerings-etterspørsel resulterte i en begynnende overoppheting og økende driftsbalanseunderskudd. Tegn på overoppheting kom til syne i form av sterk utlånsvekst i banksektoren og kraftig økning i prisene på eiendommer og finansielle fordringer. Myndighetene i de enkelte land lot ikke til å være særlig bekymret for overopphetingen, og de forsøkte i liten grad å motvirke den. I noen av

landene forsterket myndighetene problemene ved å investere i store prosjekter med dårlig avkastning.

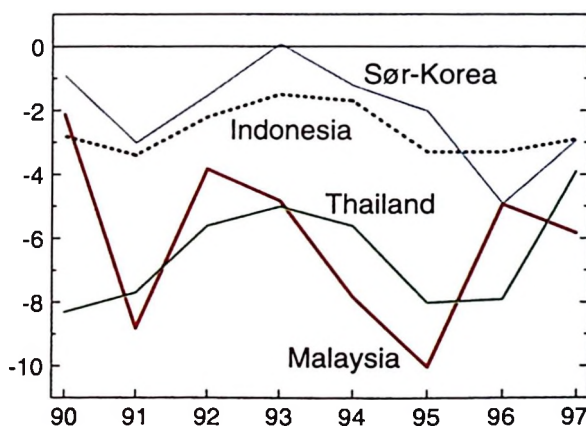
... og fast kurs mot dollar ...

Thailand, Filippinene, Malaysia og Indonesia hadde alle valutakurssystemer som innebar en mer eller mindre fast valutakurs mot amerikanske dollar. Landenes eksportører tapte derfor konkurransevne i takt med appresieringen av dollaren fra 1995. Denne utviklingen, som kom i en fra før vanskelig situasjon med svak vekst i eksportmarkedene og prisfall i elektronikk-markedene, bidro til en forverring av driftsbalanseunderskuddene.

... gav økende underskudd på driftsbalansen

Den sterke etterspørselsveksten gav økt import, mens appresieringen av valutaene rammet eksporten. Resultatet ble store og vedvarende driftsbalanseunderskudd i en rekke øst-asiatiske land (se figur 6). Driftsbalanseunderskuddene var i stor grad finansiert ved kortsiktig kapitalinn-gang.

Figur 6. Driftsbalansen i utvalgte østasiatiske land. Prosent av BNP



Figuren viser driftsbalanseunderskuddene i prosent av BNP for Thailand, Indonesia, Malaysia og Sør-Korea fra 1990-1997. Som figuren viser, var driftsbalanseunderskuddene særlig store i Malaysia og Thailand.

Kilde: IMF, World Economic Outlook

Stor kapitalinngang ...

På midten av 1990-tallet var rentenivået i industrilandene lavt. Investorer søkte derfor høyere avkastning i fremvoksende økonomier og utviklingsland. Det var derfor ikke vanskelig å finansiere de store driftsbalanseunderskuddene med kapitalinngang. Stor kapitalinngang la grunnlaget for høy vekst på kort sikt, men representerte samtidig betydelige utfordringer for det finansielle systemet og den makroøkonomiske politikken.

... strukturelle forhold og sammenblanding av roller ...

Den utenlandske kapitalinngangen forsterket den kraftige utlånsveksten i bankvesenet. Bankene var ivrige låntakere i utlandet, fordi rentenivået innenlands var relativt høyt og de faste valutakursene mot dollar gav inntrykk av at det var liten valutakursrisiko knyttet til låneopptakene. Bankenes likviditet og utenlandsgjeld ble stadig større. Bankene var samtidig dårlig i stand til å kanalisere disse ressursene til produktiv bruk. Resultatet ble store utlån til eiendomsprosjekter og finansinvesteringer, slik at prisene på eiendommer og verdipapirer økte kraftig.

Manglende åpenhet, mangelfull regulering og sviktende tilsyn med finansinstitusjonene kombinert med dårlig bankdrift (mangelfull prising og håndtering av risiko, sviktende internkontroll og korrupsjon) bidro til en uforsiktig utlånspolitikk. Problemene ble forsterket fordi bankene bygde sin risikohåndtering på implisitte garantier fra myndighetene om at de ville tre støttende til hvis bankene fikk problemer. Dette gav bankene incentiv til å finansiere risikable prosjekter. Bankene la trolig til grunn at myndighetene ville dekke eventuelle store tap som måtte komme, mens de selv fikk gevinsten ved vellykkede prosjekter (se artikkelen av Røisland og Stæhr i dette nummeret av Penger og Kreditt). Problemene ble forsterket av en tradisjon for sammenblanding av politikk og økonomi i flere av disse landene.

... resulterte i sårbare banker

Tilsynelatende greide bankene seg godt så lenge prisene på deres aktiva økte. Imidlertid var bankene blitt svært følsomme for fall i verdien på sine aktiva. Etter hvert som prisene i eiendomsmarkedet og aksjemarkedet begynte å falle, rentenivået økte og utenlandsgjelden som var tatt

opp i amerikanske dollar, økte kraftig i verdi, fikk bankene store problemer. Usikkerhet om myndighetene fortsatt ville innfri de implisitte garantiene overfor bankene, forsterket prisfallet. Misligholdte lån økte kraftig, og bankenes likviditet og soliditet ble kraftig svekket.

Bankene var i tillegg meget sårbare som følge av at en stor andel av finansieringen var kortsiktig. Den kortsiktige kapitalinngangen til banker og finansinstitusjoner var særlig stor i Thailand, Indonesia, Sør-Korea, Malaysia og Filippinene. Kortsiktig finansiering må fornyes. Denne finansieringen gjorde derfor det finansielle systemet sårbart for endringer i internasjonale investorers vurdering av risiko. Da krisen var et faktum, og internasjonale investorer trakk sine midler ut av regionen, fikk mange banker store problemer.

Investorer trakk seg ut

Sårbar banker, økt utenlandsgjeld og store driftsbalanseunderskudd bidro etter hvert til økende oppmerksomhet om risikoen ved å plassere i Øst-Asia. Som nevnt var det plasseringene i Thailand det først ble satt spørsmålsteget ved. I stadig større grad ble det vurdert om forventet avkastning ved disse plasseringene sto i forhold til risikoen for tap som følge av svekket valut fallende aksjekurser og mislighold av lån. Stadig flere investorer ønsket å redusere sin eksponering, og thailandske baht kom under press. Forutsetningene for spekulasjonsangrep var på plass. Etter hvert ble presset så stort at myndighetene ble nødt til å la valutaen flyte. Etter hvert oppstod spekulasjonsangrep mot naboland med lignende problemer som i Thailand.

6 Utsiktene fremover

Som diskutert tidligere vil finanskrisen på kort sikt føre til lavere produksjon i Øst-Asia. Konsekvensene på lengre sikt er mer usikre. For å vurdere hvor dyp og langvarig den økonomiske krisen i Asia kan ventes å bli, kan det være nyttig å sammenligne krisen i Asia med Mexico-krisen i 1994-95.

Mexico hadde valgt å holde pesoen innenfor et glidende bånd i forhold til den amerikanske dollaren. Politisk uro i 1994 førte til stor kapitalutgang, slik at valutareserven ble redusert. I desember 1994 gav Mexicos sentralbank opp fastkursregimet, og pesoen ble tillatt å flyte. Det var imidlertid fortsatt en kraftig kapitalutgang, og

Kan valutakriser forutsees?

Økonomisk teori og gjennomgangen i denne aktuelle utdypingen indikerer at en rekke faktorer kan være av betydning for en valutakrise. Blant disse faktorene er kraftig pengemengdevekst, store budsjettunderskudd, små valutareserver, høy arbeidsledighet, høy rente og oppblåste eiendomspriser. Et naturlig spørsmål er om slike indikatorer kan brukes til å forutsi fremtidige valutakriser.

Det er særlig to metoder for varsling av valutakriser som har vært brukt. Den ene metoden gjør bruk av «ledende indikatorer», som er ment å vise om en krise vil oppstå, og som kan observeres løpende. På bakgrunn av historiske observasjoner av når kriser har oppstått, beregnes grenseverdier for disse variablene. Når en eller flere «ledende indikatorer» passerer disse verdiene, anses dette som et signal om at en valutakrise er nært forestående. Utfordringen ligger i å fastlegge disse verdiene. To hensyn må tas ved fastsettelsen av slike verdier. På den ene siden er det viktig at valutakriser varsles stort sett hver gang de forekommer. På den andre siden må det heller ikke være for mange falske alarmer, noe som i verste fall kan utløse valutakriser.

Den andre metoden beregner mer direkte sannsynligheten for et fremtidig spekulasjonsangrep. Ved å bruke historiske data for en rekke økonomiske variable og forekomsten av valutakriser, beregnes sannsynligheten for at en valutakrise vil inntreffe innenfor et visst tidsrom. Fordelen ved metoden er at all informasjon samles i én variabel - den beregnede sannsynligheten

for en krise. Svakheten ved metoden er at den aggregerer en mengde indikatorer på en mekanisk måte og derfor gir mindre rom for skjønn enn den første metoden.

En nylig publisert IMF-studie oppsummerer den empiriske litteraturen på området. Ifølge denne studien bør variablene vurderes separat, og metoden som gjør bruk av «ledende indikatorer» er derfor best egnet.¹ Videre er det ifølge denne analysen nivået på valutareservene, den reelle valutakursen, kredittvekst og inflasjon som er de variablene som er best til å forutsi valutakriser. Overraskende nok synes driftsbalansen å være av mindre betydning.

Kunne krisene i Asia ha vært forutsett, og kanskje unngått, hvis metodene nevnt ovenfor hadde vært anvendt for de asiatiske land? Svaret er neppe bekreftende. De fleste krisene vil ha nye forklarende elementer som ikke er fangt opp i en tidligere empirisk analyse. Krisen i flere asiatiske land var i høy grad utløst av det kraftige prisleilet på aksjer og eiendommer. Det høye investeringsnivået i Asia var delvis et resultat av implisitte regjeringsgarantier som det er vanskelig å fange opp med ledende indikatorer. Samtidig krever bruk av ledende indikatorer at dataene er pålitelige og at all informasjon om ømfintlige størrelser frigis. Det var ikke i tilstrekkelig grad tilfellet i noen av de øst-asiatiske landene.

¹ Graciela Kaminsky, Saul Lizondo & Carmen M. Reinhardt (1997): «Leading Indicators of Currency Crises», IMF Working Paper, WP/97/79.

det ble problemer med å fornye statens kortsiktige lån.

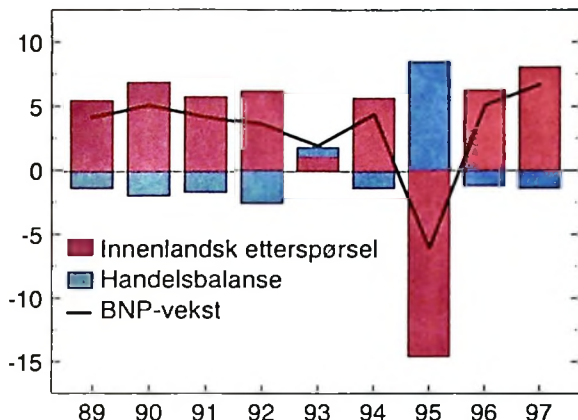
For å avhjelpe situasjonen gav IMF rundt 50 milliarder dollar i lån til Mexico, med krav om å gjennomføre økonomiske innstramminger og strukturelle reformer. Det lyktes etter hvert å stabilisere den mexikanske valutaen, men den økonomiske veksten ble likevel negativ i 1995 (se figur 7). Krisen ble imidlertid ikke langvarig. Allerede fra 1996 hadde landet igjen positiv vekst.

Landene i Øst-Asia er på mange måter bedre stilt enn det Mexico var. Ved siden av gjennom-

gående sunne statsfinanser og lav inflasjon, har landene et høyt utdanningsnivå og tradisjon for høy offentlig sparing. Dette muliggjør et høyt investeringsnivå, som sammen med den styrkede konkurransevnen kan bidra til at landene relativt raskt vender tilbake til en situasjon med høy vekst.

Det er imidlertid også faktorer som peker i retning av at perioden med lav vekst i mange asiatiske land kan bli lenger enn i Mexico. Landene i Asia står i større grad overfor et strukturproblem. Funksjonsdyktigheten til store deler av økonomien må endres. Slik sett er det enkelte

Figur 7. Samlet innenlandsk etterspørsel, handelsbalanse og BNP-vekst i Mexico. Prosentvis vekst i forhold til BNP forrige år



Figuren viser samlet innenlandsk etterspørsel, handelsbalanse og BNP-vekst i Mexico for perioden 1989-1997. Veksten i 1994 var stort sett upåvirket av finanskrisen, men i 1995 falt produksjonen med 6,1 prosent. Deretter snudde det, og i 1997 var BNP høyere enn nivået fra 1994. Det er interessant å merke seg at det etter krisen i særlig grad var utenrikshandelen som bidrog med positive vekstimpulser. Den innenlandske konsum- og investeringsetterspørselen var svak, mens handelsbalansen viste store overskudd. Den svekkede pesoen og et økonomisk oppsving i USA gjorde at eksporten ble en viktig drivkraft for veksten fra 1995.

Kilde: OECD

likhetstrekk med transformasjonsøkonomiene i Øst-Europa, der omstillingen har tatt mange år.

De asiatiske landene er i tillegg omgitt av land i en vanskelig situasjon, og det gjør det vanskeligere å utnytte bedringen i konkurranseevnen. Mexico hadde et langt gunstigere utgangspunkt. Her lyktes en i stor grad med å hindre at krisen spredte seg til nabolandene, samtidig som den sterke veksten hos landets dominerende handelspartner - USA - gav sterke vekstimpulser gjennom eksporten. Japan, som er Asias økonomiske stormakt, er for tiden i en lavkonjunktur og sliter med en svak finanssektor. Eksporten til Japan og lån fra japanske banker vil derfor neppe virke vekststimulerende i de østasiatiske landene de nærmeste årene.

Det kan ikke helt utelukkes at landene i Asia står overfor en langvarig stagnasjonsperiode. Det er flere scenarier som kan gi et slikt utfall. Den finansielle krisen kan forsterke seg og spre seg ytterligere. Sosial uro kan forverre den økonomiske utviklingen og gjøre det vanskelig å gjennomføre nødvendige endringer i den økonomiske politikken og strukturtiltak. I en del land ser det også ut til at myndighetene har vanskelig for å erkjenne hvilke utfordringer de står overfor, slik at nødvendige reformer ikke gjennomføres fullt ut. Dette tilsier at det kan bli betydelige forskjeller i den økonomiske utviklingen de nærmeste årene.

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik i forbindelse med Norges Banks representantskaps møte torsdag 19. februar 1998

Bakgrunn

I løpet av det siste halve året har vi vært vitne til et alvorlig økonomisk tilbakeslag i Asia. Sviktende tillit har på rekordtid snudd vekst til stagnasjon, og ført til at myndighetene måtte gi etter for markedspress og se valutakursene falle. Det har oppstått betydelige problemer med å refinansiere både utenlandsk og innenlandsk gjeld, og gradvis er det blitt klart at landene i Asia står overfor en finansiell krise.

Veksten i de internasjonale kapitalstrømmene det siste tiåret har gitt en ny dimensjon til utviklingen mot en global økonomi, med økt konkurranse over landegrensene, men også større svingninger og sårbarhet overfor ubalanser i økonomiene. Krisen i Asia demonstrerer, som tidligere kriser andre steder, at selv de mest vekstkraftige økonomier før eller senere vil møte kraftige reaksjoner i markedene dersom det oppstår makroøkonomiske ubalanser, eller dersom det finansielle systemet i et land ikke fungerer som det skal.

Globaliseringen skaper et behov for internasjonalisering også av virkemidlene i den økonomiske politikken. Internasjonale institusjoner som IMF og WTO - den nye verdensorganisasjonen for handel - har nå en mer fremtredende plass i overvåking og regulering av det internasjonale økonomiske samkvem enn tidligere. I vår egen verdensdel er EU-landene i ferd med å danne en økonomisk-politisk overbygning over de nasjonale markedene gjennom den økonomiske og monetære unionen - ØMU - og gjennom opprettelsen av EUs indre marked, som vi jo selv er en del av. Det er all grunn til å anta at utviklingen mot stadig mer integrerte kapital- og varemarkeder vil fortsette, kanskje også med et sterkere innslag av det internasjonale perspektivet i utformingen av den økonomiske politikken. Det er med andre ord også grunn til å anta at de utfordringer som integrasjonen av vår egen økonomi med resten av verden allerede har stilt oss overfor, blir forsterket i årene som kommer.

Noen av disse utfordringene har vi lenge vært klar over. Det gjelder blant annet nye begrensninger i utøvelsen av pengepolitikken, det gjelder det økte behovet for tilsyn og kontroll av finansmarkedene, og det gjelder begrensninger på utformingen av rammevilkårene for næringslivet - herunder skattesystemet. Andre utfordringer har foreløpig vært mindre i søkelyset. Jeg mener dette ikke minst gjelder virkningene for strukturen i vårt næringsliv, og dermed også for myndighetenes strukturpolitikk. Jeg tror også vi fortsatt kan forbedre vår forståelse av sammenhengene mellom de ulike politikkområdene - mellom på den ene siden en forsvarlig makro-

økonomisk politikk og på den andre siden hvordan strukturpolitikken best kan innrettes for å understøtte målene i den økonomiske politikken.

Jeg vil bruke denne anledningen til å forsøke å belyse noen av disse sammenhengene, og hvilke konsekvenser vi kan trekke for utformingen av den økonomiske politikken. Jeg vil ikke påstå at det finnes fasitsvar, men jeg ser en klar fare for at vi i ly av vår oljerikdom unnlater å ta utfordringene på alvor. Det er etter mitt syn behov for en dytptløyende og fundamental debatt om de veivalg vi står overfor. Jeg håper i all beskjedenhet at jeg med dette kan bidra til en slik debatt.

Fra proteksjonisme til integrasjon...

Da man etter den andre verdenskrigen skulle bygge opp igjen økonomien i Europa, ble det sett som vesentlig å unngå den «alles kamp mot alle» som kjennetegnet proteksjonismen og nasjonalismen i 1930-årene. Reguleringene av varemarkedene som måtte til i de første etterkrigsårene, ble gradvis erstattet av et system med økende handel over landegrensene. Det ble også bygget opp en rekke organisasjoner - blant annet GATT, OECD og IMF - som skulle ivareta behovet for internasjonal regulering og overvåking.

Ikke minst små land som Norge nøyte godt av det økende internasjonale varebyttet. Dette gjorde oss i stand til å spesialisere vår økonomi og bygge opp næringslivet i sektorer der Norge enten hadde spesielle fordeler eller spesielt høy kompetanse. Derved ble også ressurser frigjort fra mindre lønnsomme næringer til produksjon av nye varer og tjenester der etterspørselen økte.

Etter at de fleste handelshindringene var fjernet, begynte nedbyggingen av restriksjonene på internasjonale kapitalbevegelser. Dette hang sammen med - og var en konsekvens av - den økte integrasjonen av økonomiene i etterkrigstiden.

Utviklingen av det internasjonale varebyttet forutsatte betalinger og oppgjør i internasjonal valuta. Etter hvert ble det vanskelig å avgrense slike valutaoppgjør mot rene kapitaltransaksjoner, og det utviklet seg store internasjonale markeder også for kapitalbevegelsene. Frigjøringen av kapitalstrømmene over landegrensene var en konsekvens av denne utviklingen, og dereguleringen av markedene kan således ses på som den hittil «siste sten» i det byggverk av internasjonale avtaler og integrerte økonomier som ble dannet etter krigen.

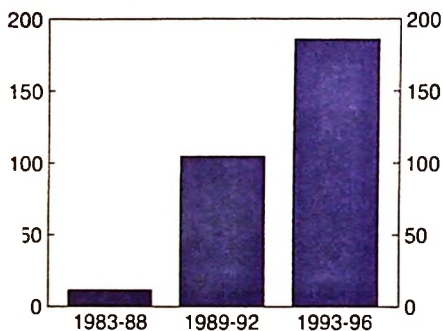
Ved inngangen til 1980-årene var de fleste vestlige landene i en situasjon med til dels meget store underskudd i utenriksøkonomien og i offentlige budsjetter, høy og stigende arbeidsledighet, og en langt høyere prisstigning enn tidligere. De store ubalansene skapte behov for et mer fleksibelt finansielt system, som lettere kunne kanalisere sparing på tvers av landegrensene og produksjonssektorer. For at dette skulle komme i stand, krevdes store tilpasninger i så vel valutakurser som renter, og det ble stadig klarere at en omfattende di-

rette regulering av finans- og kapitalmarkedene var lite hensiktsmessig.

I mange land hadde dessuten disse reguleringene - sammen med høy inflasjon og lite hensiktsmessige skattesystemer - etter hvert ført til at kravene til avkastning for investeringer dels var svært lave, og dels at avkastningskravene varierte betydelig mellom ulike typer av investeringer. Følgen av dette - ikke minst i Norge - var at høye investeringsrater etter hvert gav lite igjen i form av økt økonomisk velstand, og mengden av direkte ulønnsomme investeringer var økende.

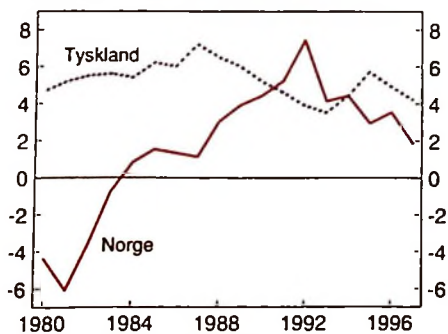
Samtidig førte også den teknologiske utviklingen til at markedsreguleringene gradvis mistet effekt. Det ble klart at det verken var mulig eller ønskelig å opprettholde reguleringene av kapitalstrømmene.

Figur 1. Privat netto kapitalinngang til land utenfor OECD. (Utviklingsland, transformasjonsøkonomier og nyindustrialiserte land). Milliarder USD. Årlig gjennomsnitt



Kilde: IMF

Figur 2. Realrente etter skatt



I Norge var realrenten etter skatt negativ i begynnelsen av 1980-tallet. Utviklingen i annen halvdel av 1980-tallet innebar en normalisering av lånekostnadene i det norske kredittmarkedet i forhold til internasjonale lånekostnader.

Kilde: Deutsche Bundesbank og Norges Bank

... og globale avkastningskrav

Da reguleringene etter hvert falt bort, måtte investeringer i ett land sammenlignes med konkurrerende prosjekter i andre land - i prinsippet verden over. Noen av de beste fortjenestemulighetene viste seg å ligge i land som ikke var kommet like langt som de rike landene i sin utvikling, og hvor potensialet for lønnsomme investeringer følgelig var størst. Ikke minst har landene i Asia - i alle fall inntil nylig - nytt godt av denne utviklingen. Etter hvert som kapitalstrømmene skjøt fart, førte antakelig de høye fortjenestemulighetene i Asia i hvert fall i noen grad til høyere avkastningskrav også i de vestlige landene.

Sluttr resultatet var at investeringene i vår del av verden falt betydelig, samtidig som investeringene økte kraftig i utviklingslandene. En større del av sparingen i de vestlige landene investeres nå andre steder enn på eget territorium, og det har vært en meget kraftig vekst i kapitalutgangen fra OECD-landene.

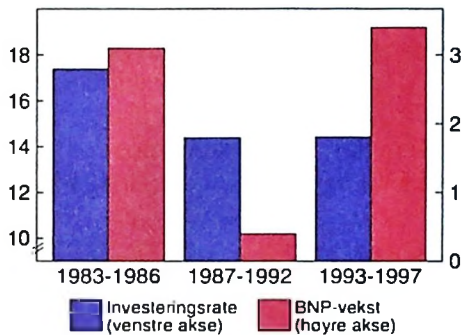
Også i Norge var den lave kapitalavkastningen på 1970- og første halvdel av 1980-tallet en indikasjon på at finansmarkedene ikke fungerte godt, og at kapitalmarkedet i Norge delvis var isolert fra resten av verden. Renten var i stor grad politisk bestemt, og skattesystemet sørget for en svært lav og til dels negativ realrente etter skatt. Begge deler innebar at kapitalmarkedet ikke gav «korrekt» informasjon - i form av rentesignaler - verken til sparere eller låntakere. Resultatet ble dels at det samlede investeringsnivå ble for høyt, dels at investeringene ble galt sammensatt ved at den rasjonerte kreditten ikke fant veien til de mest lønnsomme investeringene.

Etter hvert ble det klart at reguleringene av kapitalmarkedene heller ikke kunne opprettholdes i Norge. Bolig- og eiendomsmarkedene, kredittmarkedet og valutamarkedet ble deregulert i løpet av 1980-årene. Med de økende internasjonale kapitalbevegelsene og mer effektive markeder - som raskt utnyttet arbitrasjemuligheter - fikk skjevhetene i skattesystemet større konsekvenser, noe som blant annet kom til uttrykk i den

sterke kredittekspansjonen i 1980-årene. Skattereformen i 1992 fjernet mange av de forskjellene som tidligere eksisterte mellom ulike spareformer og typer av investeringer. Slik sett var skattereformen en naturlig følge av de endringene som tidligere hadde funnet sted i kapitalmarkedene.

Etter dereguleringen av kapitalmarkedene og skattereformen i 1992 er avkastningskravet i Norge mer i samsvar med avkastningskravet internasjonalt, og kredittmarkedet fordeler kreditt mer effektivt og til mer lønnsomme investeringsprosjekter for samfunnet. Jeg tror det nå er relativt bred enighet om at begge deler er nødvendige forutsetninger for å få investert i konkurransedyktige prosjekter og opprettholdt lønnsomheten i næringslivet.

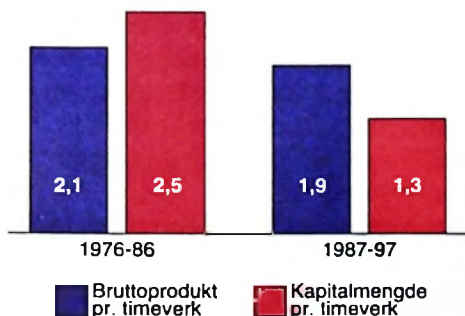
Figur 3. Investeringsrate¹ og BNP-vekst for næringslivet i Fastlands-Norge. Årlig gjennomsnitt. Prosent



¹ Bruttoinvesteringer i fast realkapital som andel av bruttoproduktet

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4. Produktivitet og kapitalinnsats for næringslivet i Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig årlig vekst



Produktivitetsveksten i næringslivet i Fastlands-Norge har vært om lag like sterk i de to siste konjunktursyklusene. Fra 1978 til 1986 økte produktiviteten først og fremst som en følge av en sterk vekst i mengden kapital. I perioden fra 1986 har investeringsveksten vært mye lavere, mens kapitalinnsatsen er blitt mer produktiv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Har reformene gitt oss en produktivitetsevinst?

Lønnsomhet i næringslivet ville være en mager trøst hvis ikke disse endringene også gav utslag i økt verdiskaping. Ved første øyekast kan det se ut til at den viktigste konsekvensen har vært at investeringene falt kraftig.

Hvis vi sammenlikner investeringer og produksjonsutvikling i den nåværende konjunkturoppgangen med oppgangen på 1980-tallet, viser det seg imidlertid at vi nå har noe høyere produksjonsvekst, til tross for lavere investeringsrater. Det kan altså se ut til at investeringene er blitt atskillig mer produktive enn i 1980-årene.

Nå vil noen straks innvende at den høye BNP-veksten hitti i høykonjunktoren først og fremst henger sammen med den sterke sysselsettingsveksten. For å skille ut virkningene av konjunktorene i arbeidsmarkedet, kan vi i stedet sammenlikne utviklingen i kapitalinnsats og produktivitet gjennom en lengre periode.

Økende kapitalinnsats er en vanlig forklaring på vekst. Fallet i investeringsratene vi har sett i 1990-årene, skulle derfor etter tradisjonelle forklaringer lede til et fall også i produktivitetsevinsten. Veksten i produktiviteten pr. timeverk var nesten helt lik i åtteårs-perioden fra 1978 til 1986 og de elleve årene fra 1986 til 1997. Men i perioden fra 1978 til 1986 økte produktiviteten først og fremst som en følge av meget høye investeringer og en sterk vekst i mengden av kapital som stod bak hvert timeverk. Faktisk økte kapitalinnsatsen noe sterkere enn produktiviteten i denne perioden.

I de siste elleve årene har denne utviklingen snudd. Vi kan si at vi nå har hatt en «uforklart» produktivitetsevinst - en vekst i produktiviteten som ikke kan forklares med økt kapitalinnsats. Dessuten skal vi merke oss at nedgangen i kapitaltilveksten er betydelig - fra 2½ prosent pr. år i begynnelsen av 1980-årene til 1¼ prosent pr. år i det siste ti-året. Likevel er altså veksten i produktivitet opprettholdt.

Det kan være mange årsaker til denne utviklingen. Noe av forklaringen kan være at vi fortsatt lever på overkapasitet fra den forrige konjunkturoppgangen. Vi har dessuten gått gjen-

nom en periode med innføring av ny teknologi, og det er mulig at denne nye teknologien har økt produktiviteten betydelig. Det kan også hende at dagens arbeidskraft i seg selv er mer produktiv, for eksempel gjennom et økt utdanningsnivå.

Det er imidlertid slående at en så stor «uforklart» bedring i produktiviteten har funnet sted i en periode der vi har vært gjennom betydelige reformer i kapitalmarkedene - både de-reguleringen av kapitalmarkedene og skattereformen i 1992. Ett av de uttalte målene med skattereformen var jo nettopp å bedre kapitalmarkedenes virkemåte og øke den samfunnsøkonomiske avkastningen av våre investeringer. Selv om det kan være mange grunner til bedringen i kapitalens samfunnsøkonomiske avkastning - målt på den måten vi ser i figur 4 - er det vanskelig å komme utenom at disse reformene kan ha hatt en betydelig positiv virkning.

Det er med andre ord nærliggende å tolke utviklingen dit hen at reformene i kapitalmarkedene - sammen med skattereformen i 1992 - alt i alt kan ha bidratt positivt til å øke avkastningen av den kapitalen vi som nasjon investerer, noe som over tid kanskje også kan lede til høyere vekst enn tidligere.

Nye omgivelser øker kravene til stabilitet og omstillingsevne

Deltakelse i de internasjonale kapitalmarkedene medfører imidlertid også ulemper og ubehageligheter. Noen vil se det som en ulempe at vi som nasjon er blitt mer eksponert for internasjonale begivenheter, og at kreftene i den internasjonale økonomien tvinger oss gjennom omstillinger vi kanskje ikke umiddelbart ser nytten av. Andre vil kunne betrakte dette som en fordel, kanskje også som en slags «garanti» mot at politiske myndigheter iverksetter eller opprettholder økonomisk sett skadelige tiltak og reguleringer. Atter andre vil muligens mene at den økte avkastningen av kapitalen har uheldige fordelingsvirkninger det er nødvendig å korrigere. Det hører også med i dette bildet at aktørene i markedene slett ikke alltid synes å opptre helt rasjonelt - i alle fall ikke slik myndighetene gjerne vil at de skal oppføre seg.

For meg er det sentrale at Norge i det lange løp verken kan eller bør «melde seg ut» av den verdensomspennende integrasjonsprosess og de internasjonale avtaler som regulerer vare- og kapitalstrømmene i verdensøkonomien, eller unndra seg påvirkning fra de internasjonale kapitalmarkedene. I vår hjemlige debatt er det ofte ulempene ved disse markedene som det er blitt fokusert på, og vi har hatt en tendens til å glemme de åpenbare fordeler Norge har av å kunne delta på internasjonale markeder og oppnå en akseptabel avkastning på nasjonens sparing. Ikke minst gjelder dette den delen av sparingen som kanaliseres gjennom Statens petroleumsfond, som i sin helhet investeres i utlandet.

Vi må altså ta som gitt - og det er ingen revolusjonerende innsikt - de rammebetingelser for vår økonomiske politikk

som er gitt gjennom verdenssamfunnets måte å organisere seg på. Det at kapitalen flyter fritt over landegrensene er et faktum som vi kan like eller ikke like, men det er et faktum - og det er lite vi kan gjøre med det. Norge er et lite land. Det mest fruktbare og realistiske vi kan gjøre er å fokusere på hvordan vi best kan tilpasse oss de rammevilkår som gjelder.

Så kan vi selvsagt arbeide i internasjonale fora for å endre de sider ved systemet vi ikke synes godt om. Vi kan neppe vente alltid å få gjennomslag for våre synspunkter, men det å arbeide utenfor systemet er heller ingen farbar vei, i hvert fall ikke for små nasjoner.

Konsekvensene av de nye omgivelsene for den økonomiske politikken og for utformingen av næringslivets rammevilkår kan etter min mening oppsummeres i to stikkord: stabilitet og omstillingsevne.

Norske myndigheter må gi næringslivet rammevilkår som gjør det mulig å tilpasse seg globaliseringen og møte den internasjonale konkurransen om kapitalen. Det setter krav til *stabilitet og troverdighet* i utformingen av disse rammevilkårene, og det setter grenser for hvilke kostnader vi kan belaste næringslivet - blant annet med hensyn til skattebyrde og administrative kostnader. Gjennom den økonomiske politikken kan myndighetene også bidra til en stabil økonomisk utvikling, slik at vi unngår store makroøkonomiske ubalanser og nye kriser i den finansielle sektoren.

Kravet til *omstillingsevne* gjør seg gjeldende på mange områder av den økonomiske politikken. Omskifteligheten i markedene og i verdensøkonomien gjør for det første at vi må være forberedt på plutselige og uventede endringer i våre omgivelser - endringer som kan gjøre det nødvendig å forandre større eller mindre deler av den økonomiske politikken. En politikk som virker utmerket i en periode, behøver ikke være riktig medisin i neste omgang. For det andre må den delen av den økonomiske politikken som særlig påvirker næringslivets rammevilkår - strukturpolitikken - rettes inn mot at også næringslivet raskt kan omstille seg og møte nye utfordringer.

Stabiliseringspolitikken under press

Endringene i verdensøkonomien har blant annet stor betydning for utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Fra et system med politisk fastsatte valutakurser, små kapitalbevegelser og politisk styrte renter, har vi gradvis kommet over i en situasjon med store kapitalbevegelser, mer ustabile forhold i valutamarkedet og et rentenivå som i stor grad er påvirket av rentene og markedsforholdene internasjonalt.

I Norge har vi et system der Norges Bank søker å holde en stabil valutakurs, med den følge at rentenivået må tilpasses slik at valutamarkedet er i balanse. For Norges del innebærer dette - i grove trekk - at rentenivået i Norge i det store og hele blir fastsatt i Frankfurt, ut fra de hensyn som tyske pengepolitiske myndigheter velger å legge vekt på.

Det tør være vel kjent i denne forsamlingen at våre politiske myndigheter og Norges Bank har et noe ulikt syn på spørsmålet om hvordan pengepolitikken bør innrettes i dagens situasjon. Norges Bank har ikke endret sin vurdering siden i fjor høst, da banken gav en utførlig begrunnelse for sitt syn til Regjeringen.

Jeg vil imidlertid understreke at Norges Bank tar myndighetenes syn til etterretning, og banken følger lojalt opp retningslinjene for pengepolitikken slik de er fastsatt av de politiske myndighetene. Jeg har derfor heller ikke tenkt å gjøre dette til noe tema her i kveld. Jeg finner det likevel nødvendig kort å minne om hvilke konsekvenser valget i pengepolitikken har.

Når myndighetene velger å bruke renten til å stabilisere valutakursen, står finanspolitikken igjen som det eneste egentlige virkemiddelet i stabiliseringspolitikken. I et system med stabil valutakurs blir det derfor helt avgjørende at myndighetene faktisk makter å gjennomføre finanspolitikken på en slik måte at det ikke oppstår store og uønskede konjunkturbevegelser i økonomien.

Samtidig kan det være krevende å forene stabiliseringspolitiske hensyn med alle de andre hensynene som må tas i finanspolitikken.

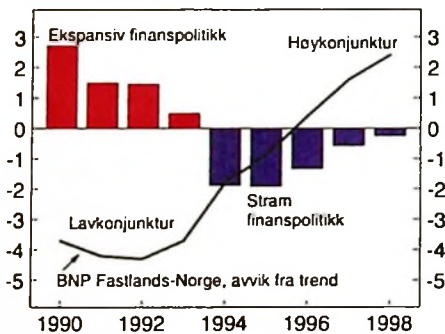
Dette problemet har etter mitt syn kommet klarere til uttrykk det siste året enn tidligere i denne høykonjunktoren. I den konkrete utformingen av finanspolitikken har budsjettene for 1997 og 1998 gjennomgående medført en tilnærmet nøytral finanspolitikk, til tross for at høykonjunktoren er i ferd med å nå toppen. Samtidig virker altså pengepolitikken ekspansivt, på grunn av de rådende forholdene i penge- og valutamarkedet.

Vi kommer med andre ord ikke utenom at *verken* pengepolitikken eller finanspolitikken for øyeblikket synes å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen i Norge.

I denne situasjonen synes de politiske myndigheter å legge mye av ansvaret for stabiliteten i økonomien på partene i inntektsoppgjørene. Dette er etter mitt syn - og med all respekt for partene - et ansvar som går ut over de muligheter og virkemidler som partene faktisk rår over. Det er derfor klare begrensninger for hva vi med rimelighet må kunne vente at inntektspolitikken kan håndtere.

Alt i alt synes det å ha formodningen mot seg at vi vil makte å styre konjunktorene slik at vi unngår et omslag om noen år. Vi må i hvert fall være forberedt på at høykonjunktoren først skyter ytterligere fart, for deretter å bremse opp på grunn av begrensninger på tilbudssiden i økonomien - først og fremst i arbeidsmarkedet. De anslag Norges Bank har utarbeidet, kan tyde på at dette konjunkturu omslaget kan bli markert. Som jeg var inne på innledningsvis, kan vi heller ikke utelukke at kapitalmarkedene vil reagere på en slik situasjon, og i så fall også forsterke omslaget - slik vi har sett disse markedene reagere tidligere, både på situasjonen i Norge og i andre europeiske

Figur 5. Finanspolitikk og konjunkturer. Prosent. 1990-1998



Konjunkturutviklingen er illustrert ved det såkalte produksjonsgapet, som viser forskjellen i prosent mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Et positivt produksjonsgap innebærer at produksjonskapasiteten utnyttes mer enn det «trendmessige» nivået på BNP skulle tilsi. Stramheten i finanspolitikken er uttrykt ved endringen i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerede overskuddet i statsbudsjettet, målt i prosent av BNP for Fastlands-Norge.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

land tidlig i 90-årene, og nå sist på utviklingen i de asiatiske økonomiene.

Hvis den økonomiske politikken ikke kan levere den stabilitet vi egentlig alle ønsker, blir følgende spørsmål sentralt: Er norsk økonomi - vårt næringsliv og våre husholdninger - i dag bedre rustet til å tåle et konjunkturomslag enn i slutten av 1980-årene?

Igjen er dette etter mitt syn et spørsmål om stabilitet og omstillingsevne. De grunnleggende forutsetningene for at vi skal komme oss oppreist gjennom et slikt omslag vil være at underliggende strukturer er tilstrekkelig stabile. Det fordrer i neste omgang at økonomien ikke svikter under vekten av konjunkturomslaget - og at næringslivet er tilstrekkelig omstillingsdyktig til raskt å møte de endrede rammevilkårene.

For å si det forsiktig, er jo dette temmelig omfattende temaer. Det finnes neppe noe entydig svar på hva som skal til for at økonomien skal ha de ønskede egenskapene. For å gjøre oppgaven litt enklere - og uten å påstå at jeg med det har gitt en uttømmende drøfting - vil jeg i det følgende konsentrere meg om to momenter jeg tror kan bli utslagsgivende:

- Jeg vil for det første hevde at stabiliteten i økonomien i stor grad vil avhenge av en tilstrekkelig *finansiell soliditet* - i næringslivet generelt og i den finansielle sektoren spesielt. Uten en slik soliditet vil det lett kunne oppstå domino-effekter av den typen vi nylig har sett i Asia - og slik vi selv opplevde tidlig i 1990-årene - der konkurser i enkelte bedrifter og sektorer raskt smittet over på andre deler av økonomien. Blant annet i lys av utviklingen i Asia tror jeg dessuten at særlig soliditeten i finanssektoren vil være avgjørende for hvor kraftig de internasjonale markedene reagerer, og dermed også for hvor kraftig omslaget behøver å bli.
- For det andre vil jeg hevde at omstillingsevnen i næringslivet i stor grad vil avhenge av at vi fortsatt kan sørge for en rimelig effektiv allokering av *kapitalen*. Vi vil være avhengige av at de investeringene vi foretar, er solid fundert og har så høy lønnsomhet at de lar seg forsvare også i dårlige tider. I tillegg er det jo de nye investeringene, den nye kapitalen, som i neste omgang skal sørge for vekst. I lys av de endringene jeg har forsøkt å belyse tidligere - med sterk konkurranse om kapitalen og økte avkastningskrav over landegrensene - vil jeg også argumentere for at selve organiseringen av kapitalmarkedet kan bli utslagsgivende. Ikke minst er det etter min mening nødvendig å fokusere på betydningen av forholdene på eiersiden i næringslivet og i finanssektoren, herunder statens Eierrolle.

Finansiell soliditet

Finanskrisen i Asia og vår egen bankkrise illustrerer den nære sammenhengen mellom stabiliteten i finansiell sektor, hendelser i valutamarkedene og den økonomiske politikken og utviklingen innenlands. Samlet sett viser våre og andres erfaringer gjennom de siste ti årene at en finansiell sektor med tilstrekkelig styrke og soliditet er nødvendig dersom vi skal komme gjennom den neste runden av konjunkturomslag og valutauro uten for store vanskeligheter.

Et grunnleggende problem for myndighetene i reguleringen av det finansielle systemet, er hvilke mekanismer vi egentlig har for å sikre at finanssektorens disposisjoner ikke leder oss, som samfunn, til å ta for stor risiko.

Det er flere grunner til at isolert sett fornuftige beslutninger i den enkelte institusjon kan bidra til å svekke stabiliteten i det finansielle systemet som helhet. En mulig årsak kan være at en enkelt bank bare er opptatt av den risiko banken selv påføres, og ikke den risiko den indirekte påfører andre. Denne *systemrisikoen* henger sammen med blant annet interaksjonen med de internasjonale finansmarkedene og de norske bankenes gjensidige avhengighet av hverandre i det norske kredittmarkedet. Eksempelvis vil en norsk banks kredittverdighet i utlandet ikke bare avhenge av bankens egen stilling, men også av hvordan soliditeten i hele det norske banksystemet vurderes. Vi har tidligere erfart at ved uro i deler av finansmarkedet, vanskeliggjøres eller endog forsvinner utenlandsfinansieringen også for de institusjonene som i utgangspunktet ikke hadde likviditets- eller soliditetsproblemer. Det kan dermed oppstå en risiko for det finansielle systemet som sådant, knyttet til hvordan enkeltbanker drives. Dette har nok også vært et vesentlig element ved flere kriser internasjonalt, nå sist i Asia.

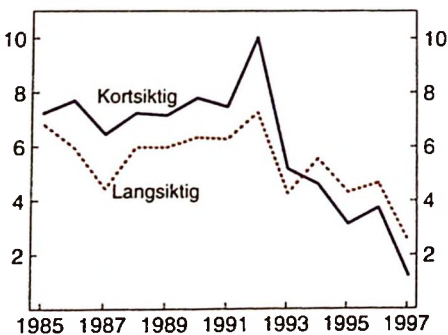
Som i de aller fleste andre vestlige land har vi i Norge et bredt sett av reguleringer som skal ivareta disse og andre typer risiki som ellers kan tenkes å oppstå i finansnæringen. Et eksempel på en slik regulering er kravene til kapitaldekning, som skal sikre en viss soliditet i sektoren og dermed motvirke systemrisiko.

Jeg vil samtidig understreke at selv med det regelverk og tilsyn vi i dag har for næringen - og selv om både næringen og dens kunder i dag utvilsomt både har bedre soliditet og er langt mer opptatt av risikostyring og kontroll enn for ti år siden - kan vi ikke utelukke at det finansielle systemet igjen kan komme under press dersom situasjonen i økonomien forverres.

Forholdene i penge- og valutamarkedet tilsier for tiden at pengepolitikken i Norge må innrettes ekspansivt for å holde kronkursen stabil. Også i de fleste andre europeiske land er pengepolitikken relativt ekspansiv, men der er konjunktursituasjonen klart annerledes enn hos oss. Følgen av dette er at nivået på realrenten i Norge - målt som markedsrenter justert for inflasjonen - nå er i underkant av nivået midt på 1980-tallet.

Når vi ser bort fra risikopremier, vil investeringer for tiden

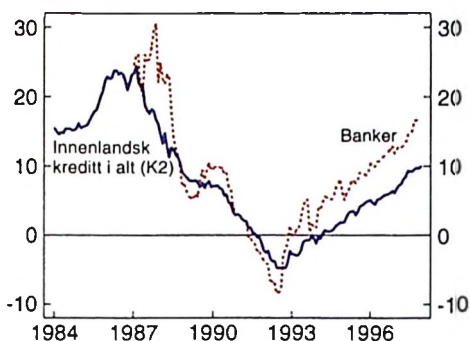
Figur 6. Realrenteutviklingen i Norge¹. Prosent. 1985-1997



¹ Tremåneders eurokronerente og femårs statsobligasjonsrente korrigert for veksten i konsumprisindeksen

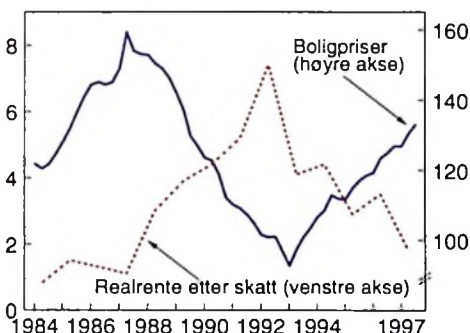
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7. Utlånsvekst. Prosent.
Januar 1984 – desember 1997



Kilde: Norges Bank

Figur 8. Realrente etter skatt og realpris på bruktboliger. Prosent og indeks 1992 = 100. 1. kv. 1984 – 3. kv. 1997



Realrentene og bruktboligprisene har over den siste tiårs-perioden vist en klar negativ samvariasjon. Siden 1993 har boligprisene reelt steget med over 40 prosent, mens realrenten etter skatt har falt fra vel 7 prosent i slutten av 1992 til 2 prosent i 1997.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

kunne anses lønnsomme med en avkastning ned mot 2-3 prosent. I lys av de svingninger vi hittil har sett i rentene - som altså kan gjenta seg - er det grunn til å spørre hvordan en slik avkastning på marginale investeringer ville slå ut for soliditeten i næringslivet, i hvert fall om slike investeringer skulle forekomme i stort omfang.

Med dette lave rentenivået har vi da også sett en høy vekst i kredittetterspørselen. Vi må anta at eventuelle fremtidige svingninger i rentenivået kan medføre at bankenes tap vil komme til å øke og at deler av næringslivet igjen kan få problemer med sin gjeldsbyrde.

Med en såvidt sterk utlånsvekst kan det ikke utelukkes at flere av bankenes utlånsporteføljer er blitt mer risikoutsatte. Samtidig har ekspansjonen de siste to årene ledet til en viss svekkelse av bankenes kapitaldekning. Dette er litt paradoksalt, ettersom vi normalt ville vente at det er i gode tider at institusjonene skal kunne styrke soliditeten.

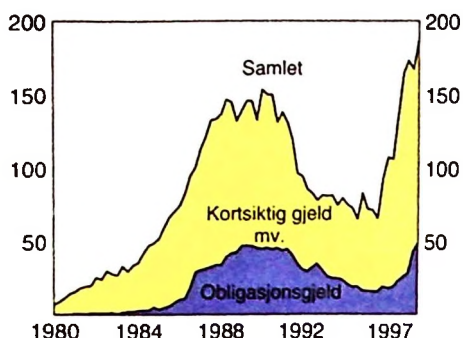
Den lave renten og økt tapsrisiko må også ses i sammenheng med utviklingen i eiendomsmarkedet. Som følge av økende etterspørsel og rimelig kreditt har boligprisene steget reelt med over 40 prosent siden bunnpunktet i 1993, og realprisen på bolig nærmer seg nå høydene fra 1980-årene. Prisveksten på forretningseiendommer har også vært meget sterk. I lys av de betydelige svingningene vi har sett tidligere, er det vel grunn til å anta at et eventuelt omslag i økonomien igjen vil føre til fall i eiendomsverdiene. Deler av den prisrisiko dette innebærer, må antas å falle på bankene gjennom de utlån som er pantesikret i fast eiendom.

Et utviklingstrekk det er grunn til å feste seg ved, er at en betydelig del av veksten i bankenes utlån nå finansieres i utlandet. Samlet utenlandsfinansiering utgjorde ved utgangen av november i fjor nærmere 190 milliarder kroner. Det betyr at denne typen finansiering har økt med om lag 120 milliarder over de siste to årene. Den kraftige veksten i utenlandsfinansieringen henger i noen grad sammen med at bankene har fått oppgradert sin kredittverdighet hos utenlandske rating-byråer, og dermed oppnår rimeligere finansiering i obligasjonsmarkedene internasjonalt. Men som vi ser av figur 9, utgjør finansiering gjennom slike obligasjoner en mindre del av veksten i den samlede utenlandsgjelden. Med andre ord er en betydelig del av utenlandsfinansieringen - rundt tre fjerdedeler - kortsiktig.

Jeg vil legge til at bankene normalt sikrer denne type opplåning mot valutarisiko gjennom transaksjoner blant annet i terminmarkedene, slik at bankenes valuta-eksponering ikke øker. Videre oppfyller den norske finanssektoren de internasjonale og nasjonale kravene til soliditet, og det er betydelige overskudd i den norske banknæringen. Jeg vil likevel hevde at flere av de utviklingstrekkene vi ser, peker i feil retning. Hvis retningen ikke endres, kan det på ikke alt for lang sikt være grunn til bekymring.

Faren ved en stor kortsiktig finansiering i utlandet er at fi-

Figur 9. Bankenes utenlandsfinansiering. Milliarder kroner. 1. kv. 1980 – 4. kv. 1997



Kilde: Norges Bank

nanssektoren samlet sett - som system og over tid - kan utsette seg for en betydelig likviditetsrisiko. Dersom kredittilgangen fra utlandet plutselig skulle stoppe opp eller reverseres - for eksempel i forbindelse med et økonomisk tilbakeslag eller sviktende tillit til vår valuta - vil slik finansiering kunne avstedkomme betydelige betalingsproblemer, slik vi blant annet har sett i Asia.

Denne problemstillingen er velkjent, ettersom vi opplevde nettopp denne typen problemer under bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Hvis bankene nok en gang skulle oppleve at tilgangen på finansiering i utlandet begrenses, vil de således måtte regne med å stå overfor betydelige utfordringer. Forrige gang måtte Norges Bank tre støtte til med betydelig finansiering av banksystemet. Jeg vil advare mot å basere seg på at dette vil skje på samme måte dersom liknende problemer igjen skulle inntreffe.

Bankresultatene som nylig er fremlagt, viser god avkastning på egenkapitalen. Dette skyldes imidlertid i stor grad svært lave tap. Inntjeningen er ikke god nok til at bankene vil klare å opprettholde kapitaldekningen, i hvert fall ikke ved en videreføring av den nåværende utlånsveksten. Etter hvert som vi får en normalisering av tapssituasjonen, og for en del banker også av skatteposisjonen, må det derfor antas at inntjeningen vil falle.

Soliditet og strukturpolitikk henger sammen

Et spørsmål som naturlig melder seg, er om myndighetene bør foreta seg noe - og eventuelt hva - for å bedre bankenes langsiktige inntjeningssevne og soliditet.

Et alternativ kunne være å skjerpe kapitaldekningskravene for institusjonene. Vi må imidlertid huske på at norske enheter i stadig sterkere grad konkurrerer med utenlandske enheter, og at en slik særnorsk styrking av kravene på sikt vil kunne svekke deres inntjening. Skjerpede kapitaldekningskrav kan dermed være et tve-egget sverd. På den ene siden vil slike krav over tid med nødvendighet styrke soliditeten i de eksisterende norske banker. Men slike krav vil på den andre siden også føre til ujevne konkurransevilkår og kanskje økte markedsandeler for utenlandske institusjoner, som ikke er pålagt like strenge krav. Redusert konkurransevne for norske institusjoner kan føre til redusert inntjening og dermed svekket evne til å styrke soliditeten med egne midler.

Kredittilsynet har i en nylig offentliggjort rapport vurdert et skjerpet krav til kjernekapital for finansinstitusjonene. Tilsynet konkluderer med at det foreløpig ikke er tilstrekkelig grunnlag for å tilrå et så sterkt tiltak.

For å sikre soliditeten i norske banker over tid, er det etter min oppfatning nødvendig at rammevilkårene utformes slik at de norske bankene kan møte sine internasjonale konkurrenter på mest mulig like vilkår. Utøvelsen av myndighetenes strukturpolitikk overfor næringen er av stor betydning for den lang-

siktige utviklingen i konkurransesituasjonen, og dermed også for inntjeningsmulighetene og soliditeten i næringen. I denne sammenhengen må myndighetene etter min mening også vurdere mulige konsekvenser av statlig eierskap.

Åpningen av det norske bankmarkedet mot utenlandske institusjoner har, sammen med internasjonaliseringen av næringslivet, ført til økt konkurranse fra utlandet, men også økte krav til avkastning gjennom aksje- og obligasjonsmarkedet. Utviklingen mot større internasjonal konkurranse fører med seg gevinster som følge av bedre allokering av kapitalen over landegrensene, og dermed gjennomgående også mer produktive investeringer. Dette er - som jeg var inne på tidligere - gevinster som Norge kan ha stor nytte av. For den norske finansnæringen innebærer imidlertid utviklingen også betydelige utfordringer.

En av disse utfordringene er at konkurransen synes å bidra til redusert inntjeningssevne. Rentemarginen - som er bankenes viktigste inntektskilde - har falt betydelig gjennom de siste ti årene. Det er også en klar tendens til at bankenes netto renteinntekter faller, målt som andel av forvaltningskapitalen. Begge deler indikerer tiltakende konkurranse på innskudds- og utlånsmarkedet. Det er ikke noe som tyder på at intensiteten i konkurransen vil reduseres de nærmeste årene, snarere tvert om.

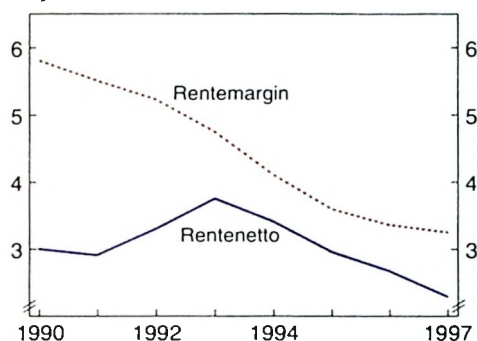
En mulig forklaring på dette er at *stordriftsfordelene* i næringen kan ha økt. Tettere integrasjon og ny informasjonsteknologi gjør det mulig å masseprodusere finansielle tjenester på en helt annen måte enn tidligere, og moderne kommunikasjoner gjør det mulig å distribuere disse tjenestene langt billigere. Utviklingskostnadene for slike systemer kan imidlertid være meget store, og dette kan gi opphav til stordriftsfordeler.

Ulike mål for markedskonsentrasjon tyder på at det norske bankmarkedet er forholdsvis lite konsentrert, og betydelig mindre konsentrert enn markedene i de øvrige nordiske land. Mens konsentrasjonen i det norske markedet ikke er vesentlig endret over de siste ti årene, har konsentrasjonen i de øvrige nordiske markedene økt betraktelig, blant annet som følge av restruktureringen av sektoren etter bankkrisene tidligere på 1990-tallet.

Den norske banksektoren er fortsatt preget av mange og i hovedsak små enheter. De to største norske bankene blir små når vi sammenlikner med andre nordiske finansinstitusjoner.

Vi har klare indikasjoner på at norske banker kan håndtere en større kundemasse enn i dag uten å øke ressursbruken, og den teknologiske og markedsmessige utviklingen kan forsterke denne tendensen fremover. I andre næringer ville en slik overkapasitet - via svekket lønnsomhet - medført tilpasninger gjennom avskalling av de minst lønnsomme bedriftene. Dermed ville kapasiteten på noe sikt bli tilpasset markedsforholdene i næringen som helhet. På grunn av eierforhold og reguleringssystem har slike avskallingsmekanismer imidlertid ikke samme rolle i bankvesenet. Dette gjør nær-

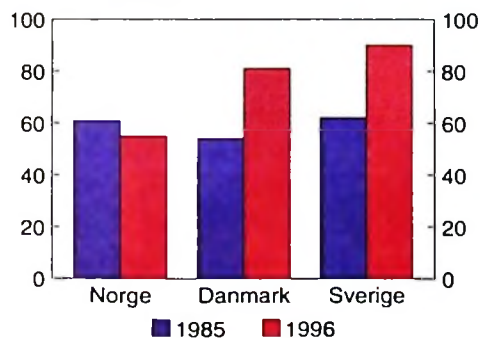
Figur 10. Bankenes rentemargin og rentenetto¹. Prosentpoeng og prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital 1970–1997



¹ Bankenes rentenetto er uttrykk for bankenes netto renteinntekter som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

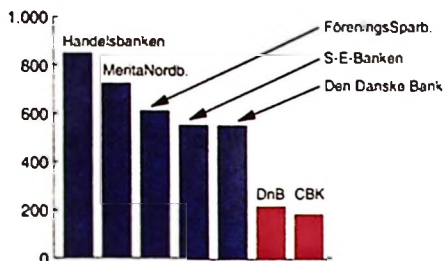
Kilde: Norges Bank

Figur 11. Konsentrasjon i banksektoren. Markedsandel (utlån) fem største banker



Kilde: Norges Bank og Finlands Bank

Figur 12. Forvaltningskapital i utvalgte nordiske bankkonsern. Milliarder kroner. Pr. 30. juni 1997



Kilde: Konsemene pr. 30.6.97

ringen utsatt for langvarig overkapasitet og svekket lønnsomhet. Samtidig gir utviklingen blant annet i lønnsomhet og likvidetsrisiko grunn til en viss uro over den langsiktige stabiliteten i vårt finansielle system.

Utfordringen for myndighetene ligger i å oppnå en utvikling hvor konkurransen er tilstrekkelig høy til å sikre et effektivt marked, samtidig som kapasiteten tilpasses og stabiliteten i systemet sikres. Bildet av et bankmarked preget av stadig tiltakende konkurranse, kombinert med en relativt lav konsentrasjon, indikerer etter min oppfatning at det er rom for større konsentrasjon, uten at konkurransen av den grunn vil bli svakere enn i dag.

Antall banker - og i hvilken by hovedkontorene til disse bankene skal ligge - har vært sentrale problemstillinger i den norske strukturdebatten. At blant annet internasjonaliseringen og den teknologiske utviklingen tilsier betydelige strukturerendringer og en mye sterkere konkurranse, har på langt nær vært tillagt like stor vekt. I våre nærmeste naboland og i en rekke andre land hvor bankstrukturen nå gjennomgår store endringer, foregår strukturdebatten på helt andre premisser. De største nordiske bankene har erklært Norden som hjemmemarked, og de har etablert seg i Norge.

Jeg vil også minne om at det om et års tid høyst sannsynlig vil være etablert et utvidet finansielt system på kontinentet, der finansinstitusjonene i prinsippet vil konkurrere på ett stort europeisk marked med felles valuta og et samlet europeisk betalingssystem. Det vil sannsynligvis også utvikles dype og store markeder for blant annet verdipapirer i euro. Det er - mildt sagt - ingen grunn til å tro at denne utviklingen vil redusere stordriftsfordelene eller tendensene til økt konsentrasjon i den europeiske finanssektoren. Dette vil berøre også den norske finanssektoren.

Jeg drister meg til å hevde at den norske debatten om strukturen i finansnæringen i dette perspektivet fremstår som nokså innadventd og lite fremoverskuende.

Jeg var innledningsvis opptatt av hvilke fordeler vi som nasjon har hatt av at kapitalmarkedene er blitt mer effektive, og at mye kan tyde på at dette også har gitt oss mer produktive investeringer i 1990-årene enn i 1980-årene. Jeg vil på denne bakgrunn understreke at oppkjøp og fusjoner også i banknæringen høyst sannsynlig er nødvendig og ønskelig - og tvunget fram av dype strukturelle endringer både i næringen selv og i de internasjonale kapitalmarkedene.

Strengt regler og et strengt skjønn fra myndighetene ved fusjoner og oppkjøp kan medføre at det ikke vil være mulig å få gjennomført nødvendige strukturerendringer. En slik utvikling kan bidra til å sementere strukturen og bevare overkapasitet i næringen, og den kan på lang sikt dermed også svekke stabiliteten i det finansielle systemet. Etter mitt syn bør myndighetene derfor være tilbakeholdne med å hindre strukturerendringer og andre tilpasninger som næringen selv måtte finne hensiktsmessige.

Strukturpolitikk og statlig eierskap

Den potensielle mulighet for oppkjøp og avskalling er et viktig instrument i alt næringsliv for å sikre lønnsom drift og tilpasse seg endringer i underliggende strukturelle forhold. Deres myndighetene mener det er i deres interesse, kan en stor statlig eier hindre nødvendige omstillinger nettopp ved å beskytte den eksisterende struktur i banknæringen mot oppkjøp. Dette behøver ikke en gang være et resultat av en aktiv politikk. Så lenge staten ønsker å sitte som en dominerende eier i en bank, kan denne posisjonen i seg selv virke avskrekkende overfor potensielle kjøpere, spesielt når en ser dette eierskapet i sammenheng med de øvrige eierbegrensingsreglene i næringen.

For meg synes myndighetenes *fremste* oppgave å være å sørge for mest mulig rimelige og sikre finansielle tjenester til publikum gjennom en reell og åpen konkurranse, samtidig som institusjonene må være solide for å kunne stå imot konjunktursvingningene i fremtiden. Dette er oppgaver som kan ivaretas innenfor de tradisjonelle myndighetsfunksjoner - som lovgiver, konsesjonsmyndighet og tilsyn.

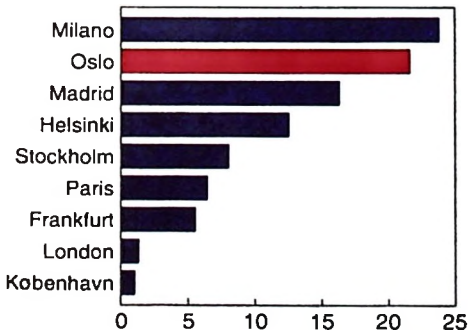
Derimot mener jeg det kan reises betydelige innvendinger, dersom rollen som eier utnyttes for å tilgodese særlige hensyn i utøvelsen av myndighetenes strukturpolitikk. På bakgrunn av den utviklingen vi ser i finanssektoren og en økende risiko for finansiell ustabilitet som følge av denne utviklingen, ville det etter min oppfatning være spesielt uheldig dersom statens eierskap i for stor grad rettes inn mot å bevare den eksisterende strukturen i næringen. En profesjonell eier har også det å selge seg ut som et alternativ.

Det offentliges engasjement på eiersiden i norsk næringsliv er som kjent ikke begrenset til finansnæringen. Blant annet er Folketrygdfondet en stor offentlig eier i mange av selskapene på Oslo Børs, og staten er direkte engasjert i noen store børsnoterte selskaper. I tillegg kommer større og mindre heleide offentlige virksomheter som ikke børsnoteres, herunder blant andre Statoil, Telenor og statsbankene.

Jeg tror ikke jeg tar munnen for full når jeg sier at mange andre vestlige land har et vesentlig lavere statlig engasjement på eiersiden i næringslivet. Nå har salg av bankaksjer og en rekke emisjoner i privateide selskaper ført til en nedgang i offentlig eierskap de senere årene, etter den perioden som er angitt i figur 13. Men fortsatt er det offentlige en mer dominerende eier på Oslo Børs enn den var på midten av 1980-tallet.

Det er vanskelig å vurdere markedsverdien av de statseide institusjoner som ikke børsnoteres, men det ville ikke overraske meg om statens samlede eierskap selv ved relativt nøkterne verdianslag kunne komme opp i en fjerdedel av den samlede verdien av næringslivet. Det hører også med i dette bildet at det offentlige gjennom sine budsjetter har direkte beslutningsmyndighet over den delen av investeringene - rundt regnet 20 prosent - som foretas i offentlig sektor. Samlet sett har det offentlige altså innflytelse enten direkte eller gjennom

Figur 13. Offentlig eierskap. Prosent av børsenes totale markedsverdier. 1992-94



Kilde: Oslo Børs

sine eierinteresser over - meget løselig anslått - rundt 40 prosent av den kapitalen som årlig allokteres her i landet.

Denne utviklingen har flere sider, og langt fra alle er nødvendigvis negative. Når jeg likevel tar opp dette, er det for å knytte an til et tema som har opptatt mye av tiden her i kveld, nemlig hvilke konsekvenser det offentlige eierengasjement kan ha for *omstillingsevnen* i næringslivet.

I lys av de store endringer som har skjedd i kapitalmarkedene, av det klima som nå råder i konkurransen om kapitalen internasjonalt, og ikke minst i lys av de betydelige utfordringene vi står overfor i den langsiktige utformingen av finanspolitikken, vil jeg reise spørsmålet om utformingen av det statlige engasjementet i næringslivet er tilstrekkelig fremtidsrettet.

Det må være helt legitimt at staten går inn på eiersiden i enkeltbedrifter når spesielle grunner taler for det. Min bekymring gjelder ikke at staten har et slikt engasjement. Det jeg derimot vil fokusere på, er den betydning det store *samlede* statlige eierengasjement kan ha for effektiviteten i vårt kapitalmarked, og dermed også for vår omstillingsevne på lang sikt. Det er med andre ord et spørsmål om balanse, snarere enn et «enten-eller». Men jeg må legge til at det av og til kan være vanskelig å se de spesielle grunner som skulle tale for et sterkt statlig engasjement.

Spørsmålet som må stilles når staten engasjerer seg tungt på eiersiden i næringslivet, er hvordan dette engasjementet *over tid påvirker fordelingen av kapital mellom ulike næringer og bedrifter*. Når staten eller det offentlige går inn som eier - og dermed i sin styring av kapitalen påtar seg å velge mellom ulike investeringsprosjekter - pådrar den seg samtidig en to-delt risiko: På den ene siden kan en investor risikere å bli for kortsiktig - å fokusere for mye på kortsiktig avkastning i forhold til langsiktige behov for soliditet og tilførsel av kapital til nye lønnsomme prosjekter. På den andre siden kan en investor også risikere å bli for langsiktig - å unnlate å stille tilstrekkelige avkastningskrav og dermed ikke gi tilstrekkelige signaler til omstilling og effektiv drift.

På denne bakgrunn mener jeg det er berettiget å stille følgende spørsmål: Har vi etablert tilstrekkelig robuste beslutningsmekanismer og institusjoner, slik at vi kan være rimelig overbeviste om at statens engasjement ikke fører til en vridning av investeringene vekk fra de mest lønnsomme prosjektene? Eller er det slik at staten på den ene eller andre måten forskyver balansen i kapitalmarkedet gjennom utøvelsen av sine eierinteresser? Og om så er tilfelle, er vi rimelig trygge på at den delen av kapitalinnsatsen som nødvendigvis må skje gjennom beslutninger fattet av myndighetene, til enhver tid ivaretar hensynet til langsiktig lønnsomhet, og derved sikrer næringslivet den omstillingsevne som er nødvendig?

Internasjonalt er det nå en bred og økende erkjennelse av at et system med omfattende allokering av kapital over offentlige budsjetter, blant annet gjennom statlig eierskap, kan ha

negative virkninger for omstillingsevne og vekstpotensiale. I lys av dette har det over hele verden pågått en overgang til mer markedsbaserte løsninger.

Jeg mener at også våre egne erfaringer med en betydelig politisk styring av kapitaltilførselen, slik vi hadde gjennom markedsreguleringene og betydelig satsing på statlig industri i 1960- og 70-årene, ikke taler for en gjentakelse av slike eksperimenter. Her bør nok politikernes ønske om kontroll og styring parres med en god porsjon ydmykhet med hensyn til myndighetenes evne til å foreta den riktige utvelgelse i det lange løp.

Avslutning

Hvis jeg skal trekke fram en felles lærdom som etter min mening følger av de erfaringene globaliseringen av verdensøkonomien har gitt oss det siste ti-året, må det bli dette: I en verden preget av store og plutselige kapitalbevegelser - av konkurranse om og mer effektiv utnyttelse av kapitalen - må den økonomiske politikken i økende grad utformes med tanke på morgendagens, og ikke dagens, virkelighet. I en omskiftelig verden må vi venne oss til å leve med sjokk og uro i det økonomiske systemet. Det betyr at vi må utforme den økonomiske politikken med sikte på å styrke *stabiliteten* i økonomien, men samtidig være forberedt på sjokk og omstillinger. Derfor må også en del av den økonomiske politikken være fokusert på å bedre *omstillingsevnen* i vår økonomi, og sikre at næringslivet er tilstrekkelig robust til å komme over de sjokk og kriser vi måtte bli rammet av.

Jeg startet dette foredraget med å si at jeg håpet å bidra til en debatt om hvordan en slik politikk bør utformes. Jeg har pekt på noen faktorer som jeg mener blir sentrale - soliditeten i det finansielle systemet og strukturpolitikken. I tillegg kan det nok være grunn til å drøfte statens eierrolle nærmere. Vår evne - og kanskje vår vilje - til å organisere oss slik at vi fortsatt har et rimelig velfungerende kapitalmarked kan dessuten bli avgjørende for hvordan vi makter de omstillinger vi vet må komme.

Det kan vel hende at noen av mine utsagn kan oppfattes som kontroversielle. I så fall har jeg lyktes i mitt forsett om å fremme debatten.

KAN TEORIER FOR SPEKULASJONSANGREP FORKLARE KRISEN I ØST-ASIA?

Øistein Røisland og Karsten Stæhr, rådgivere i Internasjonal avdeling, Norges Bank

Krisen i Øst-Asia har satt fornyet fokus på årsakene til valutakriser. Denne artikkelen gir en introduksjon til ulike teorier for spekulasjonsangrep mot faste valutakurser. Ekspansiv økonomisk politikk, selvoppyllende forventninger eller krakk i innenlandske finansmarkeder kan føre til kapitalutgang og valutakrise. Det argumenteres for at de tre årsakene ikke utelukker hverandre, men at de derimot alle bidrar til å forklare ulike aspekter av krisen i Øst-Asia.

Innledning

En rekke land, herunder de fleste øst-asiatiske landene, har i mange år holdt faste valutakurser. Med fast valutakurs garanterer myndighetene at publikum kan veksle mellom innenlandsk og utenlandsk valuta til en på forhånd annonsert kurs. Denne garantien bygger på at det er tilstrekkelige valutareserver, slik at publikums ønske om veksling alltid kan imøtekommes. Spekulasjonsangrep er karakterisert ved at et land med fast valutakurs plutselig utsettes for en kraftig kapitalutgang. Ved et vellykket angrep blir myndighetene tvunget til å devaluere eller la valutaen flyte.

Det er viktig å klargjøre de bakenforliggende årsakene til et spekulasjonsangrep. Den spesifikke forklaringen har avgjørende betydning for hvilke tiltak som kan bidra til å hindre fremtidige angrep. Denne artikkelen belyser ulike teoretiske forklaringer av spekulasjonsangrep.

Først presenteres to grupper av teorier for sammenbrudd av fastkursystemer. Disse betegnes som henholdsvis «første-generasjonsmodeller» og «annen-generasjonsmodeller». Deretter gjennomgås en ny forklaringsmodell for valutakrisene i Øst-Asia, hvor krisene sees i sammenheng med en oppblåsing av og et påfølgende krakk i aksje- og eiendomsmarkedene. Avslutningsvis settes de tre teoriene opp mot hverandre, og vi argumenterer for at den nye forklaringsmodellen er et supplement, snarere enn et alternativ til eksisterende teori.

«Første-generasjonsmodeller»¹

I denne gruppen av modeller antas det at et land holder fast valutakurs så lenge det er tilstrekkelig

ge valutareserver, men lar valutaen flyte når valutareservene tar slutt. Myndighetene i landet fører en politikk som på sikt ikke er konsistent med den faste kursen. En slik politikk kan for eksempel være et seddelpressefinansiert budsjettunderskudd som fører til stadig høyere innenlandsk pengemengde. Den økte pengemengden gir et press i retning av lavere innenlandsk rentenivå. Aktørene velger derfor å veksle fra innenlandsk til utenlandsk valuta. Dette fører til at valuta-reservene gradvis tømmes, og et sammenbrudd av fastkursregimet blir etter hvert unngåelig. Publikum har full informasjon, og de vil derfor forsøke å komme seg ut av markedet før den «naturlige» overgangen til flytende kurs inntreffer. Spekulasjonsangrepet kommer altså *før* valuta-reservene er uttømt.

Publikum regner ut en «skyggevalutakurs», det vil si den kursen som ville resultert dersom valutakursen hadde vært flytende. Et spekulasjonsangrep finner ikke sted så lenge skyggevalutakursen er minst like sterk som den faste kursen. Etter hvert som den innenlandske pengemengden økes, svekkes imidlertid skyggevalutakursen, og angrepet settes inn eksakt når skyggevalutakursen er lik den faste kursen. Hvis angrepet hadde kommet tidligere, ville kursen etter angrepet vært sterkere enn før angrepet, og spekulantene ville tape penger. Hvis angrepet hadde kommet senere, ville det være uendelige arbitrasjevinster ved å komme de andre spekulantene

¹ Den første artikkelen som diskuterte årsaker til spekulasjonsangrep på valutakurser, var Krugman (1979). Flood & Garber (1984) utviklet en modell med en eksplisitt matematisk løsning. Agenor & Flood (1994) gir en oversikt over en rekke «første-generasjonsmodeller».

i forkjøpet. Siden ikke alle kan komme hverandre i forkjøpet, blir resultatet at angrepet settes inn når «skyggevalutakursen» er lik den faste valutakursen.

Under spekulasjonsangrepet veksler publikum innenlandsk valuta til utenlandsk valuta i et slikt omfang at valutareservene tar slutt. Myndighetene blir dermed tvunget til å la valutakursen flyte. Det blir ikke et hopp i kursen, men en fast valutakurs fram mot spekulasjonsangrepet og deretter en gradvis svekkelse i takt med utvidelsen av den innenlandske pengemengden.

«Første-generasjonsmodellene» illustrerer hvordan valutakriser oppstår når den innenlandske økonomiske politikken ikke er konsistent med målsettingen om fast valutakurs. Spekulasjonsangrepet kommer før valutareservene er oppbrukt. En beholdning av valutareserver er altså ikke tilstrekkelig til å forhindre et vellykket spekulasjonsangrep hvis den økonomiske politikken på sikt ikke er konsistent med en fast kurs.

«Annen-generasjonsmodeller»

En svakhet ved «første-generasjonsmodellene» er at myndighetenes politikk er svært mekanisk representert, ettersom myndighetene ikke gjør noe forsøk på å legge om politikken eller forsvare kursen. «Annen-generasjonsmodellene» tar hensyn til myndighetenes incentiver og demonstrerer at utelukkende *forventningen* om en nedskrivning av valutaen kan gi myndighetene et incentiv til å devaluere.²

Det antas at valutakursen i økonomien er fast, men kan endres av myndighetene. For at et spekulasjonsangrep skal kunne oppstå utelukkende som følge av forventningen om en devaluering, må tre betingelser være til stede. For det første må myndighetene ha et incentiv til å *forsvare* kursen, for eksempel for å fastholde prisstabilitet eller sikre fremtidig troverdighet. For det andre må de ha et incentiv til å *devaluere*, for eksempel som følge av høy arbeidsledighet, driftsbalanseunderskudd eller underskudd på statsbudsjettet. For det tredje må *kostnadene* ved å forsvare kursen være høyere jo mindre troverdighet fastkursregimet har.

² Obstfeld (1986) presenterer den første formaliseringen av spekulasjonsangrep på en fast valutakurs som en selvoppfyllende profeti. Obstfeld (1994, 1996) bygger videre på den opprinnelige modellen.

Tre typer av likevekter er mulige innenfor denne modellrammen. I den første typen av likevekter er den økonomiske situasjonen av en slik art at myndighetene *aldri* vil devaluere uansett om en devaluering forventes eller ikke. Publikum setter derfor ikke et spekulasjonsangrep i gang i denne situasjonen. I den andre typen av likevekter vil myndighetene *alltid* devaluere uansett publikums forventninger. Publikum forutser dette, og angrepet kommer. I denne type likevekt er det lite som skiller «første-» og «annen-generasjonsmodellene». I den tredje typen av likevekter er de økonomiske forholdene av en slik art at en devaluering ikke vil finne sted *med mindre et spekulasjonsangrep settes i gang*. Dette tilfellet kan oppstå hvis for eksempel arbeidsledigheten er høy, men ikke høy nok i seg selv til at myndighetene velger å devaluere. Hvis derimot forventninger om en devaluering oppstår, må myndighetene sette opp renten for å forsvare kursen. Kostnadene ved å ha en høy rente når arbeidsledigheten er høy, kan være store nok til at myndighetene devaluerer hvis det kommer et angrep. Devalueringen blir dermed en konsekvens av selvoppfyllende forventninger.

I praksis vil det være vanskelig å skille mellom tilfellet hvor spekulasjonsangrepet er selvoppfyllende og tilfellet hvor en devaluering alltid ville ha funnet sted. Fra myndighetenes side vil det være bekvemt å hevde at valutakrisen var utløst av markedsaktørenes forventninger og ikke av myndighetenes politikk.

En tredje forklaring av valutakrisen i Øst-Asia

Professor Paul Krugman, Massachusetts Institute of Technology, mener at verken «første-» eller «annen-generasjonsmodellene» har stor forklaringskraft når det gjelder krisen i Øst-Asia (Krugman (1997, 1998)). Forutsetningen for et spekulasjonsangrep i «første-generasjonsmodellene» - overdreven pengemengdevekst - har ikke vært til stede i de aktuelle landene. En viktig forutsetning i «annen-generasjonsmodellene» - en fristelse til å devaluere på bakgrunn av den makroøkonomiske situasjonen - synes, ifølge Krugman, heller ikke å ha vært oppfylt. Krugman (1998) argumenterer for at valutakrisene i stedet må forklares ved kapitalflukt som følge av krakk i de innenlandske finansmarkedene i Øst-Asia.

Finansinstitusjonenes stilling og incentivstruktur var, ifølge Krugman, en viktig årsak til krisene. Institusjonenes gjeld ble oppfattet å være i stor grad garantert av myndighetene, samtidig som institusjonene i liten grad var regulert. Myndighetenes garantier gjorde at den privatøkonomiske risikoen til et investeringsprosjekt var vesentlig mindre enn den samfunnsøkonomiske (fundamentale) risikoen. Den asymmetriske risikoen førte til «moral hazard» i finansinstitusjonenes virksomhet. Det vil si at de investerte i og lånte ut til prosjekter med høy fundamental risiko, med forventninger om at myndighetene ville tre støttende til dersom finansinstitusjonenes tap ble for store.

Myndighetenes garantier førte til at finansinstitusjonene ble oppfattet som svært sikre. Samtidig førte fastkurspolitikken til at valutakursusikkerheten ble ansett som liten. Finansinstitusjonene kunne derfor skaffe seg rikelig med relativt billig kapital fra utenlandske kreditorer, noe som førte til stor kapitalinngang i landene. De makroøkonomiske konsekvensene av de eksplisitte og implisitte garantiene var *for høyt investeringsnivå, for stor kapitalinngang, feilallokering av kapital og en oppblåsing av prisene på investeringsprosjekter.*

Hvorfor fikk en krakk i markedene? Anta at markedsaktørene får informasjon som gjør at de tror at det er en viss sannsynlighet for at myndighetene ikke effektivt kan garantere finansinstitusjonenes utestående gjeld. Dette vil føre til at avviket mellom den privatøkonomiske og den fundamentale risikoen til et prosjekt blir mindre, og prosjektene blir mindre attraktive for finansinstitusjonene. Jo større fundamental risiko prosjektene har, jo mindre attraktive blir de som følge av økt usikkerhet om statsgarantiene. Dette fører til at markedsverdiene til prosjektene faller, og finansinstitusjonene ønsker ikke å fornye lånene til risikable prosjekter. En slik prosess er ofte selvforsterkende, ettersom bedrifter kan få likviditetsproblemer og gå konkurs når finansinstitusjonene blir uvillige til å gi lån til de tidligere gunstige betingelsene. Dette fører til tap for flere finansinstitusjoner, noe som ytterligere kan svekke tilliten til myndighetenes evne og vilje til å tre støttende til.

I denne modellrammen er valutakrisen en konsekvens av den finansielle ustabiliteten. Den innenlandske finanskrise fører til at utenlandske lån til finansinstitusjonene kreves tilbake-

betalt og at det ikke gis nye lån. Kapitalflukten gir et press mot valutaen slik at valutareservene reduseres. Hvis kapitalflukten er stor nok, vil fastkurspolitikken måtte oppgis. På denne måten kan man si at de kraftige depresieringene er en direkte følge av de innenlandske finanskrisene.

Teorier for spekulasjonsangrep og krisen i Øst-Asia

Spekulasjonsangrep er karakterisert ved at angrepet kommer *før* valutareserven er oppbrukt. Dette skyldes at publikum forutser at myndighetene må oppgi den faste kursen og setter et spekulasjonsangrep inn mens det ennå er valutareserver igjen. I «første-generasjonsmodellene» er årsaken til angrepet at myndighetenes politikk ikke er konsistent med fast valutakurs. I «annen-generasjonsmodellene» antas det at myndighetene tar hensyn til publikums reaksjoner, slik at selvoppfyllende spekulasjonsangrep kan inntruffe. I Krugmans modellramme er hovedårsaken til kapitalutgangen økt risiko forbundet med innenlandske investeringer.

Krugman argumenterer for at krisen i Øst-Asia grunnleggende er en gjeldskrise hvor den internasjonale kapitalen flykter ut av landene. Med utgangspunkt i teorien om gjeldskriser har Krugman skreddersydd en forklaringsmodell for krisen i Øst-Asia, og en sammenligning med de mer generelle «første-» og «annen-generasjonsmodellene» er derfor ikke helt rettferdig. Men en svakhet ved Krugmans analyse er at den ikke sier noe om hvorfor myndighetene ikke økte renten tilstrekkelig til å hindre kapitalflukten. Kombinasjonen av sterkt nedjusterte vekstprognoser, en svekkelse av konkurransevnen og store driftsbalanseunderskudd gjorde at myndighetene hadde et incentiv til å devaluere. Samtidig medførte problemene i finanssektoren at kostnadene ved å forsvare kursen med renteøkning ble større, ettersom dette ville lede til en ytterligere forverring av finanskrise. Myndighetene kunne også sies å ha et incentiv til å forsvare kursen, blant annet for å bidra til prisstabilitet og fremtidig troverdighet i pengepolitikken. Det synes derfor som om de tre betingelsene, som ifølge «annen-generasjonsmodellene» må være til stede for at et spekulasjonsangrep skal komme i stand, var oppfylt før valutakrisene i Øst-Asia. «Annen-generasjonsmodellene» kan derfor for-

klare hvorfor de innenlandske finanskrisene utviklet seg til valutakriser.³

Det kan også argumenteres for at myndighetene førte en politikk som på sikt ikke var forenlig med fast valutakurs, og at publikum forutså dette. Selv om pengepolitikken tilsynelatende var i orden, utgjorde store skjulte tap i finanssektoren i kombinasjon med myndighetenes garantier en *de facto* ekspansiv pengepolitikk. Slikt sett er også «første-generasjonsmodellene» relevante for krisen i Øst-Asia.

Vi vil hevde at Krugmans teori er et *supplement*, snarere enn et alternativ til til eksisterende teori. Den bakenforliggende årsaken til valutakrisene synes i stor grad å ligge i omfanget av «moral hazard» i finanssektoren. Krugmans analyse gir et verdifullt bidrag til forståelsen av de øst-asiatiske finanskrisene. «Første- og «annen-generasjonsmodellene» gir imidlertid god forståelse av hvordan finanskrisene utviklet seg til valutakriser.

Avslutning

Det er ennå for tidlig å fastslå definitivt årsakene til det finansielle sammenbruddet i Øst-Asia. De omtalte teoriene peker på tre forskjellige hovedårsaker til valutakrisen. «Første-generasjonsmodellene» understreker at for ekspansiv økonomisk politikk vil føre til et spekulasjonsangrep mens det ennå er betydelige reserver. «Annen-generasjonsmodellene» innebærer at en forverring av den økonomiske situasjonen kan gjøre økonomien utsatt for angrep basert på selvoppfyllende forventninger. Krugman fokuserer på de innenlandske finansielle markedene og argumenterer for at et sammenbrudd i disse kan spre seg og føre til en valutakrise.

De tre teoriene utelukker ikke hverandre, og de bidrar sannsynligvis alle til å kaste lys over krisen i Øst-Asia, men fra forskjellige vinkler. De tre teoriene har imidlertid forskjellige politikkimplikasjoner. I den utstrekning årsaken til krisen er en ekspansiv og inkonsistent økonomisk politikk, må politikken strammes inn. Hvis

³ «Annen-generasjonsmodellene» kan også forklare hvorfor krisen har spredd seg til land med en mer troverdig økonomisk politikk. Siden mange av landene i Øst-Asia i stor grad konkurrerer i de samme markedene, vil en depresiering i ett land øke fristelsen for myndighetene i et annet land til å devaluere for å forhindre en forverring av konkurranseforholdene.

⁴ Se ramme om Asia og IMF i «Aktuell utdyping» til den internasjonale oversikten i dette nummer av Penger og Kreditt.

angrepene i høy grad skyldes selvoppfyllende forventninger, er det viktig at den fremtidige politikken har høy troverdighet. Dette kan blant annet sikres ved avtaler med internasjonale organisasjoner (for eksempel IMF) slik at myndighetene i mindre grad blir fristet til å føre en ekspansiv politikk. Og til sist, hvis det finansielle sammenbruddet har sitt utgangspunkt i «moral hazard» i finansmarkedene, må det foretas en omfattende sanering av det finansielle systemet.

I praksis er alle tre typer politikktiltak blitt tatt i bruk i forbindelse med de økonomiske reformene som gjennomføres i de fleste øst-asiatiske landene.⁴ Dette kan tyde på at alle de tre omtalte teoriene belyser ulike aspekter av krisen i Øst-Asia.

Referanser

- Agénor, Pierre-Richard & Robert P. Flood (1994): «Macroeconomic Policy, Speculative Attacks, and the Balance of Payments Crises», kap. 8 i van der Ploeg, Frederick (ed.): «*Handbook of International Macroeconomics*», Blackwell.
- Flood, Robert & Peter M. Garber (1984): «Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples», *Journal of International Economics*, vol. 17, s. 1-13.
- Krugman, Paul (1979): «A Model of Balance of Payments Crises», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, s. 311-325.
- Krugman, Paul (1997): «Currency Crises», papir til NBER konferanse, oktober. [Http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html](http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html).
- Krugman, Paul (1998): «What Happened to Asia?», papir til konferanse i Japan, januar. [Http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html](http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html).
- Obstfeld, Maurice (1986): «Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises», *American Economic Review*, vol. 76, s. 72-81.
- Obstfeld, Maurice (1994): «The Logic of Currency Crises», *NBER Working Paper No. 4640*.
- Obstfeld, Maurice (1996): «Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features», *European Economic Review*, vol. 40, s. 1037-1047.

DEN EUROPEISKE SENTRALBANKEN - ORGANISERING OG PENGEPOLITISK STYRING

Anne Berit Christiansen, spesialråd ved Norges delegasjon til EU, Brussel

I løpet av den første helgen i mai i år vil stats- og regjeringssjefene i EU velge ut hvilke land som er kvalifiserte for deltakelse i tredje fase av Den økonomiske og monetære union, ØMU. Like etter skal direksjonen for Den europeiske sentralbanken (ESB) oppnevnes, og ESB starte sin virksomhet. Fra 1. januar 1999 vil ESB overta ansvaret for pengepolitikken, og renten som blir bestemt gjennom ESBs pengepolitiske operasjoner, vil være retningsgivende for de kortsiktige interbankrentene i hele ØMU-området. Fram til kommende årsskifte vil pengepolitikken fortsatt være et nasjonalt anliggende, men i den mellomliggende perioden må ESB fatte flere viktige beslutninger både av overordnet politisk og mer praktisk karakter. Innenfor rammen av ESB vil det trolig også skje en økende grad av samordning av pengepolitikken mellom ØMU-landene. Renteforskjellene mellom EU-landene har allerede nå blitt betydelig redusert.

Denne artikkelen redegjør nærmere for ESBs oppgaver, ESBs styrende organer og forholdet mellom ESB og EUs andre organer, og i denne forbindelse berøres også spørsmålet om demokratisk kontroll av ESB. Videre diskuteres valg av styringsmål i pengepolitikken og det redegjøres for hvilke instrumenter ESB vil bruke i gjennomføringen av pengepolitikken.

ESBs oppgaver

I Maastricht-traktaten (artikkel 105) slås det fast at «Hovedmålet for ESSB¹ er å opprettholde prisstabilitet. Med forbehold for målet om prisstabilitet skal ESSB støtte den alminnelige økonomiske politikk innenfor Fellesskapet med sikte på å bidra til å virkeliggjøre Fellesskapets mål, De grunnleggende oppgavene som skal utføres gjennom ESSB, skal være:

- å utforme og gjennomføre Fellesskapets pengepolitikk
- å foreta transaksjoner i utenlandsk valuta i samsvar med bestemmelsene i artikkel 109 (som omhandler valutakurspolitikken)
- å besitte og forvalte medlemsstatenes offisielle valutabeholdninger
- å fremme et godt fungerende betalingsssystem

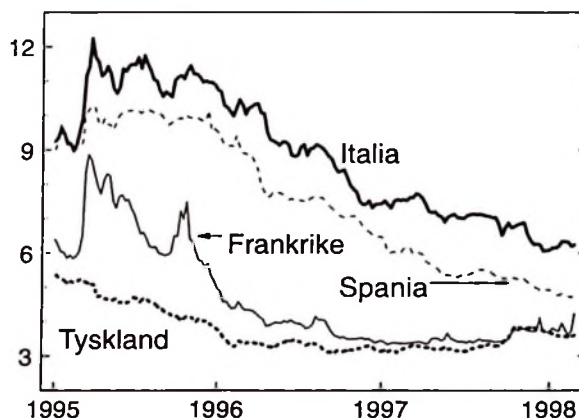
... ESB skal gis anledning til å uttale seg

- om ethvert forslag til fellesskapsrettsakt innenfor dens ansvarsområder
- til de nasjonale myndigheter om ethvert forslag til lovgivningstiltak innenfor dens ansvarsområde (etter nærmere fastsatte prosedyrer)»

ESB kan også tillegges tilsynsoppgaver for finansinstitusjoner unntatt forsikringsselskaper. Dette krever enstemmighet fra Rådet (det vil si rådet bestående av finansministrene - Ecofin) og tilslutning fra Europaparlamentet. Hittil har spørsmålet om tilsynsoppgaver for ESB ikke

¹ Det europeiske system av nasjonalbanker, som består av ESB og de nasjonale sentralbankene

Figur 1. Kortsiktige renter for et utvalg av potensielle ØMU-medlemmer. 3 mnd. eurorenter, uketall.



Kilde: Norges Bank

vært diskutert, og dette vil neppe bli en aktuell problemstilling før eventuelt på noe lengre sikt.

Ifølge artikkel 109 i Maastricht-traktaten har Rådet det overordnede ansvaret for *valutakurspolitikken*. Rådet har myndighet til å inngå formelle avtaler om en valutakursordning for euro overfor ikke-fellesskapsvalutaer. En slik beslutning krever enstemmighet i Rådet etter at ESB og Europaparlamentet er rådspurt. Rådet kan med kvalifisert flertall også fastsette generelle retningslinjer for valutakurspolitikken overfor tredjelands valutaer etter anbefaling fra ESB eller Kommisjonen. Hvis forslaget kommer fra Kommisjonen, skal ESB først rådspørres. I traktaten understrekes det at eventuelle generelle retningslinjer for valutakurspolitikken ikke skal røre ved ESSBs hovedmål om å fastholde prisstabilitet.

Potensielt sett kan det oppstå en konflikt mellom mål for valutakurspolitikken og pengepoli-

tiken. ESB er pålagt å stabilisere euroens *interne* verdi (det vil si. å styre mot prisstabilitet), men det rentenivået som sikrer prisstabilitet er ikke nødvendigvis det samme som sikrer at eventuelle kurspolitiske mål for euroen oppfylles. Formelle valutaavtaler mellom EU, USA og Japan med sikte på å stabilisere kursforholdet mellom de tre hovedvalutaene synes for tiden lite aktuelt. Mer løst formulerte generelle retningslinjer for kurspolitikken kan ifølge konklusjonene fra EUs toppmøte i Luxemburg i desember i fjor bli aktuelt ved «store misforhold i valutakursene» uten at dette ble nærmere spesifisert. Uansett er det vanskelig å tenke seg at Rådet vil gi retningslinjer for valutakurspolitikken som går på tvers av ESBs vurdering av om disse er forenlig med målet om prisstabilitet. Det synes derfor lite sannsynlig at det vil oppstå åpen konflikt mellom pengepolitiske og valutakurspolitiske mål i euroområdet.

Tidsplan for tredje fase av ØMU

<i>25. mars 1998</i>	Kommisjonen og EMI rapporterer til Ecofin i hvilken grad de enkelte medlemsland oppfyller sine forpliktelser med hensyn til å oppfylle Maastricht-traktatens krav til ØMU-deltakelse.
<i>April</i>	Diskusjon av konvergensrapportene i Ecofin-rådet og Europa parlamentet.
<i>Første helg i mai</i>	Rådet i sammensetningen av regjerings- og statssjefer beslutter gjennom kvalifisert majoritet hvem som fyller vilkårene for deltakelse. De bilaterale vekslingskursene ved etableringen av ØMU 1. januar 1999 annonseres.
<i>Mai</i>	Direksjonen (mellom 4 og 6 personer inklusive lederen) for Den europeiske sentralbanken (ESB) utnevnes. Krever enstemmig beslutning blant ØMU-landene. Kandidatene skal «høres» av Europaparlamentet i begynnelsen av mai.
<i>Senest 1. juli</i>	ESB etableres.
<i>Årsskiftet 1998/99</i>	Kursene mellom deltakerlandens valutaer og euro fastsettes ugenkallelig. Felles pengepolitikk i regi av ESB. Euro etableres som «elektronisk» valuta, gradvis overgang til bruk av euro. De deltakende lands nasjonale valutaer blir nå bare ulike «denominasjoner» av euro. ECU forsvinner.
<i>1. januar 2002</i>	Eurosedler og -mynt innføres, fra 1. juli 2002 blir euro eneste lovlige betalingsmiddel.

Organiseringen av ESB og forholdet mellom ESB og andre EU-organer

Styrende organer

Til daglig vil ESB bli ledet av en *direksjon* på 4-6 personer bestående av en leder, en nestleder og inntil fire direksjonsmedlemmer. Så lenge enkelte land har formelt fritak for deltakelse i tredje fase av ØMU (gjelder i dag Storbritannia og Danmark) kan inntil to plasser i direksjonen holdes åpne. Direksjonen skal oppnevnes ved felles overenskomst mellom medlemsstatene i euroområdet på stats- og regjeringssjefs nivå og velges ut «blant personer hvis dyktighet og erfaring i penge- og valutaspørsmål eller bankspørsmål er alminnelig anerkjent» etter at Europaparlamentet og hovedstyret i ESB (se nedenfor) er rådspurt (ved første gangs utnevnelse rådet for Det europeiske monetære institutt (EMI)).

Nederland og Frankrike har lansert hver sin kandidat til lederstillingen i ESB. Nederlands kandidat er Wim Duisenberg, nåværende leder av EMI og tidligere sentralbanksjef. I november i fjor lanserte også Frankrike, til manges overraskelse, en kandidat til stillingen - Jean-Claude Trichet - nåværende leder av Banque de France. Foreløpig har en innen EU ikke klart å komme til enighet om lederstillingen, og det er mulig at det ikke vil bli tatt noen beslutning før på toppmøtet i mai. Medlemmene i direksjonen oppnevnes for en periode på åtte år uten adgang til gjenoppnevning. For den første direksjonen vil periodene varieres noe slik at en unngår at hele direksjonen skiftes ut etter åtte år.

ESBs viktigste beslutningsorgan er *hovedstyret*, som består av direksjonen og sentralbanksjefene i medlemslandene i ØMU. Hovedstyret skal blant annet fatte alle pengepolitiske beslutninger - renteendringer, bruk av ulike pengepolitiske instrumenter osv. De fleste beslutninger vil bli fattet med alminnelig flertall der hvert styremedlems stemme teller likt, med dobbelt stemme for presidenten ved stemmelikhet. Lederen for Luxembourgs sentralbank vil dermed få like stor vekt i avstemminger som presidenten for Deutsche Bundesbank. Beslutningsstrukturen i ESB er dermed forskjellig fra hva som er tilfellet i Rådet, der stemmene veies sammen etter vekter som grovt sett avspeiler landenes innbyggertall (riktignok med relativt stor vekt for små land). I budsjettmessige spørsmål, spørsmål om fordeling av ESBs overskudd og lignende vil imidler-

tid stemmene veies med vekter som avspeiler de ulike landenes andel av ESBs kapital.

ESBs tredje beslutningsorgan er *Det utvidede råd* som består av lederen og nestlederen i ESB og sentralbanksjefene i *alle* medlemslandene i EU, også de som ikke er med i ØMU. Det utvidede råd vil blant annet medvirke ved utarbeidelse av uttalelser fra ESB om andre deler av EUs regelverk, rapporter om ESBs virksomhet, forberedelse av medlemskap for nye land i ØMU osv.

ESBs institusjonelle stilling - forholdet til andre EU-organer

Ved utarbeidelsen av Maastricht-traktaten ble det lagt vekt på at ESB skulle få en selvstendig stilling. Tankegangen bak dette er at de politiske myndigheter ved å delegere pengepolitikken til en selvstendig sentralbank og pålegge den å styre mot et mål for prisstabilitet, vil legge det beste grunnlaget for å nå overordnede økonomiske mål på lang sikt. Hvis de politiske myndigheter har direkte kontroll med pengepolitikken, kan de bli fristet til å føre en for ekspansiv pengepolitikk med sikte på å oppnå kortsiktige gevinster i form av økt økonomisk vekst. På lengre sikt vil resultatet bli økt inflasjon. Aktørene i økonomien vil imidlertid gjennomskue dette «spillet» slik at de justerer opp sine inflasjonsforventninger også på kort sikt. Ved å «binde seg til masten» og overlate pengepolitikken til en selvstendig sentralbank vil målet fremstå som mer troverdig, og myndighetene kan oppnå en bedre utvikling både med hensyn til inflasjon og økonomisk vekst.

Maastricht-traktaten slår fast (artikkel 107) at «Under utøvelsen av den myndighet og utførelsen av de oppgaver og plikter som er pålagt dem etter denne traktat og ESSB-vedtektene skal verken ESB eller de nasjonale sentralbankene eller medlemmene av deres beslutningsorganer be om eller motta instruks fra Fellesskapets organer eller institusjoner, medlemsstatenes regjeringer eller noen annen instans. Fellesskapets organer og institusjoner og medlemsstatenes regjeringer forplikter seg til å respektere dette prinsipp og til ikke å forsøke å påvirke medlemmene av beslutningsorganene i ESB eller de nasjonale sentralbanker under utførelsen av deres oppgaver.»

I traktaten er det imidlertid lagt opp til kontakt mellom ESB og andre EU-organer med sikte på å utveksle synspunkter og informasjon:

- Formannen i Ecofin og et medlem av Kommissjonen kan delta på møtene i ESBs hovedstyre (uten stemmerett). Ecofins formann kan fremsette forslag til drøftelse i hovedstyret.
- ESBs president skal inviteres til å delta i Ecofins møter når spørsmål som gjelder ESSBs mål og oppgaver behandles.
- ESB er representert med to medlemmer i Økonomi- og finanskomitéen (arvtageren til dagens Monetære komité) som blant annet er et forberedende organ for Ecofin-møtene.
- ESBs president og de andre medlemmene av direksjonen kan på oppfordring fra Europaparlamentet eller etter eget initiativ uttale seg i Europaparlamentets fagkomitéer.

ESB er videre pålagt å utarbeide oppgaver over ESSBs virksomhet minst hvert kvartal, og ESB skal hvert år sende en årsrapport over virksomheten til Europaparlamentet, Rådet og Kommissjonen samt til Det europeiske råd. Årsmeldingen kan danne grunnlag for en alminnelig debatt i Europaparlamentet. Møtene i ESBs hovedstyre er fortrolige, men styret kan vedta å offentliggjøre resultatet av sine drøftelser.

På Det europeiske råds møte i desember 1997 ble det vedtatt å opprette et uformelt, såkalt Euro-x råd (der x står for land i euroområdet) bestående av finansministrene i ØMU-landene, som skal møtes i forkant av de ordinære Ecofin-møtene. Euro-x skal være et forum for diskusjon av valutapolitikken for euro og den økonomiske politikken i ØMU-landene mer generelt, og ESB kan inviteres til å delta i møtene. Dannelsen av Euro-x kom i stand etter et fransk initiativ. I utgangspunktet ønsket Frankrike å danne en «økonomisk regjering» for ØMU-landene for samordning av den økonomiske politikken og som samtidig kunne danne en politisk motvekt til en sterk og selvstendig europeisk sentralbank. Det opprinnelige forslaget møtte imidlertid betydelig motstand fra andre land. Kompromisset ble dannelsen av et uformelt Euro-x råd, som kom i stand til tross for betydelig motstand fra landene som foreløpig har sagt nei til å delta i ØMU - Storbritannia, Danmark og Sverige.

Bestemmelsene som regulerer ESBs virksomhet innebærer at banken i utgangspunktet vil få en meget selvstendig stilling, og ESBs posisjon

kan best sammenlignes med den posisjonen Bundesbank har i Tyskland i dag. Et moment som ytterligere bidrar til å styrke ESBs selvstendighet, er at det vil være meget vanskelig å endre vedtektene for banken. Det vil kreve en forhandling av traktaten om Den europeiske union som deretter må ratifiseres i alle medlemslandenes nasjonalforsamlinger. Dersom politikerne i et land er misfornøyd med hvordan sentralbanken utøver sin virksomhet, er det tross alt enklere å endre den nasjonale sentralbankloven.

På flere områder skiller vedtektene for ESB seg ut fra lovene (eller forslag til lov) som styrer utøvelsen av pengepolitikken i *operasjonelt selvstendige* nasjonalbanker som den new zealandske sentralbanken og Bank of England. I begge disse landene fastsetter regjeringen målet for prisstigningen, men overlater til sentralbanken å innrette pengepolitikken med sikte på å nå dette målet. Bank of England er også pålagt å utarbeide regelmessige inflasjonsrapporter og å offentliggjøre referater (med et visst etterslep) fra møtene i den pengepolitiske komitéen. Fra disse referatene fremgår blant annet hvem som stemte for og imot renteendringer. FOMC² som beslutter renteendringer i USA, er også pålagt å offentliggjøre referater fra sine møter i ettetid.

Formuleringene i Maastricht-traktaten innebærer at det er opp til ESB å definere og eventuelt tallfeste et mål for prisstigningen og om det vil offentliggjøre et slikt mål. Men finansministrene i euroområdet har selvsagt anledning til å gi uttrykk for hvilken prisstigning de mener er forenlig med målet om prisstabilitet. Videre kan ESB selv vurdere hvor åpen den vil være om sin virksomhet, for eksempel i den kvartalsvise rapporteringen, om det skal offentliggjøres referater fra møtene osv. Denne type spørsmål vil det imidlertid først bli tatt stilling til etter at direksjonen for ESB er oppnevnt og banken er etablert.

Selv om ESB i utgangspunktet vil få en svært selvstendig stilling, vil likevel banken måtte ta hensyn til politiske signaler og oppfatninger. Hvis banken over tid stadig fatter beslutninger som har liten støtte blant politiske myndigheter og i befolkningen mer generelt, vil dens demokratiske legitimitet og dermed dens troverdighet undergraves.

Lederen av Den monetære underkomité i Europaparlamentet har presentert et forslag med sikte på å styrke den demokratiske kontrollen av ESB.

² Federal Open Market Committee i Federal Reserve System

Forslaget går blant annet ut på at Europaparlamentet skal godkjenne stats- og regjeringssjefenes kandidat til ESB-leder. Videre oppfordres ESB til å offentliggjøre et mål for prisstigningen og presentere dette målet for parlamentet i forkant. Det foreslås også at ESB publiserer en oppsummering av diskusjonene i møtene i styret og bakgrunnen for pengepolitiske beslutninger. Enkelte av forslagene fra lederen i den monetære underkomitéen krever endringer i traktaten om Den europeiske union, og vil neppe bli gjennomført. Andre deler av forslaget blir det eventuelt opp til ESB å vurdere nærmere. Forslaget er imidlertid ennå ikke blitt vedtatt av parlamentet. Et eventuelt vedtak i Europaparlamentet vil heller ikke ha rettslig bindende status.

Styringsmål i pengepolitikken

ESB er pålagt å innrette pengepolitikken mot prisstabilitet. Før ESB overtar ansvaret for pengepolitikken 1. januar, vil imidlertid hovedstyret fastlegge et nærmere definert *operativt styringsmål* for pengepolitikken avledet av det overordnede målet om prisstabilitet. I Norge er stabil valutakurs mellom kronen og europeiske valutaer det operative styringsmålet for pengepolitikken. Offisielt styrer Bundesbank i Tyskland mot et mål for pengemengdeveksten, mens land som Sverige, Storbritannia og Canada styrer direkte mot et tallfestet inflasjonsmål. Enkelte land, som USA og Japan har ikke *ett* klart definert mål for pengepolitikken og foretar renteendringer ut fra vurderinger av en lang rekke økonomiske indikatorer, slik som de fleste andre sentralbanker også gjør i praksis.

Rådet i EMI (dvs. sentralbanksjefene i EU-landene) har diskutert styringsmålet for pengepolitikken i ØMU og har kommet fram til to mulige alternativer: Direkte inflasjonsstyring eller styring mot et mål for pengemengdeveksten. En tilnærming hvor det blir lagt vekt på både inflasjon og pengemengdevekst utelukkes heller ikke, se EMI (februar 1997). Uansett valg av styringsmål, vil ESB trolig vurdere en rekke økonomiske indikatorer i forbindelse med renteendringer - slik som også Bundesbank i realiteten har gjort, jf for eksempel von Hagen (1995). Valg av styringsmål i pengepolitikken kan derfor først og fremst ses på som et spørsmål om hvordan pengepolitiske beslutninger begrunnes og fremstilles overfor omverdenen.

Det er ulike syn på hvilket styringsmål den europeiske sentralbanken bør velge. De som argumenterer for at ESB bør styre etter et mål for pengemengde, peker på at den ved å overta Bundesbanks styringsmål i pengepolitikken kan «arve» dens troverdighet. Fordelen med et pengemengdemål er at dette vil kunne danne et enkelt utgangspunkt for å forklare pengepolitiske beslutninger. Videre vil renteendringer relativt raskt påvirke målvariabelen. Pengemengdeveksten vil også være et aggregat som omfatter hele euroområdet og som det ikke vil være meningsfylt å bryte ned etter nasjonale grenser så snart det er innført én felles valuta. Et slikt styringsmål vil derfor støtte opp om en pengepolitikk basert på utviklingen i området som helhet og bidra til å dempe nasjonale skillelinjer i ESBs styre.

Kritikere av dette synet påpeker at Bundesbank har opparbeidet seg troverdighet i pengepolitikken snarere på tross av enn på grunn av pengemengdemålet. I praksis har Bundesbank mange ganger ikke nådd målintervallet, og banken har også justert måltallet gjennom året. I enkelte tilfeller har Bundesbank også endret renten i motsatt retning av hva pengemengdeutviklingen skulle tilsi. Begrunnelsen for dette har da ofte vært at skift i pengenes omløpshastighet gjør at utviklingen i pengemengdeaggregatene ikke kan tolkes på vanlig måte.

Spesielt i startfasen for en felles valuta kan styring mot et mål for pengemengdeveksten bli krevende, siden pengeetterspørselsfunksjonen trolig vil være svært lite stabil ved overgangen til et nytt monetært system. For eksempel kan store porteføljeskift ut og inn av euro gjøre det vanskelig å tolke utviklingen i ulike pengeaggregater. Ved styring mot et pengemengdemål kan derfor ESB risikere stadig å måtte forklare hvorfor en *ikke* foretar renteendringer på basis av utviklingen i pengemengden, men velger å legge vekt på andre økonomiske indikatorer. Hvis dette blir utfallet, kan styring mot et pengemengdemål snarere bidra til å tilsløre enn å klargjøre grunnlaget for pengepolitikken.

I en offentlig høring i Europaparlamentet i begynnelsen av dette året, gikk flere av de innkalte ekspertene³ inn for at ESB bør styre direkte mot

³ Charles Goodhart (London School of Economics, medlem av Bank of Englands pengepolitiske komite, Lars Calmfors (Stockholm Universitet, leder av utredningen om Sverige og ØMU) og Guido Tabellini (Bocconi Universitetet)

et tallfestet mål for inflasjonen, slik som for eksempel Storbritannia. De begrunnet sitt syn med at et tallfestet inflasjonsmål vil gjøre det klart hva ESB legger i begrepet prisstabilitet og knytte styringsmålet direkte til det overordnede målet for pengepolitikken. Et inflasjonsmål vil videre legge grunnlag for at omverdenen løpende kan vurdere og etterprøve ESBs politikk. Det tallfestede målet for prisveksten (for eksempel 2 prosent med et slingringsmonn på +/- 1 prosent) bør suppleres med en regelmessig inflasjonsrapport der ESB gjør rede for sine vurderinger av prisutsiktene. Dette vil bidra til økt klarhet og innsyn i de pengepolitiske beslutningene.

Styring mot et inflasjonsmål er imidlertid heller ikke uproblematisk. Renteendringer påvirker prisstigningen med et etterslep på 1½ - 2 år. Direkte inflasjonsstyring innebærer derfor at resultatet av dagens pengepolitiske beslutninger først kan observeres om to år. I praksis kan det medføre at sentralbanken legger for stor vekt på løpende og for liten vekt på forventet prisutvikling i pengepolitikken. Det lange tidsetterslepet og usikkerhet om økonomiske sammenhenger gir også et stort rom for skjønn. Om en renteendring er «riktig» eller «gal» i forhold til et inflasjonsmål to år fram i tid avhenger i stor grad av hvilken vekt man tillegger ulike økonomiske indikatorer og av hva man tror om de grunnleggende sammenhengene i økonomien. De som er skeptiske til at ESB styrer mot et inflasjonsmål peker i denne forbindelse på at også andre økonomiske sammenhenger enn pengeetterspørselsfunksjonen vil være ustabile ved overgangen til ØMU, og at det derfor kan være like usikkert å styre direkte mot et inflasjonsmål som et pengemengdemål.

ESB vil stå overfor en krevende oppgave ved overgang til en felles pengepolitikk, og det er usikkert i hvilken grad tidligere økonomiske sammenhenger vil gjelde etter etableringen av den monetære union, spesielt gjelder dette pengeetterspørselsfunksjonen. Den store usikkerheten fører trolig til at ESB må basere seg på en pragmatisk tilnærming og ikke binde pengepolitikken for sterkt til snevert definerte mål for pengemengdevekst og/eller inflasjon. Mot en slik bakgrunn vil det derfor være viktig at ESB for å bygge opp troverdighet legger vekt på å forklare og begrunne pengepolitiske beslutninger overfor omverdenen.

Pengepolitiske instrumenter

Fra og med januar 1999 vil ESSB som nevnt ha ansvaret for å implementere pengepolitikken i ØMU. De pengepolitiske instrumentene ESSB vil ta i bruk er på det nærmeste klarlagt og ble presentert i en rapport som ble lagt fram i fjor høst, se EMI (september 1997). Instrumentene vil ikke være svært forskjellige fra de Norges Bank i dag benytter i gjennomføringen av pengepolitikken.

- På samme måte som i Norge vil det bli etablert en korridor for kortsiktige pengemarkedsrenter gjennom en stående innskudds- og låneordning der innskuddsrenten vil danne gulvet og lånerenten taket for de kortsiktige pengemarkedsrentene.
- Markedsoperasjoner i form av gjenkjøpsavtaler (der motpartene midlertidig selger verdipapirer til ESSB) vil være det viktigste instrumentet for å påvirke de kortsiktige rentene innenfor korridoren. Det legges opp til ukentlige auksjoner med to ukers varighet, der renten enten kan bli satt av ESB eller bli bestemt via auksjon.
- I tillegg vil ESSB kunne tilføre likviditet gjennom langsiktige gjenkjøpsavtaler med tre måneders varighet med utleggelse hver måned.
- Det kan også bli aktuelt med finjusteringsoperasjoner der likviditet tilføres eller trekkes inn for kortere perioder gjennom gjenkjøpsavtaler, valutaswapper, fastrenteinnskudd eller kjøp og salg av verdipapirer i markedet.
- ESSB kan også gjennomføre operasjoner med sikte på å påvirke den langsiktige, strukturelle likviditetssituasjonen i markedet gjennom å legge ut innskuddsbevis, omvendte gjenkjøpsavtaler eller å kjøpe og selge verdipapirer i markedet.

Som hovedregel vil alle godkjente motparter kunne delta ved ESSBs markedsoperasjoner. Ved finjusteringsoperasjoner og direkte handel med verdipapirer kan det imidlertid bli aktuelt å begrense antallet motparter eller henvende seg direkte til et utvalg motparter.

ESSB vil kreve sikkerhetsstillelse for alle lån. En rekke verdipapirer vil kunne brukes som sikkerhet. Papirer som kan stilles som sikkerhet er delt i to grupper: Den første gruppen består av

likvide papirer som oppfyller visse kriterier med hensyn til standardisering, omsettelighet og likviditet. ESB fastsetter hvilke papirer som oppfyller kriteriene for å kunne inngå i gruppe én. Gruppe to er papirer som er mer spesifikke for de enkelte lands finansmarkeder og som ikke i samme grad er standardiserte og likvide. De nasjonale sentralbankene velger ut «gruppe to» papirer, men det kreves at disse godkjennes av ESB. Verdipapirer som er registrert i et ØMU-land kan stilles som sikkerhet for lån i sentralbanken i et annet ØMU-land.

I ESSB er det lagt opp til en desentralisert gjennomføring av pengepolitikken. Det innebærer at ESB sentralt *utformer* pengepolitikken, mens de nasjonale sentralbankene vil få hovedansvaret for å *gjennomføre* pengepolitikken. For eksempel vil de enkelte sentralbankene samle inn og formidle bud ved auksjoner i forbindelse med gjenkjøpsavtaler. Rente og/eller tildelte volumer vil bli fastsatt sentralt av ESB. De faktiske transaksjonene vil deretter bli foretatt av de enkelte sentralbankene. Også ESSBs valutareserver vil bli forvaltet desentralisert, men med en sentral overvåking av at eksponeringsgrenser o.l. blir overholdt.

Det er fortsatt uavklart om ESSB vil innføre et minstereservekrav, og dette spørsmålet vil først bli avgjort etter at ESB er etablert. Ved et minstereservekrav vil bankene og andre motparter bli pålagt å holde en viss andel av sine passiva som innskudd i ESSB. Et gjennomsnittsberegnet reservekrav - der for eksempel bankene er pålagt å holde 3 prosent av sine passiva som innskudd i ESSB i gjennomsnitt over en måned - vil kunne oppfylle en bufferfunksjon ved at bankene kan trekke på reservene ved utilsiktet likviditetsknapphet. En slik buffer kan dermed dempe variasjonene i de kortsiktige pengemarkedsrentene. Et reservekrav kan også bidra til å bringe bankene over i låneposisjon i sentralbanken(e). Flere hevder at det er enklere for sentralbankene å kontrollere de kortsiktige pengemarkedsrentene når bankene er avhengige av å låne i sentralbanken.

Innen EU er det ulike syn på om reservekrav bør innføres: Tilhengerne understreker at det vil være viktig med en buffermekanisme i euroområdet, blant annet på grunn av den desentraliserte gjennomføringen av pengepolitikken. Derksom det skulle oppstå utilsiktet likviditetsknapphet, vil det være vanskelig å motvirke en rente-

oppgang gjennom raskt gjennomførte finjusteringsoperasjoner - slik som for eksempel Norges Bank gjør. En buffermekanisme vil legge forholdene til rette for gjennomføring av regelmessige markedsoperasjoner og redusere behovet for ad hoc operasjoner. Det blir også fremholdt at et reservekrav vil bidra til større stabilitet i pengeetterspørselsfunksjonen. De som er skeptiske til reservekrav, peker på at det vil svekke eurobankenes konkurransemessige posisjon overfor banker i land utenfor euroområdet som *ikke* er pålagt slike krav. For eksempel har verken Storbritannia eller Danmark (eller Norge) pengepolitiske reservekrav. Forrentes minstereservene til tilnærmet markedsrente vil imidlertid de konkurransemessige ulempene ved reservekrav reduseres.

Et annet spørsmål som fortsatt er uavklart, er om en bank etablert i et land skal ha adgang til å bruke en sentralbank i et annet land som motpart i pengepolitiske transaksjoner. Dersom såkalt «fjernadgang» tillates, vil for eksempel en bank lokalisert i Frankrike kunne låne fra den nederlandske sentralbanken. Dersom det åpnes for «fjernadgang» vil det kunne legge forholdene til rette for en markedsbestemt sentralisering av pengepolitiske operasjoner. Bankene vil kunne ønske å gjennomføre sine pengepolitiske transaksjoner gjennom sentralbanker i større finansielle sentra som Frankfurt, Paris og Amsterdam.

De tekniske grunnlaget for å gjennomføring av pengepolitikken innen ØMU - som utviklingen av betalingssystemet TARGET, edb og kommunikasjonssystemer osv. - er i hovedsak avklart, og sentralbankene og EMI har startet å teste ut de ulike systemene.

Avslutning

De tekniske og praktiske forberedelsene som kreves for å gjennomføre en felles pengepolitikk i ØMU er godt i rute. En del spørsmål der det er uenighet mellom EU-landene, vil imidlertid først bli avgjort etter at ESB er etablert og direktjonen utnevnt. Foruten spørsmålet om styringsmål i pengepolitikken, gjelder dette blant annet spørsmålet om innføring av reservekrav og betingelsene for tilknytning til betalingssystemet TARGET for EU-land som ikke er med i euroområdet⁴. Spesielt i startfasen vil ESB stå over-

⁴ Spørsmålet om TARGET er ikke behandlet i denne artikkelen

for en svært krevende oppgave i gjennomføringen av den felles pengepolitikken. Usikkerheten om økonomiske sammenhenger vil være stor, og først om 1-2 år vil resultatet av pengepolitikken kunne observeres. I denne situasjonen vil det trolig bli svært viktig for ESB å legge vekt på åpenhet i utøvelsen av pengepolitikken for å bygge opp troverdighet i markedene og blant politiske myndigheter og publikum.

Referanser:

Calmfors, Lars (1998): «Statement to the Subcommittee on Monetary Affairs of the European Parliament «Democratic Accountability in the Third Phase of EMU», Public Hearing, Brussels January 6, 1998» (Upubl. notat)

EMI (februar 1997): «The single monetary policy in stage three: Elements of the monetary policy strategy.»

EMI (september 1997): «The single monetary policy in stage three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures»

Goodhart, C.A.E (1998): «Democratic Accountability in the 3rd phase of EMU. Comments.» (Upubl. notat)

Tabellini, Guido (1998): «Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank. Statement prepared for the public hearing of «Democratic Accountability in the Third Phase of EMU», organized by the European Parliament Subcommittee on Monetary Affairs on January 6, 1998» (Upubl. notat)

von Hagen, Jürgen (1995): «Inflation and Monetary Targeting in Germany» i *Inflation Targets* ed. by L. Leiderman og L.E.O. Svensson.

FINANSINSTITUSJONENES DRIFT I 1997

Rådgiver Robin R. Nilsen, konsulent Snorre Evjen og konsulent Inger Anne Nordal, Avdeling for finansiell analyse og struktur i Norges Bank

Artikkelen inneholder en gjennomgang av utviklingen i resultat, balanse og kapitaldekning i forretningsbankene, sparebankene, kredittforetakene, finansieringsselskapene og livsfor- sikringsselskapene. Hovedformålet er å beskrive utviklingen i 1997 og sammenligne den med utviklingen i året før. Del 1 inneholder en oppsummering av hovedinntrykkene fra 1997. Del 2 gir en relativt detaljert omtale av resultatutviklingen i bankene, og en noe mindre detaljert gjennomgang av de øvrige finansinstitusjonenes resultat-, balanse- og solidi- tetsutvikling. Del 3 omtaler utviklingen i bankenes soliditet og balanseutvikling med bak- grunn i den høye utlånsveksten. Analysene er basert på foreløpige tall for 1997 fra finans- institusjonene.

1 Hovedinntrykk

Resultatutviklingen

Forretningsbankenes resultat av ordinær drift før skatt ble i 1997 på 5,3 milliarder kroner, til- svarende 0,98 prosent av gjennomsnittlig for- valtningskapital (GFK). Dette er 0,25 prosent- poeng svakere enn i 1996. Reduksjonen skyldes i første rekke lavere rentenetto og høyere bok- førte tap. Nominelt var nedgangen på 0,3 milli- arder kroner. *Sparebankenes* resultat av ordinær drift før skatt ble i 1997 på 4,6 milliarder kroner, ilsvarende 1,34 prosent av GFK. Dette var 0,12 prosentpoeng svakere enn i 1996. Resultatned- gangen skyldtes primært lavere rentenetto. Nominelt var det imidlertid en bedring i spare- bankenes resultat på 0,1 milliarder kroner.¹

Nedgangen i bankenes rentenetto er først og fremst et resultat av fortsatt reduksjon i rente- marginen som følge av sterk konkurranse. «Andre driftskostnader» har gått ned som andel av GFK, men ikke like mye som rentenettoen, slik at driftsresultatet før tap er svekket i begge bankgruppene. Både forretnings- og spareban- kene har de siste tre årene hatt en nedgang i driftsresultatet før tap. Sparebankene har imid- lertid i hele perioden hatt høyere driftsresultat før tap enn forretningsbankene. Andre drifts- kostnader økte nominelt i begge bankgruppene, men mest i forretningsbankene. Bankene forklar- rer store deler av kostnadsveksten med innføring

av ny teknologi, noe de forventer vil gi reduserte kostnader på sikt. På grunn av de senere års fall i rentemarginen har bankene forsøkt å øke inntek- tene fra andre kilder enn utlåns- og innskudds- virksomhet. De siste tre årene har sum «andre driftsinntekter» (som andel av GFK) gått margi- nalt opp i sparebankene, mens de har gått noe ned i forretningsbankene. Provisjonsinntektene har økt som andel av GFK i sparebankene, mens de i forretningsbankene er omtrent uendret.

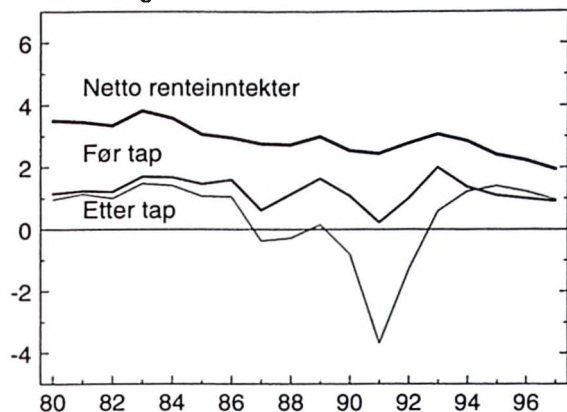
Bokførte tap var også i 1997 ekstraordinært lave. I sparebankene var de omtrent som året før, på et lavt positivt nivå. Forretningsbankene hadde derimot også i 1997 netto inntektsføring av tap, men med et mindre beløp enn i 1996. I fjerde kvartal 1997 økte imidlertid bokførte tap markert både i forretnings- og sparebankene. Det er vanskelig å si om dette er starten på en normalisering av tapene, eller om det skyldes en grundigere tapsgjennomgang ved årsslutt. Det er sannsynlig at bankenes bokførte tap vil øke fremover, men det er vanskelig å si når de vil nå et normalnivå. Bankene bør nå forberede seg på å møte denne utfordringen. Med normale tap og samme nivå på de øvrige resultatpostene, vil bankenes inntjening svekkes betydelig.

Dersom en justerer 1997-resultatene i bankene for et normalisert tapsnivå, som vi antar vil ligge mellom 0,5 og 0,9 prosent av utlån i forretnings- bankene og mellom 0,5 og 0,8 prosent i spare- bankene, vil det gi forretningsbankene en egen- kapitalrentabilitet etter skatt på mellom 6,8 og 2,7 prosent og sparebankene en egenkapitalren- tabilitet etter skatt på mellom 8,8 og 6,4 prosent. Dette tyder på at bankenes, og spesielt forret-

¹ I artikkelen fokuserer vi i hovedsak på resultatposter i pro- sent av GFK. På grunn av kraftig balansevekst, herunder ut- lånsvekst de siste årene, viser de fleste resultatpostene en øk- ning i kroner.

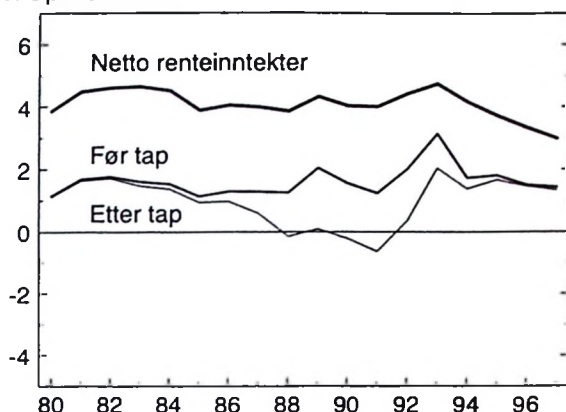
Figur 1. Netto renteinntekter og driftsresultat i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

a. Forretningsbanker



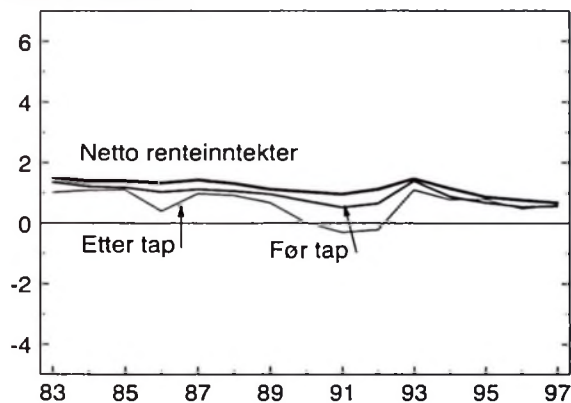
Forretningsbankenes driftsresultat etter tap nådde et toppnivå i 1983, men falt deretter fram til 1991. I 1991 nådde driftsresultatet etter tap et bunn-nivå som følge av store tap og nedskrivninger på anleggsmidler. Siden 1993 har forretningsbankene hatt et positivt driftsresultat etter tap. Driftsresultatet etter tap var lavere i 1997 enn i 1995 og 1996. Dette skyldes i hovedsak svakere rentenetto og reduserte tilbakeføringer av tidligere års tapsavsetninger. Bokførte tap var imidlertid negative også i 1997.

b. Sparebanker



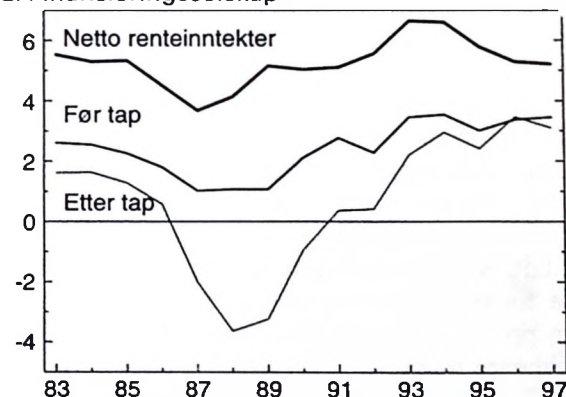
Sparebankenes driftsresultat etter tap nådde et toppnivå i 1982, men falt deretter fram til 1991. I likhet med forretningsbankene bokførte sparebankene store tap og hadde store nedskrivninger på anleggsmidler i 1991. Siden 1992 har sparebankene hatt positive driftsresultat etter tap. Som i forretningsbankene var driftsresultatet etter tap lavere i 1997 enn i 1995 og 1996. Årsaken var først og fremst en betydelig svekkelse i rentenettoen.

c. Kredittforetak



Kredittforetakene som gruppe hadde positivt driftsresultat etter tap på hele 1980-tallet. I perioden 1990-92 var driftsresultatet negativt som følge av store tap. Kredittforetakene har siden hatt positive driftsresultat etter tap. Resultatet i 1997 var bedre enn i 1996, i hovedsak som følge av lavere andre driftskostnader og bokførte tap. Kredittforetakene bokførte negative tap i 1997. Som i bankene, gikk rentenettoen ned fra 1996 til 1997.

d. Finansieringsselskap



Finansieringsselskapenes driftsresultat etter tap lå tidlig på 1980-tallet på linje med bankenes. Finansieringsselskapene møtte problemene på 1980-tallet tidligere enn bankene og hadde negative driftsresultat etter tap i perioden 1986-90. Fra og med 1991 har finansieringsselskapene hatt positive driftsresultat etter tap. Driftsresultatet etter tap var noe lavere i 1997 enn i 1996 som følge av at finansieringsselskapene i 1996 realiserte en gevinst på verdipapirer som holdes på lang sikt, samt at bokførte tap økte noe. Driftsresultatet før tap, derimot, var høyere i 1997 enn i 1996.

ningsbankenes, underliggende inntjening i dag er for svak til å møte et tapsnivå i denne størrelsesorden.

Kredittforetakene hadde i 1997 et resultat av ordinær drift (før skatt) på 0,60 prosent av GFK, som er noe bedre enn i 1996. Det tilsvarende tallet for *finansieringsselskapene* var 3,04 prosent av GFK, noe svakere enn i 1996. Driftsresultatet før tap var imidlertid bedre i 1997 enn i 1996. *Livsforsikringsselskapenes* overskudd før fordeling til forsikringstakerne og skatt var på 8,9 milliarder kroner i 1997 (3,31 prosent av GFK), 29 prosent høyere enn i 1996.

Utviklingen i utlånsvekst og balanseposter

Tolv månedersveksten i innenlandsk kreditt til publikum (K2) økte kraftig gjennom 1997 og nådde 10,2 prosent ved utgangen av året. I tillegg har kreditt fra utlandet også vokst. Den oppadgående trenden i kredittveksten en har sett siden 1992 ble med dette forsterket i 1997, og en må tilbake til slutten av 1980-årene for å finne tilsvarende kredittvekst. Det er først og fremst de private bankene, kredittforetakene og finansieringsselskapene som står for den sterke utlånsveksten.

Den kraftige utlånsveksten har medført at soliditeten i finansinstitusjonene er noe svekket i løpet av 1997. Kapital- og kjernekapitaldekningen falt i forretnings- og sparebankene. Kredittforetakene fikk svekket kjernekapitaldekning, men opprettholdt kapitaldekningen totalt, mens finansieringsselskapene hadde uendret kjernekapitaldekning og bedret kapitaldekning totalt. Kapitaldekningen tilfredsstilte imidlertid de formelle kravene med god margin for alle gruppene av finansinstitusjoner. Finansinstitusjonenes utlånsvekst forventes å bli høy også i 1998, som følge av forventet høy kredittetterspørsel fra husholdninger og foretak. Målsetting om lavere utlånsvekst og styrking av soliditeten i flere banker kan imidlertid bidra til noe lavere utlånsvekst i 1998 enn i 1997.

Den sterke utlånsveksten har isolert sett økt gjeldsbelastningen og kravene til gjeldsbetjeningsevne i husholdningene og foretakene. Utlån til husholdninger totalt økte med om lag 8 prosent i tolv månedersperioden fram til ut-

gangen av november, mens tilsvarende tall for foretakene var over 16 prosent. De private bankene står for det meste av denne veksten.

Innskuddsveksten i bankene har vært betydelig lavere enn utlånsveksten. Det økende finansieringsbehovet er i stor grad dekket ved økt opplåning i utlandet. Dette gjelder imidlertid først og fremst de største bankene. Finansieringen fra utlandet har hovedsakelig vært kortsiktig. Den økte betydningen av kortsiktig utenlandsfinansiering innebærer isolert sett økt likviditetsrisiko.

2 Utviklingen i de enkelte institusjonsgruppene

Forretningsbanker

Resultat. Forretningsbankenes (morbank)² resultat av ordinær drift før skatt var i 1997 på 5,3 milliarder kroner (0,98 prosent av GFK) mot 5,6 milliarder kroner (1,23 prosent av GFK) i 1996. Samtlige forretningsbanker med unntak av to hadde et positivt resultat av ordinær drift. Den ene av de to var en mindre, relativt nyetablert norsk bank, mens den andre var en nyetablert filial av en utenlandsk bank. Hovedtallene for resultatregnskapet er satt opp i tabell 1, jf. også tabell 2.

Forretningsbankene hadde også i 1997 ekstraordinært lave bokførte tap på utlån, og resultatet av ordinær drift bærer preg av dette. Gruppen kunne foreta en inntektsføring over tapskontoen («negative tap») svarende til 0,07 prosent av GFK. Selv om tilbakeføringene de senere årene er blitt redusert, utgjør de fremdeles betydelige beløp. Når i tillegg behovet for nye tapsavsetninger er relativt lavt, forklarer dette at forretningsbankene samlet sett har kunnet bokføre negative tap. Bakgrunnen for dette er at den sterke utviklingen i norsk økonomi fortsatte i 1997. Dette har resultert i lav tilgang på nye problemengasjementer samtidig som pantesikkerhetene generelt er bedret som følge av den positive utviklingen i eiendomsmarkedene. Dette underbygges av at det i løpet av året har vært en ytterligere nedgang i misligholdte lån. Lenger fram i konjunktursykel vil en måtte forvente økning i omfanget av problemengasjementer og derfor økte bokførte tap.

Forretningsbankene har de tre siste årene hatt en nedgang i driftsresultatet før tap målt som andel av GFK. I 1997 utgjorde driftsresultatet før tap 0,91 prosent av GFK. Den underliggende

² Tallene inkluderer filialer av utenlandske banker.

inntjeningen i forretningsbankene synes å være noe svak når det gjelder å kunne møte en situasjon med et normalt tapsnivå.

Netto renteinntekter (rentenettoen). Tiltakende konkurranse i både innskudds- og utlånsmarkedene de siste årene har resultert i svekkede rentemarginer for bankene. Dette har bidratt negativt til bankenes rentenetto. Mens forretningsbankene i 1996 hadde en gjennomsnittlig rentemargin på 3,48 prosent, var den i 1997 kommet ned i 3,29 prosent, jf. tabell 3. Rentemarginen på innskudd³ svekket seg med 0,22 prosentpoeng,

Tabell 1. Resultatregnskap for forretningsbanker (morbank). Millioner kroner.

	1996	1997
Netto renteinntekter	10 245	10 607
Andre driftsinntekter	5 289	6 049
- herav provisjonsinntekter	2 857	3 450
- herav verdipapirer, valuta og derivater	1 208	1 686
Andre driftskostnader	10 944	11 682
Driftsresultat før tap	4 591	4 974
Tap	-782	-362
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	-269	-11
Resultat av ordinær drift	5 643	5 347

mens rentemarginen på utlån⁴ bedret seg marginalt med 0,02 prosentpoeng.

På innskuddsmarkedet har reduserte rentemarginer og meget svak nominell volumøkning ført til svekket rentenetto. Det motsatte er tilfellet for utlånsmarkedet. Her har en marginal bedring i rentemarginen kombinert med sterk nominell vekst i utlånsvolumet gitt positive bidrag til rentenettoen. I tillegg har beholdningen av nullstilte lån gått noe ned, men den positive effekten av dette er mer begrenset enn i tidligere år. Nedgang i andelen kundeinnskudd har imidlertid trukket i motsatt retning.

Samlet sett har dette ført til at rentenettoen for forretningsbankene økte fra 10,2 milliarder kroner i 1996 til 10,6 milliarder kroner i 1997. Målt som andel av GFK ble den imidlertid svekket med 0,29 prosentpoeng til 1,94 prosent av GFK.

Sum andre driftsinntekter økte fra 1996 til 1997 med 0,8 milliarder kroner til 6 milliarder kroner. Målt som andel av GFK representerte

³ Differansen mellom 3 mnd. effektiv rente i interbankmarkedet og gjennomsnittlig rentenivå på innskudd fra publikum.

⁴ Differansen mellom gjennomsnittlig rente for ikke nullstilte utlån til publikum og 3 mnd. effektiv rente i interbankmarkedet.

Tabell 2. Resultatregnskap for forretningsbanker. Alle tall oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	Forretningsbanker konsern			Forretningsbanker morbank			Forretningsbanker ekskl. utenlandske banker			De tre største forretningsbankene		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Rente- og kredittprovisjonsinntekter	7,17	6,69	5,87	7,11	6,51	5,69	7,12	6,65	5,85	7,02	6,53	5,75
Rentekostnader	4,68	4,39	3,82	4,69	4,28	3,75	4,65	4,32	3,77	4,48	4,24	3,75
Rentenetto	2,49	2,30	2,05	2,41	2,23	1,94	2,47	2,33	2,08	2,54	2,29	2,00
Andre driftsinntekter	1,36	1,26	1,33	1,18	1,15	1,10	1,21	1,19	1,11	1,35	1,34	1,21
Provisjonsinntekter	0,70	0,66	0,67	0,65	0,62	0,63	0,66	0,64	0,65	0,75	0,72	0,73
Verdipapirer, valuta og derivater	0,36	0,26	0,32	0,32	0,26	0,31	0,33	0,28	0,29	0,36	0,32	0,32
Andre driftskostnader	2,63	2,47	2,23	2,49	2,38	2,13	2,51	2,46	2,22	2,73	2,53	2,27
Personalkostnader	1,19	1,10	1,03	1,12	1,05	0,99	1,12	1,08	1,01	1,23	1,15	1,06
Driftsresultat før tap	1,23	1,09	1,13	1,10	1,00	0,91	1,16	1,06	0,98	1,16	1,09	0,95
Tap på utlån/garantier	-0,34	-0,14	-0,04	-0,32	-0,17	-0,07	-0,34	-0,18	-0,07	-0,46	-0,29	-0,13
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	-0,01	-0,03	0,03	0,03	-0,06	0,00	0,03	-0,06	0,00	0,04	-0,08	0,00
Resultat av ordinær drift	1,58	1,26	1,15	1,40	1,23	0,98	1,47	1,31	1,05	1,58	1,47	1,08
Gjen.forv.kap. (mrd.kr.)	417,4	496,7	583,6	401,0	460,2	547,5	377,0	421,4	497,3	308,9	340,1	401,5

Tabell 3. Gjennomsnittlige rentesatser i 1996 og 1997

	Utlåns- ¹⁾ rente		Utlåns- ²⁾ rente		Innskudds- rente		Rente- margin ³⁾	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Forretnings- banker	7,16	6,07	7,05	6,01	3,67	2,79	3,48	3,29
Sparebanker	7,24	6,13	7,17	6,09	3,74	2,89	3,50	3,24

1) Uten nullstilte lån.

2) Medregnet nullstilte lån.

3) Forskjellen mellom bankenes utlånsrente (uten nullstilte lån) og innskuddsrente overfor publikum.

dette en svak nedgang. Over halvparten av andre driftsinntekter består av provisjonsinntekter. Provisjonsinntektene har vist en betydelig nominell økning og er som andel av GFK om lag uendret fra 1996 til 1997. Inntjeningen på valutaområdet har vært god i forretningsbankene i 1997, og inntektene viser her en svak økning målt som andel av GFK. Forretningsbankene har kunnet realisere gevinster på sin obligasjonsportefølje som følge av en viss reduksjon i det generelle rentenivået gjennom 1997. Den positive utviklingen i aksjemarkedene har også hatt betydning for forretningsbankene. Aktiviteter på valuta- og verdipapirmarkedet bidrog samlet i 1997 med inntekter svarende til 0,31 prosent av GFK. Dette var noe høyere enn i 1996.

Andre driftskostnader viste en betydelig nominell stigning fra 1996 til 1997. Som andel av GFK gikk imidlertid kostnadene ned med 0,25 prosentpoeng til 2,13 prosent. Størsteparten av den nominelle økningen i kostnadene skyldes økte personalkostnader til tross for at mange banker har redusert bemanningen. Personalkostnadene viser kun en svak nedgang som andel av GFK. Den betydelige nominelle økningen i samlede kostnader kan delvis forklares med at de største forretningsbankene i 1997 fikk økte kostnader knyttet til innføring av ny teknologi. Teknologiprojektene forventes på noe sikt å gi reduserte kostnader. En alternativ måte å måle kostnadene på er å se disse i forhold til samlede inntekter. Som andel av sum inntekter (ekskl. verdipapirer, valuta og derivater) økte andre driftskostnader fra 76,4 prosent i 1996 til 78,0 prosent i 1997.

Tap på utlån. Forretningsbankene hadde i 1997 negative tap på utlån som utgjorde 0,07

prosent av GFK. Til sammenligning hadde gruppen i 1996 negative tap som utgjorde 0,17 prosent av GFK. De tre største forretningsbankene hadde i 1997 tilbakeføringer og inngang på tidligere konstaterte tap på til sammen 1,9 milliarder kroner. Dette utgjorde 0,59 prosent av brutto utlån. Behovet for nye tapsavsetninger var for den samme gruppen på 1,1 milliarder kroner, som utgjorde 0,35 prosent av brutto utlån. Dette viser at selv om tilbakeføringer og inngang på tidligere konstaterte tap har gått gradvis ned de siste årene, bidrar disse faktorene fremdeles sterkt til de ekstraordinært lave bokførte tapene. I fjerde kvartal 1997 økte imidlertid bokførte tap markert i forretningsbankgruppen. Det er vanskelig å si om dette er starten på en normalisering av tapene, eller om det skyldes en grundigere tapsgjennomgang ved årsslutt. For hele forretningsbankgruppen (morbank) gikk netto misligholdte lån ned fra 5,6 milliarder kroner ved utgangen av 1996 til 4,4 milliarder kroner ved utgangen av 1997. I samme periode gikk de spesifiserte tapsavsetningene ned fra 7,5 til 6,0 milliarder kroner mens de uspesifiserte tapsavsetningene var omtrent uendret (se tabell 16).

I forretningsbankgruppen inngår seks filialer og en datterbank av utenlandske banker. Disse bankene har de senere årene hatt større svingninger i både resultat- og balansetall enn de øvrige forretningsbankene. Vi har derfor i tabell 2 valgt også å presentere tall for *forretningsbanker eksklusive utenlandske filialer/datterbanker*. De «norske» forretningsbankene hadde i 1997 et resultat av ordinær drift før skatt på 1,05 prosent av GFK. Dette var litt bedre enn for forretningsbankgruppen totalt, og skyldes høyere rentenetto. Nedgangen i resultatet i forhold til 1996 var imidlertid det samme for begge gruppene.

De tre største forretningsbankene hadde i 1997 et resultat av ordinær drift før skatt på 4,3 milliarder kroner, som utgjorde 1,08 prosent av GFK. Dette var litt bedre enn for forretningsbankgruppen totalt. Ved utgangen av 1997 hadde de tre største forretningsbankene 73,3 prosent av gruppens samlede forvaltningskapital mot 71,4 prosent ett år tidligere. Forretningsbankene eksklusive de tre største, hadde i 1997 et resultat av ordinær drift før skatt på 0,69 prosent av GFK. Dette var altså klart dårligere enn resultatet for de tre største. Sammenlignet med de øvrige hadde de tre største forretningsbankene høyere rentenetto, høyere andre driftsinntekter og la-

vere tap. På den annen side hadde de tre største høyere driftskostnader.

På konsernnivå hadde forretningsbankene i 1997 et resultat av ordinær drift før skatt på 6,7 milliarder kroner, som utgjorde 1,15 prosent av GFK. Dette var klart bedre enn i morbankene. Mens det på morbanknivå var en nedgang i driftsresultat før tap som andel av GFK, var det på konsernnivå en viss bedring. Dette skyldes i hovedsak at det på konsernnivå har vært en bedring i andre driftsinntekter mens det på morbanknivå har vært en nedgang. Dette tyder på at de store bankkonsernene i noen grad greier å erstatte fallende inntekter fra tradisjonell bankvirksomhet med inntekter fra ulike datterselskaper.

Normalisering. 1997-resultatet i forretningsbankene var som nevnt sterkt preget av de ekstraordinært lave tapene på utlån. Tilgangen på nye problemengasjementer må over tid forventes å øke, kombinert med at tilbakesøringene etter hvert vil reduseres ytterligere. En må derfor forvente at bokførte tap vil øke. Vi har sett på tapsnivået over 10 år (1983-92) i land som det er naturlig å sammenligne Norge med. Blant annet ut fra dette antar vi at et normalt tapsnivå for forretningsbanker vil ligge i området 0,5-0,9 prosent av brutto utlån. Med utlånsnivået ved utgangen av 1997 ville dette gitt bokførte tap i størrelsesorden 0,4-0,7 prosent av GFK.

Dersom en justerer 1997-resultatet for normalisert tapsnivå, ville forretningsbankene fått et resultat av ordinær drift etter skatt på 0,1 prosent av GFK ved bruk av høyeste tapsprosent på utlån og 0,4 prosent av GFK ved bruk av laveste tapsprosent. Dette ville gitt en egenkapitalrentabilitet etter skatt på henholdsvis 2,7 og 6,8 prosent. Dette viser at forretningsbankenes underliggende inntjening for tiden er for svak til å møte en økning i tapene opp mot et normalnivå. Gitt den sterke konkurransen i finansmarkedet, er det liten grunn til å tro at rentemarginen vil øke særlig fremover. Det er mulig at andre driftsinntekter kan øke noe. Denne situasjonen tilsier at det fremover vil være behov for kostnadsreduksjoner i forretningsbankene.

Sparebankene

Resultat. Sparebankenes (morbank) resultat av ordinær drift før skatt var i 1997 på 4,6 milliarder kroner, tilsvarende 1,34 prosent av GFK. Nomi-

nelt gikk resultatet opp med 141 millioner kroner fra 1996, men som andel av GFK var det en nedgang på 0,12 prosentpoeng. Samtlige sparebanker, med unntak av to, hadde et positivt resultat av ordinær drift i 1997. I likhet med forretningsbankene har sparebankene de siste tre årene hatt en nedgang i driftsresultatet før tap. I sparebankene var driftsresultatet før tap i 1997 på 1,43 prosent av GFK, en nedgang på 0,07 prosentpoeng fra 1996. Nominelt gikk driftsresultatet før tap opp med 0,4 milliarder kroner. Hovedtallene fra sparebankenes resultatregnskap er gjengitt i tabell 4 og 5.

Netto renteinntekter (rentenettoen) utgjorde i 1997 2,98 prosent av GFK, en nedgang på 0,35 prosentpoeng fra 1996. Svekkelsen kan i første rekke tilskrives en reduksjon i sparebankenes gjennomsnittlige rentemargin fra 3,50 prosent i 1996 til 3,24 prosent i 1997, jf. tabell 3. Sparebankene hadde i 1997 en noe lavere rentemargin enn forretningsbankene som følge av at gjennomsnittlig innskuddsrente var høyere i sparebankene. Selv om rentemarginen i 1997 var lavere i sparebankene enn i forretningsbankene, var sparebankenes rentenetto desidert høyest. Dette kan i stor grad forklares med ulik balanse sammensetning i de to bankgruppene. En gjennomsnittlig sparebank har høyere andel utlån kundeinnskudd og egenkapital enn en gjennomsnittlig forretningsbank, og dette er balanseposter som har en positiv innvirkning på rentenettoen. Bankenes balanser er vist i tabellene 10 og 11 under del 3. En annen grunn til at rentenettoen er høyere i sparebankene til tross for lavere rentemargin, kan være at rentemarginen kun omfatter utlån og innskudd i norske kroner og bare innenlandske sektorer. Marginene overfor utenlandske sektorer er trolig lavere, og forretningsbankene har mer aktivitet i utlandet enn sparebankene.

I likhet med forretningsbankene gikk sparebankenes innskuddsdekning betydelig ned fra 1996 til 1997, noe som bidrog til lavere rentenetto.

Andre driftsinntekter har som andel av GFK økt marginalt i sparebankene de tre siste årene. I 1997 gikk imidlertid provisjonsinntektene betydelig opp, også som andel av GFK. Dette har blant annet sammenheng med økt aktivitet innen betalingsformidling samt mer salg av spare- og forsikringsprodukter. Bankene har et uttalt ønske om å øke disse inntektene for å veie opp

for inntektsbortfallet på tradisjonell bankdrift. I motsetning til forretningsbankene hadde sparebankene i 1997 relativt sett en nedgang i inntektene fra verdipapir- og valutavirksomheten.

Sparebankene og forretningsbankene hadde i 1997 på morbanknivå omtrent samme nivå på sum andre driftsinntekter. Forretningsbankkonsernene hadde imidlertid høyere andre driftsinntekter. Sparebankene hadde noe høyere provisjonsinntekter enn forretningsbankene, mens forretningsbankene hadde bedre resultater fra verdipapir- og valutavirksomheten.

Andre driftskostnader økte nominelt med 0,2 milliarder kroner i 1997. Den nominelle økningen i sparebankene var imidlertid lavere enn i forretningsbankene, som i 1997 hadde en vekst på hele 0,8 milliarder kroner. Mens mesteparten av den nominelle veksten i forretningsbankene skyldtes høyere personalkostnader, stod perso-

nalkostnader for en relativt liten del av kostnadsveksten i sparebankene. Som i forretningsbankene gikk kostnadene i sparebankene ned som andel av GFK, og sparebankenes kostnadsnivå var i 1997 2,63 prosent av GFK, 0,50 prosentpoeng over forretningsbankene. Forskjellen mellom de to gruppene gjenspeiler blant annet ulik virksomhetsstruktur. Andre driftskostnader målt som andel av sum inntekter (eksklusive resultater fra verdipapirer, derivater og valuta) var i sparebankene på 67,2 prosent i 1997 mot 68,6 prosent i 1996. Det var altså en marginal bedring i sparebankenes kostnads/inntektsforhold, mens det i forretningsbankene var en svekkelse.

Tap på utlån var på omtrent samme nivå i 1997 som i 1996, dvs i underkant av 0,1 prosent av GFK. En dekomponering av tapene i de åtte største sparebankene viser at tilbakeføringene i 1997 var noe lavere enn i 1996, men at dette ble oppveid av et lavere nivå på konstaterte tap og nye tapsavsetninger. I 1997 utgjorde tilbakeføringene og inngang på tidligere konstaterte tap 0,27 prosent av utlån, mens de i 1996 utgjorde 0,37 prosent. Både i 1996 og 1997 har de største sparebankene økt de uspesifiserte tapsavsetningene. I likhet med forretningsbankene gikk bokførte tap opp i fjerde kvartal 1997, men i mindre grad enn i forretningsbankene.

Den positive tapsutviklingen underbygges av en stadig reduksjon i problemengasjementer. Fra utgangen av 1996 til utgangen av 1997 gikk netto misligholdte lån i hele sparebankgruppen ned fra 4,9 til 4,1 milliarder kroner. I samme pe-

Tabell 4. Resultatregnskap sparebanker (morbank). Millioner kroner

	1996	1997
Netto renteinntekter	10 106	10 204
Andre driftsinntekter	3 262	3 714
- herav provisjonsinntekter	1 985	2 400
- herav verdipapirer, valuta og derivater	502	505
Andre driftskostnader	8 823	9 007
Driftsresultat før tap	4 545	4 912
Tap	250	295
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	- 143	38
Resultat av ordinær drift	4 437	4 578

Tabell 5. Resultatregnskap for sparebanker (morbank). Alle tall oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	Alle sparebanker			De 8 største			De øvrige		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Rente- og kredittprovisjonsinntekter	7,61	6,97	5,88	7,63	6,96	5,86	7,56	7,00	5,90
Rentekostnader	3,88	3,65	2,90	4,01	3,75	3,02	3,65	3,44	2,66
Rentenetto	3,72	3,33	2,98	3,62	3,21	2,85	3,91	3,55	3,24
Andre driftsinntekter	1,03	1,07	1,08	1,15	1,17	1,14	0,81	0,90	0,98
Provisjonsinntekter	0,65	0,65	0,70	0,73	0,72	0,75	0,48	0,53	0,60
Verdipapirer, valuta og derivater	0,20	0,17	0,14	0,21	0,15	0,12	0,19	0,20	0,22
Andre driftskostnader	2,94	2,91	2,63	3,02	2,97	2,63	2,80	2,78	2,63
Personalkostnader	1,31	1,27	1,13	1,34	1,30	1,12	1,26	1,20	1,16
Driftsresultat før tap	1,81	1,50	1,43	1,76	1,40	1,35	1,92	1,67	1,60
Tap på utlån/garantier	0,16	0,08	0,09	0,11	0,07	0,06	0,25	0,10	0,13
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	-0,02	-0,05	0,01	-0,02	-0,07	0,02	-0,01	-0,01	0,00
Resultat av ordinær drift	1,67	1,46	1,34	1,67	1,40	1,27	1,69	1,58	1,48
Gjen. forv.kap. (mrd.kr.)	277,8	303,7	342,4	181,8	199,5	227,2	96,0	104,2	115,2

riode ble spesifiserte tapsavsetninger redusert fra 4,2 til 3,6 milliarder kroner, mens de uspesifiserte tapsavsetningene økte fra 2,1 til 2,2 milliarder kroner (se tabell 16).

De åtte største sparebankene hadde et driftsresultatet både før og etter tap som var en del lavere enn resten av sparebankgruppen, se tabell 5. Denne gruppen utgjør ca 67 prosent av samlet forvaltningskapital i sparebanksektoren. Forskjellen mellom de største sparebankene og resten er i første rekke at rentenettoen er vesentlig lavere i de største sparebankene. Derimot har de største sparebankene et høyere nivå på andre driftsinntekter, men ikke nok til å oppveie for forskjellen i rentenettoen. I 1997 var kostnadsnivået det samme i begge gruppene etter at de største bankene i årene forut har hatt et høyere kostnadsnivå. Tapsnivået har de siste tre årene vært noe høyere i de minste sparebankene.

Normalisering. Dersom en justerer 1997-resultatet i sparebankene for et normalisert tapsnivå, som vi antar vil ligge mellom 0,5 og 0,8 prosent av brutto utlån, ville sparebankene fått et resultat av ordinær drift etter skatt på 0,7 prosent av GFK ved bruk av laveste tapsprosent på utlån og 0,5 prosent av GFK ved bruk av høyeste tapsprosent. Dette ville gitt en egenkapitalrentabilitet etter skatt på henholdsvis 8,8 og 6,4 prosent, noe som er vesentlig bedre enn i forretningsbankene, men likevel noe svakt. Også i sparebankene vil høyere tap fremover kreve bedre kostnadseffektivitet for å opprettholde en tilfredsstillende inntjening.

Kredittforetak

Ved utgangen av 1997 var det åtte kredittforetak i Norge, samme antall som ved utgangen av 1996.

Kredittforetakene oppnådde i 1997 et resultat

av ordinær drift før skatt på 0,7 milliarder kroner, tilsvarende 0,60 prosent av GFK, jf. tabell 6. Dette er en bedring fra 1996 på 0,12 prosentpoeng. Bedringen skyldes en kombinasjon av lavere andre driftskostnader, lavere bokførte tap og noe bedre andre driftsinntekter. Rente nettoen har sunket jevnt siden 1993 da den var på 1,48 prosent av GFK. I 1997 var den på 0,68 prosent.

Kredittforetakene hadde fra 1996 til 1997 en utlånsvekst på 19,6 prosent, jf. tabell 7. Dette er første gang siden 1990 at kredittforetakene som gruppe har hatt positiv utlånsvekst. Den negative veksten i årene fram til 1996 har blant annet skyldtes strukturelle endringer, for eksempel omdanning av kredittforetak til bank, og at etterspørselen etter kredittforetakenes fastrentelån har vært svært lav. Den kraftige utlånsveksten i 1997 kan først og fremst tilskrives Eksportfinans og Kommunekreditt. De øvrige kredittforetakene hadde en utlånsvekst på 5,4 prosent.

Kredittforetakene samlet hadde ved utgangen av 1997 en kapitaldekning på 17,5 prosent og en kjernekapitaldekning på 13,6 prosent, mot henholdsvis 17,4 og 14,3 prosent ved utgangen av 1996.

Finansieringsselskap

Finansieringsselskapene oppnådde i 1997 et resultat av ordinær drift før skatt på i underkant av 1 milliard kroner, tilsvarende 3,04 prosent av GFK, jf. tabell 6. Som andel av GFK er dette noe svakere enn i 1996. Dette skyldes i første rekke at finansieringsselskapene i 1996 realiserte en gevinst på verdipapirer som holdes på lang sikt tilsvarende 0,38 prosent av GFK, men også at bokførte tap økte fra 0,25 til 0,36 prosent av GFK. Driftsresultatet før tap, derimot, var noe høyere i 1997 enn i 1996. Årsakene var noe høy-

Tabell 6. Resultatregnskap for kredittforetak og finansieringsselskap (morselskap). Tallene er oppgitt i millioner kroner og i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	Kredittforetak				Finansieringsselskap			
	1996		1997		1996		1997	
	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK
Rentenetto	724	0,76	747	0,68	1416	5,27	1612	5,20
Andre driftsinntekter	124	0,13	170	0,15	903	3,36	1111	3,58
Andre driftskostnader	336	0,35	297	0,27	1418	5,28	1668	5,38
Driftsresultat før tap	512	0,54	620	0,57	901	3,36	1055	3,40
Tap på utlån	55	0,06	-33	-0,03	67	0,25	112	0,36
Resultat av ordinær drift	457	0,48	653	0,60	920	3,43	943	3,04

Tabell 7. Kredittforetak (morselskap): Balanse og kapitaldekning

	31.12. 1996	31.12. 1997
Forvaltningskapital (mrd.kr.)	97,7	102,5
Brutto utlån (mrd. kr.)	64,2	76,8
Kapitaldekning*	17,4	17,5
Kjernekapitaldekning*	14,3	13,6
Beregningsgrunnlag (mrd.kr.)	49,2	52,8

*Prosent av beregningsgrunnlaget

ere andre driftsinntekter. Rentenettoen ble noe redusert målt som andel av GFK.

Som følge av økt etterspørsel etter billån og andre forbrukslån de siste årene, har finansieringsselskapene hatt en betydelig utlånsvekst. Tolvmånedersveksten ved utgangen av 1997 var på 13,3 prosent, se tabell 8. Forvaltningskapitalen var ved utgangen av 1997 på 33,3 milliarder kroner og brutto utlån på 32,4 milliarder kroner. Kapital- og kjernekapitaldekningen var på samme tidspunkt på 15,4 og 14,4 prosent, omtrent det samme som ett år tidligere.

Livselskaper

Livsforsikringsselskapene oppnådde et meget godt resultat i 1997. Som andel av GFK økte overskuddet før fordeling til forsikringskundene og skatt fra 2,81 prosent i 1996 til 3,31 prosent i 1997, se tabell 9. Bedringen skyldes i hovedsak økning i inntekter fra finansielle eiendeler. Økningen i inntekter fra finansielle eiendeler skyldes i hovedsak at totalindeksen på Oslo Børs i løpet av 1997 steg med hele 31,6 prosent. Alle de ni livselskapene gikk med overskudd i 1997.

Tabell 8. Finansieringsselskap (morselskap): Balanse og kapitaldekning

	31.12. 1996	31.12. 1997
Forvaltningskapital (mrd.kr.)	28,8	33,3
Brutto utlån (mrd. kr.)	28,6	32,4
Kapitaldekning*	15,1	15,4
Kjernekapitaldekning*	14,4	14,4
Beregningsgrunnlag (mrd.kr.)	26,1	28,8

*Prosent av beregningsgrunnlaget

Verdijustert resultat⁵ før fordeling og skatt økte i 1997 med 1,3 milliarder kroner til 12,4 milliarder kroner. Dette utgjorde 4,57 prosent av GFK.

Premieinntektene økte fra 1996 til 1997 med 20,4 prosent til 27,6 milliarder kroner. Til sammenligning var økningen i premieinntektene fra 1995 til 1996 på 12,3 prosent.

Livselskapene avsatte i 1997 2,5 milliarder kroner til tilleggsavsetninger, mot 2,7 milliarder kroner i 1996. Dette er avsetninger som kan benyttes til dekning av den årlige avkastningsgarantien i år med svak utvikling i verdipapirmarkedene. Ved utgangen av 1997 utgjorde tilleggsavsetningene 12,7 milliarder kroner, kursreserver 12,4 milliarder kroner og ansvarlig kapital 11,8 milliarder kroner. Til sammen utgjorde dette 13,0 prosent av forvaltningskapitalen, mot 11,4 prosent ved utgangen av 1996. Selskapenes evne til å tåle kortsiktige svingninger i verdipapirmarkedene uten at kapitaldekningen kommer under minstekravet, har økt betydelig de senere

⁵ Regnskapsmessig resultat korrigeret for endringer i kursreserver i perioden (før nye tilleggsavsetninger).

Tabell 9. Resultatregnskap for livsforsikringsselskap (morselskap). Tallene er oppgitt i millioner kroner og i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1996		1997	
	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK
Premieinntekter	22 950	9,31	27 629	10,21
Inntekter fra finansielle eiendeler	25 066	10,17	32 865	12,15
Erstatninger	17 104	6,94	17 528	6,48
Endring i forsikringsmessige avsetninger	18 028	7,31	22 774	8,42
Forsikringsrelaterte driftskostnader	2 293	0,93	2 415	0,89
Kostnader i tilknytning til finansielle eiendeler	5 997	2,43	10 911	4,03
Overskudd før fordeling og skatt ¹⁾	6 932	2,81	8 940	3,31
Verdijustert resultat før fordeling og skatt ²⁾	11 075	4,49	12 364	4,57
Midler tilført forsikringskunder	3 099		5 120	
Nye tilleggsavsetninger	2 692		2 503	

¹⁾ Før nye tilleggsavsetninger

²⁾ Regnskapsmessig resultat korrigeret for endringer i kursreserver i perioden. Før nye tilleggsavsetninger

år. Selskapenes samlede kapitaldekning var ved utgangen av 1997 på 10,55 prosent, mot 10,70 prosent ett år tidligere. Samtlige livselskaper oppfyller kravet til kapitaldekning på 8,0 prosent.

Livselskapene hadde ved utgangen av 1997 en forvaltningskapital på 283,7 milliarder kroner hvorav 20,0 prosent var plassert i aksjer. Dette er imidlertid ikke i strid med den gjeldende 20 prosent-begrensningen. Denne refererer seg til forsikringsmessige avsetninger og det er følgelig ikke begrensninger på plassering av egenkapitalen. Som andel av forvaltningskapitalen har aksjebeholdningen økt med om lag 6 prosentpoeng siden utgangen av 1996.

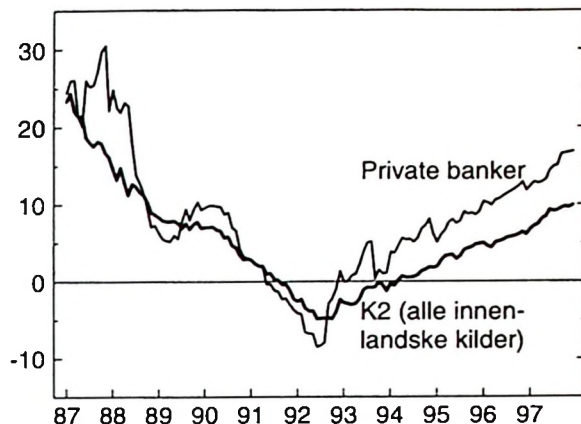
3 Balanseutvikling og utlånsvekst

Kredittveksten

Tolv månedersveksten i innenlandsk kreditt til publikum (K2) tiltok betydelig gjennom 1997, jf. figur 2. Veksten var lavest i januar, da den var på 6,8 prosent, og høyest i desember da den var hele 10,2 prosent. Dette betyr at innenlandsk kreditt økte med 101,3 milliarder kroner i løpet av året. Bankene stod for det meste av kreditttilførselen, men også finansieringsselskapene og kredittforetakene har hatt sterk utlånsvekst. Helt siden oppgangen startet i 1992 har bankenes utlånsvekst vært langt større enn kredittveksten samlet. Utlånsveksten i forretnings- og sparebankene (morbank) var på henholdsvis 21,4 og 14,1 prosent fra utgangen av 1996 til utgangen av 1997⁶. For bankene samlet (inkl. Postbanken) var det tilsvarende tallet knapt 17 prosent. Den sterke veksten i låneopptak innebærer at gjeldsbelastningen i husholdningene og foretakene har økt.

Innenlandsk kreditt totalt til husholdningene økte i tolv månedersperioden fram til november 1997 med knapt 8 prosent, jf. figur 3. Nedgang i rentenivået sammen med stigende sysselsetting og økt disponibel realinntekt bidrog til høy etterspørsel etter konsum av boligjenester og økende gjeldsopptak. Husholdningssektorens netto finansielle fordringsposisjon ble imidlertid bedret i løpet av året som følge av positive netto finansinvesteringer og omvurderinger. Økningen i boligpriser de siste årene og husholdningenes bedrede finansielle stilling har ført til at risikoen

Figur 2. K2 og utlån fra private banker. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Norges Bank

knyttet til utlånene til husholdningssektoren samlet antas å være redusert i løpet av 1997.

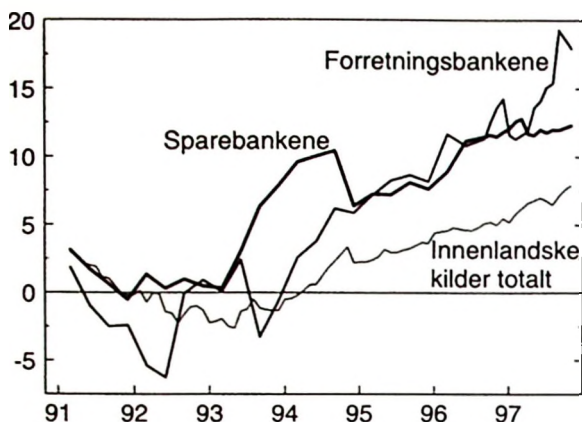
Veksten i innenlandsk kreditt til foretak var på hele 16,4 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av november, jf. figur 4. Utlån fra både forretnings- og sparebankene til foretakssektoren økte med over 22 prosent i samme periode. Det har vært høy vekst i utlån til blant annet eiendomsdrift og varehandel og hotell- og restaurantdrift. I 1996 var det antydninger til høyere gjeldsandel i foretakenes nyinvesteringer. Det var også en tendens til at en økende andel av foretakssektorens gjeld tas opp av enheter klassifisert som foretak med relativt sett høy risiko. Dette innebærer isolert sett økt kredittrisiko, og kan bidra til økte tap på finansinstitusjonenes utlån i fremtiden.

Tallene for innenlandsk kreditt inkluderer kreditt fra utenlandske bankers filialer i Norge. Ved utgangen av 1997 hadde filialene av utenlandske finansinstitusjoner om lag 26 milliarder kroner i utlån.

Veksten i samlet innenlandsk kreditt er betydelig lavere enn kredittveksten fra banker, finansieringsselskaper og kredittforetak isolert, noe som indikerer at disse institusjonene har tatt markedsandeler fra andre långivere. Til sammen hadde kredittforetakene og finansieringsselskapene om lag 109 milliarder kroner i utlån ved utgangen av 1997. Figur 5 viser markedsandelene til ulike grupper kredittyttere ved utgangen av 1997 for utlån til publikum. Private banker (inkl. Postbanken) økte sin andel av samlet kreditt fra knapt 59 til vel 62 prosent i løpet av 1997. Kre-

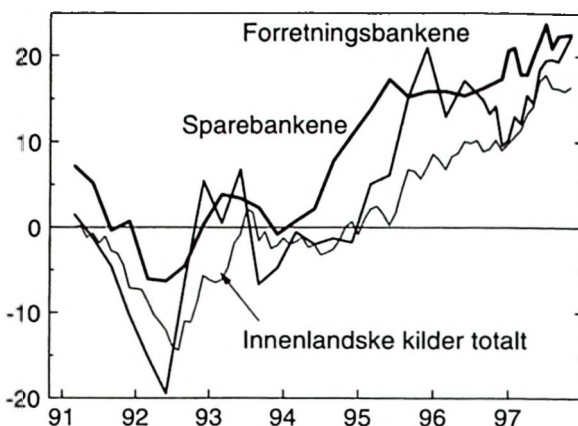
⁶ Tallene er inklusive overføringen av utlån fra Vital Forsikring til DnB på om lag 9 mrd. kr. Forretningsbankenes utlånsvekst eksklusive denne overføringen var 18,8 prosent.

Figur 3. Utlån til husholdningssektoren. Tolv-månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 4. Utlån til foretakssektoren. Tolv-månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

dittforetakene og finansieringsselskapene økte også sine andeler av totale utlån noe, mens statlige låneinstitutt og livsforsikringsselskaper reduserte sine utlånsandeler.

Økt utenlandsfinansiering av bankenes lånsvekst

veksten i kundeinnskudd har i 1997 vært vesentlig lavere enn veksten i forvaltningskapital og utlån. Tolv månedersveksten i innskudd fra kunder i 1997 for forretningsbankene og spareban-

kene var henholdsvis bare 1,8 og 2,2 prosent. Dette medførte at kundeinnskudd som andel av brutto utlån falt fra 71 til 61 prosent i forretningsbankene og fra om lag 83 til 75 prosent i sparebankene i løpet av 1997. Den økte differansen mellom utlån og innskudd skyldes blant annet et lavt rentenivå som bidrar til høye låneoptak. Det lave rentenivået har gjort andre spareformer enn tradisjonell banksparing, som for eksempel aksjeinvesteringer og kjøp av andeler i verdipapirfond, mer attraktive.

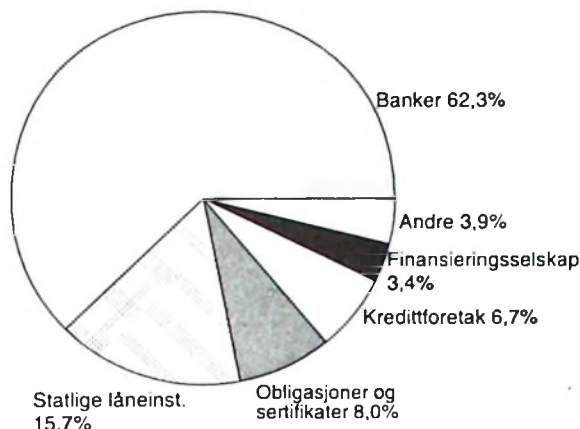
Fallende innskuddsdekning har gjort at ban-

Tabell 10. Forretningsbankenes balanse (morbank) ved utgangen av 1997. Milliarder kroner, andel og prosentvis endring fra 1996.

	Forretningsbanker			Forretningsbanker ekskl. utenlandske banker			De tre største forretningsbankene		
	1997	%-vis endring fra 1996		1997	%-vis endring fra 1996		1997	%-vis endring fra 1996	
	mrđ.kr.	andel		mrđ.kr.	andel		mrđ.kr.	andel	
Likvider og innskudd i/utlån til kredittinstitusjoner	52,7	9,2	-6,6	41,1	7,8	7,8	38,9	9,3	7,2
Verdipapirer	55,4	9,7	9,7	51,0	9,7	31,2	40,9	9,8	36,2
Netto utlån	427,6	74,7	21,4	401,1	76,3	20,9	308,5	73,6	20,0
Øvrige eiendeler	36,4	6,4	2,9	32,4	6,2	5,7	30,9	7,4	6,1
Sum eiendeler	572,1	100,0	15,7	525,6	100,0	19,6	419,2	100,0	18,9
Innskudd fra kredittinstitusjoner - herav utenlandske kredittinstitusjoner ¹⁾	122,2	21,4	19,3	92,4	17,6	45,0	84,5	20,2	45,3
Innskudd fra kunder	88,7	15,5	18,3	58,9	11,2	65,8	52,7	12,6	61,4
Verdipapirgjeld	261,7	45,7	1,8	250,1	47,6	1,3	202,3	48,3	-0,6
Annen gjeld	106,6	18,6	62,6	106,6	20,3	64,9	73,2	17,5	91,8
Ansvarlig lånekapital	31,8	5,6	22,5	27,3	5,2	26,6	19,3	4,6	12,4
Egenkapital	16,0	2,8	12,0	16,0	3,0	12,8	13,8	3,3	9,9
	33,8	5,9	15,9	33,1	6,3	16,4	26,0	6,2	13,9
Sum gjeld og egenkapital	572,1	100,0	15,7	525,6	100,0	19,6	419,2	100,0	18,9

¹⁾ På grunn av statistiske problemer inneholder posten ikke utenlandske finansinstitusjoners innskudd i norske bankers filialer i utlandet. Dette betyr at tallene er noe lave. I de tre største forretningsbankene ligger andelen innskudd fra utenlandske kredittinstitusjoner sannsynligvis mellom 15 og 18 prosent i 1997.

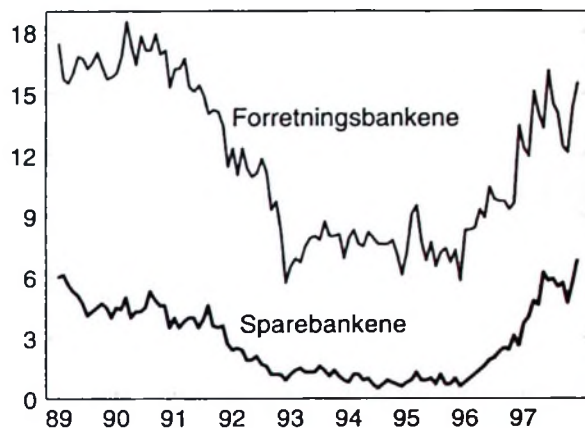
Figur 5. Innenlandsk kreditt etter kilde.
Andeler ved utgangen av 1997. Prosent



Kilde: Norges Bank

kene har finansiert en økende del av virksomheten fra utlandet. Finansieringen fra utlandet har i hovedsak vært kortsiktig, men i det siste har også langsiktig finansiering i utlandet fått noe større betydning. Foreløpige tall viser at forretningsbankenes (morbanker eksklusive norske bankers utenlandske filialer) samlede gjeld til utlandet økte med vel 39 milliarder kroner i løpet av 1997, til om lag 151 milliarder kroner. Av økningen var 21 milliarder kroner obligasjonsgjeld. Sparebankenes gjeld til utlandet økte fra vel 16 til knapt 38 milliarder kroner i samme periode. Av denne økningen var vel 4 milliarder kroner obligasjonsgjeld. Figur 6 viser utvik-

Figur 6. Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av forvaltningskapitalen.
Forretnings- og sparebanker (morbank). Prosent.



Kilde: Norges Bank

lingen i kortsiktig finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av forvaltningskapitalen. Den kortsiktige utenlandsfinansieringen i prosent av forvaltningskapitalen var ved utgangen av 1997 om lag på samme nivå som i 1991 for forretningsbankene og som ved inngangen til 1989 for sparebankene.

Den sterke økningen i kortsiktig finansiering innebærer isolert sett økt likvidetsrisiko for bankene. Dette gjelder først og fremst de største bankene i Norge. En del av økningen i kortsiktig utenlandsfinansiering skyldes imidlertid at filialer av utenlandske banker har vokst, og at disse i

Tabell 11. Sparebankenes balanse (morbank) ved utgangen av 1997. Milliarder kroner, andel og prosentvis endring fra 1996.

	Alle sparebanker			De 8 største			De øvrige		
	1997	%-vis endring fra 1996		1997	%-vis endring fra 1996		1997	%-vis endring fra 1996	
	mrd.kr.	andel		mrd.kr.	andel		mrd.kr.	andel	
Likvider og innskudd i/utlån til kredittinstitusjoner	18,2	5,0	37,8	14,9	6,2	47,1	3,4	2,8	8,0
Verdipapirer	28,9	8,0	-4,1	18,0	7,4	-7,2	10,8	9,0	1,4
Netto utlån	306,9	84,9	14,1	203,4	84,3	14,9	103,5	85,9	12,7
Øvrige eiendeler	7,7	2,1	4,8	5,0	2,1	11,2	2,7	2,3	-5,3
Sum eiendeler	361,7	100,0	13,2	241,3	100,0	14,3	120,4	100,0	10,9
Innskudd fra kredittinstitusjoner	34,0	9,4	62,7	28,3	11,8	71,1	5,6	4,7	30,7
- herav utenlandske kredittinstitusjoner	25,1	6,9	197,8	24,2	10,0	191,9	0,9	0,8	515,6
Innskudd fra kunder	232,3	64,3	2,2	144,1	59,7	0,8	88,3	73,3	4,7
Verdipapirgjeld	47,3	13,1	58,6	38,7	16,0	53,9	8,6	7,1	83,7
Annen gjeld	10,1	2,8	19,9	7,0	2,9	10,4	3,0	2,5	49,9
Ansvarlig lånekapital	8,2	2,3	15,5	7,8	3,2	16,3	0,5	0,4	3,4
Egenkapital	29,8	8,2	14,5	15,4	6,4	16,0	14,4	12,0	12,9
Sum gjeld og egenkapital	361,7	100,0	13,2	241,3	100,0	14,3	120,4	100,0	10,9

Tabell 12. Kapitaldekning 1994 - 1997. Forretningsbanker. Milliarder kroner.

	Morbank				Konsern
	31.12.94	31.12.95	31.12.96	31.12.97	31.12.97
Beregningsgrunnlag	283,5	300,4	356,4	420,4	474,0
Ansvarlig kapital	35,2	35,8	40,9	45,5	50,0
Kjernekapitaldekning*	7,3	8,2	8,1	7,7	7,4
Kapitaldekning*	12,4	11,9	11,5	10,8	10,6

* I prosent av beregningsgrunnlaget

Tabell 13. Kapitaldekning 1994 - 1997. Sparebanker. Milliarder kroner.

	31.12.94	31.12.95	31.12.96	31.12.97
Beregningsgrunnlag	175,6	189,1	212,9	244,4
Ansvarlig kapital	27,8	29,1	32,1	35,1
Kjernekapitaldekning*	11,9	12,4	12,2	11,7
Kapitaldekning*	15,8	15,4	15,1	14,4

* I prosent av beregningsgrunnlaget

stor grad finansierer virksomheten fra utlandet. Dersom det oppstår en situasjon med svekket til- lit til norske bankers soliditet og inntjening, eller usikkerhet rundt makroøkonomiske størrelser som for eksempel inflasjon og valutakurs i Norge, kan utlendingene komme i en situasjon hvor de ønsker å trekke ut sine plasseringer. Ban- kene vil da kunne få problemer med å refinansi- ere seg. Liknende situasjoner oppstod i kjølvannet av valutauroen i 1986 og bankkrisen i 1990 - 1991.

Svekket soliditet

Finansinstitusjonenes soliditet ble generelt svekket i 1997 som følge av den sterke kreditt- veksten. Spesielt gjelder dette for bankene. De siste par årene har bankene hatt ekstraordinært lave tap, noen av storbankene har ikke vært i skatteposisjon, og resultatene har generelt vært gode. Det er nettopp i slike tider en ville forvente at soliditeten ville bedres. Når soliditeten tvert imot er svekket, skyldes dette at inntjeningen ikke har vært god nok til å opprettholde solidite- ten i takt med utlånsveksten. Fallende rentemar- gin og lavere rentenetto har bidratt til dette.

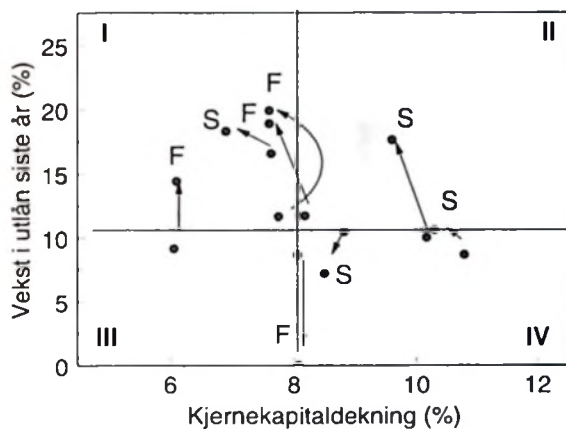
Utviklingen i kapital- og kjernekapitaldek- ningen er vist i tabellene 12 og 13 for henholds- vis forretnings- og sparebankene, og tabellene 7 og 8 for henholdsvis kredittforetakene og finan- sieringsselskapene. Forretningsbankenes (mor- banker) kapital- og kjernekapitaldekning falt fra henholdsvis 11,5 og 8,1 prosent til 10,8 og 7,7 prosent i løpet av 1997. På konsernnivå har for-

retningsbankenes soliditet blitt marginalt svek- ket i 1997. Også sparebankene og kredittfore- takene hadde fall i kjernekapitaldekningen i samme periode, mens den var uendret i finansie- ringsselskapene. Selv om tendensen er klar når en ser på aggregerte størrelser, er det store indi- viduelle forskjeller mellom institusjonene. Blant bankene er det en tendens til at de største ban- kene utpeker seg med høy utlånsvekst og relativt moderat kjernekapitaldekning.

Utviklingen i kjernekapitaldekning og utlåns- vekst i 1997 i de åtte største bankene er illustrert i figur 7. Forretningsbanker er markert med F og sparebanker med S. Bankene i område [I] har høy utlånsvekst og forholdsvis lav kjernekapi- taldekning. Område [II] er kjennetegnet ved både høy utlånsvekst og relativt høy kjernekapi- taldekning. I område [III] er utlånsveksten og kjernekapitaldekningen forholdsvis lav, mens bankene i område [IV] er kjennetegnet ved god kjernekapitaldekning og lav utlånsvekst. Fire av bankene ligger innenfor kategorien med lav kjernekapitaldekning og høy utlånsvekst. Ten- densen er nokså klar; de fleste av de store ban- kene beveget seg i retning av høyere utlånsvekst og lavere kjernekapitaldekning i løpet av 1997. Bare to av de åtte største bankene opprettholdt om lag samme kjernekapitaldekningsgrad som ved utgangen av 1996. Et generelt trekk er at sparebankene stort sett har bedre kjernekapital- dekning enn forretningsbankene.

Sammensetningen av kapitaldekningen ved utgangen av 1997 for forretnings- og spareban-

Figur 7. Utlånsvekst og kjernekapitaldekning i de åtte største bankene ved utgangen av 1996 og 1997. Prosent



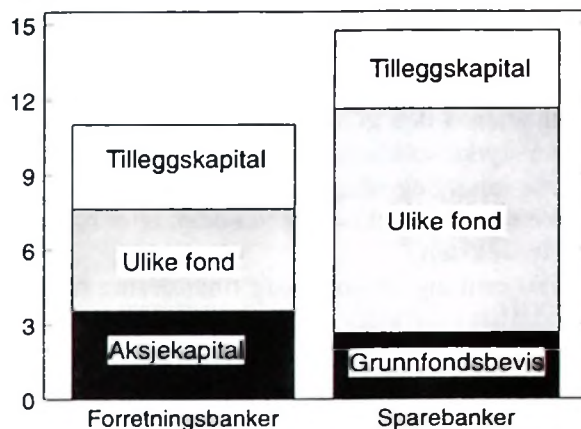
Kilde: Norges Bank

kene er illustrert i figur 8. Ulike fonds sammen med aksjekapital/grunnfondsbevis utgjør kjernekapitalen. Sparebankene har betydelig bedre kjernekapitaldekning enn forretningsbankene, mens tilleggskapitaldekningen ikke er vesentlig forskjellig mellom de to gruppene. Myndighetene legger særlig vekt på kjernekapitaldekningen. I hovedtrekk er det slik at kjernekapitalen kan benyttes til å dekke underskudd i den løpende driften, mens tilleggskapitalen kan benyttes til å beskytte kreditorne ved avvikling. Kjernekapitalen er derfor, sammen med bankenes tapsavsetninger, bankenes viktigste støtputer mot fremtidige tap og driftsunderskudd. De senere årene har bankene nytt godt av store tilbakeføringer av tapsavsetninger som har bidratt til gode resultater. Nivået på tapsavsetningene er imidlertid redusert i 1997, og dersom tapsutviklingen normaliserer seg, er det lite trolig at bankene kan nyte godt av høye tilbakeføringer i fremtiden. Lavere tapsavsetninger gjør at kjernekapitalen da kan bli støtputen bankene må stole på. Noen av bankene har imidlertid redusert kjernekapitaldekningen, og beveger seg i retning av det lovbestemte minimumskravet på 4 prosent. Disse bankene vil måtte prioritere styrking av soliditeten i tiden fremover.

Utsikter for bankenes utlånsvekst, og soliditetsmessige konsekvenser

Utlånsveksten til husholdningene har vært posi-

Figur 8. Sammensetning av kapitaldekningen. Forretnings- og sparebanker (morbank). Prosent av beregningsgrunnlaget ved utgangen av 1997



Kilde: Norges Bank

tiv og tiltakende siden tidlig i 1994, blant annet som følge av økt sysselsetting, økt disponibel realinntekt og fallende realrente etter skatt. Etterspørselen etter kreditt fra husholdningene forventes å bli høy også i 1998. Oppgangskonjunktturen ser ut til å fortsette inn i 1998, og arbeidsledigheten ser ut til å falle ytterligere fremover. Etterspørselen etter boligjenester antas fortsatt å bli høy, noe som vil kunne bidra til fortsatt økte bolig- og eiendomspriser. Videre verdistigning på boligkapitalen kan føre til at flere tar opp lån til konsumformål med sikkerhet i bolig. Utsikter til reallønnsvekst i 1998 vil isolert sett bedre husholdningenes gjeldsbetjeningsevne og gi grunnlag for fortsatt låneopptak. Realrenten etter skatt har hatt en fallende tendens siden 1992. Den relativt lave realrenten gjør at lånekostnadene nå er lave. I den grad lånekundene og bankene ikke tar tilstrekkelig høyde for renteøkninger, kan en renteøkning med påfølgende boligprisfall etter hvert gi høyere tap i bankene.

Etterspørselen etter kreditt i foretakene bestemmes i stor grad av ønsket investerings- og produksjonsnivå og evnen til selvfinansiering. Rentenivået har betydning for lønnsomheten av investeringene, og har således innvirkning på låneopptaket. Det er for tiden høy kapasitetsutnyttning og utsikter til ytterligere produksjonsvekst i foretakssektoren. Investeringsnivået vil ventelig fortsatt være høyt. Dette trekker i retning av fortsatt høy låneetterspørsel fra foretakene.

Alt i alt er det lite som tyder på at etterspørse-

len etter kreditt fra husholdninger og foretak skal avta i betydelig grad i 1998. Fortsatt utlånsvekst i bankene vil medføre at noen banker etter hvert får behov for å styrke kapitaldekningen sin. For å oppnå dette vil bankene trolig måtte redusere kostnadene, eller øke inntjeningen også fra andre områder enn innskudds- og utlånsvirksomheten. I den grad dette ikke er tilstrekkelig for å styrke soliditeten, må disse bankene enten hente inn ny egenkapital utenfra eller holde tilbake en større del av overskuddet, eller bremse utlånsveksten.

Økt omfang av kortsiktig finansiering fra utlandet har gjort at likviditetsrisikoen i en del banker har økt. Konkurransen mellom de ulike spareformene vil trolig bare forsterkes fremover, slik at bankene ikke kan forvente særlig tiltakende vekst i kundeinnskudd. Denne situasjonen kan bidra til å dempe utlånsveksten i de bankene som ikke kan eller vil øke sin likviditetsrisiko. Flere av de største bankene har gitt uttrykk for at de vil dempe utlånsveksten i 1998.

Vedlegg: Tabellene 14-18 gir informasjon om bankenes bokførte tap, tapsavsetninger, problemengasjementer og fordeling av lån og tap på næringer.

Tabell 14. Endring i tapsavsetninger mv 1997 (mill.kroner)

	Forretningsbanker	Sparebanker
Konstaterte tap (1)	1745	881
Økning (+)/reduksjon (-) i spesifiserte tapsavsetninger (2)	-1505	-549
Økning (+)/reduksjon (-) i uspesifiserte tapsavsetninger (3)	89	179
Inngått på tidligere konstaterte tap (4)	559	194
Bokførte tap ¹⁾ = (1) + (2) + (3) - (4)	-230	317

¹⁾ Mindre regnskapsforskjeller gjør at tapstallene kan avvike fra tabellene 1, 4 og 15.

Tabell 15. Tap på utlån 1986-1997. Morbank/-selskap. Millioner kroner og prosent av brutto utlån

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Forretningsbanker	1 472 (0,7%)	3 055 (1,3%)	5 237 (2,1%)	6 090 (2,2%)	7 905 (2,6%)	16 984 (5,9%)	8 603 (2,8%)	5 152 (1,8%)	500 (0,2%)	-1 290 (-0,4%)	-782 (-0,2%)	-362 (-0,1%)
Sparebanker	573 (0,4%)	1 428 (0,8%)	3 329 (1,8%)	4 754 (2,5%)	4 498 (2,3%)	4 643 (2,1%)	4 113 (2,5%)	2 742 (1,3%)	897 (0,4%)	438 (0,2%)	250 (0,1%)	295 (0,1%)
Kredittforetak	45 (0,1%)	196 (0,2%)	204 (0,2%)	591 (0,4%)	1 487 (1,0%)	1 491 (1,1%)	1 309 (1,4%)	360 (0,4%)	-110 (-0,2%)	-76 (-0,1%)	55 (0,1%)	-33 (-0,0%)
Finansieringsselskap ¹⁾	356 (1,4%)	1 243 (5,1%)	2 436 (7,2%)	1 420 (6,2%)	895 (4,9%)	532 (2,5%)	398 (1,9%)	235 (1,4%)	126 (0,6%)	142 (0,5%)	67 (0,2%)	112 (0,4%)
Sum	2 446 (0,6%)	5 922 (1,1%)	11 206 (2,0%)	12 855 (2,0%)	14 785 (2,2%)	23 650 (3,4%)	14 423 (2,5%)	8 489 (1,4%)	1 413 (0,2%)	-786 (-0,1%)	-410 (-0,1%)	12 (0,0%)

¹⁾ I perioden 1986-92 har utvalget variert. I 1993-95 omfatter finansieringsselskap 16 av de største morselskapene, mens f.o.m. 1996 er alle morselskaper med.

Tabell 16. Utvikling i misligholdte og nullstilte lån og tapsavsetninger i forretnings- og sparebanker (morbank). Beløp i milliarder kroner.

	Forretningsbanker			Sparebanker		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Netto misligholdte lån	6,5	5,6	4,4	5,8	4,9	4,1
Netto nullstilte lån	5,2	5,0	4,3	2,8	2,3	2,0
Brutto utlån til kunder	312,7	358,1	437,0	244,1	274,6	312,7
Spesifiserte tapsavsetninger	9,6	7,5	6,0	5,2	4,2	3,6
Uspesifiserte tapsavsetninger	3,6	3,3	3,4	1,9	2,1	2,2
Netto misligholdte lån i % av netto utlån	2,2	1,6	1,0	2,4	1,8	1,3
Uspesifiserte tapsavsetninger i % av brutto utlån - spesifiserte tapsavsetninger	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7

Tabell 17 Fordeling av brutto utlån og tap på utlån, forretningsbanker (morbank). Millioner kroner, prosent av utlån og prosentvis andel.*)

	Fordeling av tap på utlån				Fordeling av brutto utlån	
	1996		1997		1997	
	mill.kr.	i % av utlån	mill.kr.	i % av utlån	mrd.kr.	% andel
Personmarkedet	-144,4	-0,15	-180,2	-0,12	156,3	35,0
Næringsmarkedet	-195,5	-0,11	-139,0	-0,06	214,0	47,9
Andre ¹⁾	25,6	0,04	38,7	0,05	76,2	17,1
Sum	-314,3	-0,05	-280,5	-0,06	446,5	100,0
Primærnæringer	-76,1	-0,98	-55,9	-0,61	9,2	4,3
Utvinning av råolje og gass	0,0	0,00	-116,3	-1,34	8,7	4,1
Industri og bergverk	-59,7	-0,29	106,5	0,39	27,1	12,7
Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	-48,6	-0,58	-20,3	-0,20	9,9	4,6
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	-5,8	-0,02	18,6	0,07	27,8	13,0
Utenriks sjøfart og rørtransport	159,0	0,59	146,0	0,45	32,6	15,2
Transport ellers, post og telekommunikasjon	47,0	0,39	-27,1	-0,20	13,5	6,3
Eiendomsdrift	-125,0	-0,25	-102,0	-0,14	71,0	33,2
Tjenesteytende virksomhet	-86,4	-0,54	-88,5	-0,63	14,1	6,6
Sum	-195,6	-0,11	-139,0	-0,06	214,0	100,0

¹⁾ Finansinstitusjoner, stats- og trygdeforvaltning, kommunesektor og utlandet.

Tabell 18 Fordeling av brutto utlån og tap på utlån, sparebanker (morbank). Millioner kroner, prosent av utlån og prosentvis andel.*)

	Fordeling av tap på utlån				Fordeling av brutto utlån	
	1996		1997		1997	
	mill.kr.	i % av utlån	mill.kr.	i % av utlån	mrd.kr.	% andel
Personmarkedet	23,6	0,01	-53,5	-0,03	192,2	60,5
Næringsmarkedet	129,1	0,14	196,7	0,18	110,1	34,7
Andre ¹⁾	90,0	0,72	-7,7	-0,05	15,3	4,8
Sum	242,7	0,09	135,5	0,04	317,6	100,0
Primærnæringer	10,0	0,06	33,6	0,19	17,8	16,1
Utvinning av råolje og gass	0,0	0,00	0,0	0,00	0,3	0,3
Industri og bergverk	12,4	0,13	111,1	1,01	10,9	10,0
Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	-9,0	-0,14	-7,1	-0,09	7,5	6,8
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	47,0	0,30	46,9	0,26	18,1	16,4
Utenriks sjøfart og rørtransport	6,7	0,20	17,5	1,03	4,6	4,1
Transport ellers, post og telekommunikasjon	-3,1	-0,04	-7,9	0,21	8,5	7,7
Eiendomsdrift	48,1	0,16	-2,5	-0,02	36,6	33,3
Tjenesteytende virksomhet	17,0	0,34	5,0	-0,04	5,8	5,2
Sum	129,1	0,14	196,7	0,18	110,1	100,0

¹⁾ Finansinstitusjoner, stats- og trygdeforvaltning, kommunesektor og utlandet.

*) Merk at sum tap i tabellene 17 og 18 ikke samsvarer med bokførte tap i tabellene 1, 4, 14 og 15. Det skyldes at noen banker har rapportert brutto tap uten å ta hensyn til bevegelser i spesifiserte tapsavsetninger og inngang på tidligere konstaterte tap. I tillegg er ikke uspesifiserte tapsavsetninger næringsfordelt. I forretningsbankene (tabell 17) er det meste av tap på utlån til utenlandske sektorer næringsfordelt, mens en mindre andel av utlån til utlandet er næringsfordelt. Resten av utlån til utenlandske sektorer ligger i posten «andre». Dette skyldes ulik rapportering fra bankene.

UTVIKLINGEN I HUSHOLDNINGENES FINANSIELLE STILLING DE SISTE TI ÅR

Marianne Isaachsen, konsulent, og Jan Tore Larsen, seniorrådgiver, Statistikkavdelingen i Norges Bank¹

I denne artikkelen skal vi se hvordan husholdningenes fordringer og gjeld har utviklet seg i løpet av den siste tiårsperioden, basert på tall for husholdningenes finansregnskap fra Findatr², Norges Banks database for kvartalsvise sektorbalanser. Disse viser at sektorens nettofordringer har økt med hele 268 milliarder kroner fra september 1987 til september 1997. For perioden sett under ett har ikke bare husholdningssektorens sparing gjennomgående ligget på et høyt nivå, men om lag to tredeler av denne sparingen er blitt anvendt til netto finansinvesteringer og bare en tredel til netto realinvesteringer. Dette er en markant forskjell fra atferden midt på 1980-tallet, da lav sparing ble kombinert med et høyt nivå på netto realinvesteringer. I tillegg har en meget betydelig andel - over 40 prosent - av økningen i sektorens nettofordringer sammenheng med endringer i markedsverdier som skyldes endret verdifastsettelse, såkalte omvurderinger.

Det har samtidig i løpet av den siste tiårsperioden skjedd store endringer i sammensetningen av både fordringer og gjeld. På gjeldssiden har banklån økt særlig sterkt og utgjør nå hele 63 prosent, mens forsikringsselskaperens lån til husholdningssektoren er blitt halvert. Det har også vært nedgang i andelen til både kredittforetak og statlige låneinstitutter. På fordringssiden har særlig plasseringer i verdipapirfondsandeler, forsikringskrav og aksjer økt sterkt, mens bankinnskuddenes andel har fortsatt å avta. Det er spesielt verdt å merke seg at 35 prosent av fordringene består av forsikringskrav, som likviditetsmessig har en annen karakter enn for eksempel bankinnskudd og verdipapirer. Dersom forsikringskrav holdes utenfor ved beregning av husholdningssektorens nettofordringer, blir fordringene negative med nær 55 milliarder kroner ved utgangen av 3. kvartal 1997.

Noen sentrale nasjonalregnskapsdata for husholdningene

En høy og stabil inntektsvekst har gitt et viktig bidrag til den bedring som har funnet sted i husholdningssektorens finansielle posisjon de siste 10 år. (Se ramme for definisjon av sektoren). Ifølge tall fra nasjonalregnskapet økte husholdningenes disponible inntekt i gjennomsnitt med 6 prosent nominelt pr. år og var i 1997 nesten 70 prosent høyere enn i 1988. I samme periode viste konsumprisindeksen en gjennomsnittlig årlig økning på bare 2,7 prosent, og følgelig var veksten i husholdningenes realinntekt betydelig i denne perioden (3,2 prosent pr. år). Konsumet økte i gjennomsnitt med 5,2 prosent nominelt pr. år eller med 58 prosent over hele perioden, som altså er lavere enn veksten i den disponible inntekten. Dette resulterte i at den samlede sparing³ i perioden summerte seg opp til 192 milliarder kroner. Av dette ble om lag 65 milliarder kroner nyttet til nettorealinvesteringer, hovedsakelig

boliginvesteringer, mens netto finansinvesteringene ifølge nasjonalregnskapet utgjorde 122 milliarder kroner.

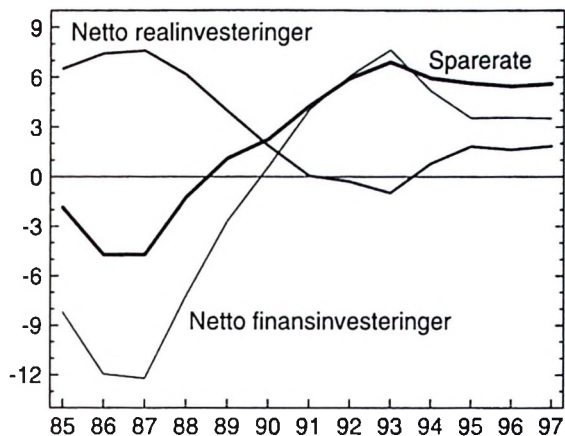
Etter den sterke konsumveksten i midten av 1980-årene, var sparingen negativ ved begynnelsen av tiårsperioden. Sparingen målt i forhold til disponibel inntekt økte så sterkt fram til 1993, da spareraten nådde nesten 7 prosent (jf. figur 1). Samtidig som husholdningene sparte mer av sin inntekt i denne perioden, ble mindre av denne sparingen brukt til investering i bolig. Dette

¹ Statistikkdirektør Brynjulv Vollan har også bidratt under utarbeidelsen av artikkelen.

² Findatr er nærmere beskrevet i Penger og Kreditt nr 3/1990 og 2/1993

³ Sparing er i nasjonalregnskapet definert som differansen mellom disponibel inntekt og konsum korrigert for sparing i pensjonsfond. Sparingen og eventuelle kapitaloverføringer kan anvendes til nettorealinvesteringer (som for husholdningene hovedsakelig består av boliginvesteringer) eller til netto finansinvesteringer.

Figur 1. Husholdningenes sparing, netto realinvestering og netto finansinvestering i prosent av disponibel inntekt



Kilde: Nasjonalregnskapet

innebærer at en økende del av husholdningenes disponible inntekt ble brukt til å bygge opp deres netto fordringer på andre sektorer, og netto finansinvesteringsraten gikk opp fra -7,2 prosent i 1988 til 7,6 prosent i 1993.

Perioden fra 1993 til 1997 var preget av konjunkturoppgang med sterk vekst i husholdningenes disponible inntekt og konsum. Veksten i disse to størrelsene har vært om lag like stor, slik at differansen - den nominelle sparingen - i 1997 lå på samme nivå som i 1993, mens spareraten falt til 5,6 prosent. I 1993 falt rentenivået betydelig, og dette bidro til et omslag i boligmarkedet i 1994 med stigende etterspørsel og nybygging; fra bunnpunktet i 1993 har boligprisene steget reelt med over 40 prosent. Etter 1993 har veksten i sparingen stoppet opp, og kombinert med økte boliginvesteringer førte dette til at nettofinansinvesteringsraten falt fra 7,6 prosent i 1993 til 3,5 prosent i 1995 for deretter å være stabil.

Husholdningssektoren

Findatr bruker i hovedtrekk samme definisjon av husholdningssektoren som kredittmarkedsstatistikken og i nasjonalregnskapet.

Sektoren omfatter i første rekke alle fysiske personer som er hjemmehørende i Norge uavhengig av statsborgerskap. I kredittmarkedsstatistikken splittes husholdningssektoren i følgende undersektorer avhengig av den viktigste inntektskilden til husholdningen som helhet: *Personlige foretak, personlig næringsdrivende (enkeltmannsforetak) og lønnstakere, pensjonister, trygdede, studenter o.a.* I tillegg inneholder sektoren *private ikke-forretningsmessige konsumentorienterte institusjoner*. Dette er ideelle organisasjoner som idrettslag, foreninger, yrkessammenslutninger, legater osv. Ifølge nasjonalregnskapet hadde de ideelle organisasjonene en disponibel inntekt på 26 milliarder kroner, mens sparingen og netto finansinvesteringen var på henholdsvis 2,0 og 0,6 milliarder kroner i 1996. I kredittmarkedsstatistikken blir vanligvis også poster som har ukjent sektor (ufordelt) tillagt husholdningssektoren, mens vi i Findatr som hovedregel har valgt ikke å inkludere disse.

Husholdningene er således en uensartet sek-

tor, og i mange sammenhenger vil det være ønskelig å analysere utviklingen i de enkelte undersektorer. Vi har imidlertid for dårlig data-grunnlag til å sette opp fullstendige balanser for hver av undersektorene.

Husholdninger deltar i en rekke økonomiske aktiviteter, hvorav konsum er viktigst. De kan også produsere varer og tjenester for salg i markedet eller for eget forbruk. I nasjonalregnskapet inngår produksjonsvirksomhet i husholdningssektoren når medlemmenes personlige økonomi er integrert med økonomien i deres forretningsvirksomhet, fordi det da er vanskelig å skille mellom husholdningen som en produksjonsenhet og konsumentenhet. Dette gjelder for eksempel enkeltmannsforetak, personlig næringsdrivende og selskaper med ubegrenset ansvar, som sameier og ansvarlige selskaper. Borettslagene er nå en del av husholdningssektoren i Findatr, etter at den skattemessige behandlingen av dem ble endret i lovverket fra og med 1992. Vi har valgt å la borettslagene inngå som en del av husholdningssektoren også før 1992 for å unngå brudd i dataseriene.

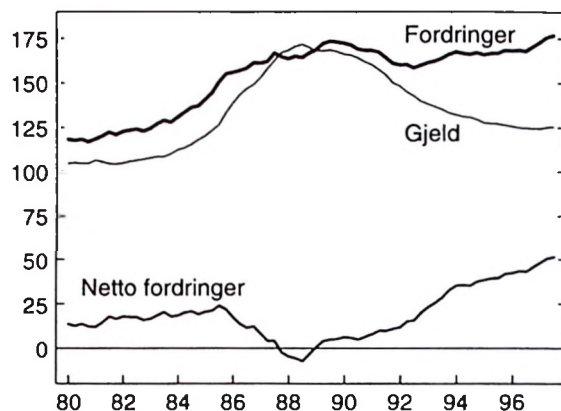
Utviklingen i netto fordringer

Sterkt bidrag fra omvurderinger

Ifølge tall fra Findatr⁴ økte husholdningenes netto finansielle fordringer fra vel 12 milliarder kroner i september 1987 til nesten 280 milliarder kroner ti år senere. Vel 122 milliarder kroner, eller nesten 42 prosent av økningen, skrev seg fra omvurderinger, mens netto finansinvesteringene bidrog med om lag 145 milliarder kroner (se ramme på neste side om elementene i beregning av finansinvesteringene). Omvurderingene tilsvarer 3 prosent av samlet disponibel inntekt i perioden.

I første del av tiårsperioden falt nettofordringene og var negative fra utgangen av 1987 til utgangen av 1988. Dette har sammenheng med at børsverdien av aksjene falt sterkt i siste kvartal 1987 som følge av børskrakket i oktober samme år. For husholdningene medførte børsfallet at verdien av deres aksjebeholdning ble redusert med over 15 milliarder kroner, som var over 0,5 prosent av disponibel inntekt det året. I tillegg var gjeldsoptakene større enn investeringene i finansaktiva i denne perioden. Fra 1989 har nettofordringene vært stigende, og nettofordringsraten⁵ (jf. figur 2) har med få unntak vært økende, fra 0,5 prosent i mars 1989 til 51,3 prosent i september 1997. Veksten var særlig sterk i slutten av perioden; i løpet av siste 12-månedersperiode fram til september 1997 økte nettofordringene med hele 57,2 milliarder kroner. Av dette stod omvurderinger alene for hele 42,7 milliarder kroner, noe som tilsvarer 7,9 prosent av

Figur 2. Husholdningenes fordringer, gjeld og nettofordringer i prosent av disponibel inntekt. Sesongjustert



Kilde: Findatr

disponibel inntekt i 1997. Dette har særlig sammenheng med at aksjekursindeksen på Oslo Børs i samme periode steg med nesten 60 prosent.

Endringer i husholdningenes atferd?

Et viktig spørsmål i tiden framover er hvordan denne sterke økningen i finansformuen, som inntreffer samtidig med en kraftig økning i boligformuen, vil påvirke husholdningenes atferd. Et moment i denne sammenhengen er at de omvurderingsgevinstene som tilfaller husholdningene, sannsynligvis er skjevt fordelt. Selv om det de siste årene har vært en kraftig økning i antallet personer som har investert i verdipapirfond, er det fortsatt grunn til å tro at en stor del av omvurderingsgevinstene tilfaller høyinntektsgrupper med lav marginal konsumtilbøyelighet. Ved analyse av tallmaterialet er det viktig å ta hensyn til at det er et markert kvartalsmønster i netto finansinvesteringene, og at investeringene i de to siste kvartaler i et kalenderår normalt er lavere enn i de to første. I figur 3 har vi derfor valgt å se på netto finansinvesteringene for løpende firekvartalers perioder. Figuren viser en viss nedgang i netto finansinvesteringene i tredje kvartal 1997 sammenlignet med de to foregående kvartaler, men nedgangen er foreløpig så svak at det er vanskelig å si om dette innebærer et omslag i husholdningenes tilpasning som følge av den sterke bedringen i finansformuen.

⁴ Ideelt sett skal de netto finansinvesteringer som beregnes i nasjonalregnskapet og i Findatr være like. Siden mange av de størrelsene som inngår i beregningene, ikke er direkte observerbare, og ettersom det i tillegg må gjøres skjønnsmessige forutsetninger både i nasjonalregnskapet og i Findatr, er det ikke overraskende at det kan oppstå relativt store avvik mellom de to beregningsmåtene. I begge metodene blir netto finansinvesteringene residualt bestemt slik at relativt små avvik i de bakenforliggende størrelser kan gi relativt store avvik i residualene. Når størrelsen på avvikene skal vurderes, må de derfor ses i sammenheng med størrelsen på fordringene, gjelden og inntektene i alt. Hiittil på 1990-tallet har de to ulike beregningsmåtene likevel gitt god overensstemmelse. For perioden 1990-1996 har det samlede avviket vært på bare 2 mrd. kr.

⁵ Husholdningenes fordringer, gjeld og nettofordringer beregnes i løpende verdier i Findatr. For å få et bedre bilde av utviklingen i disse størrelsene konstrueres såkalte fordrings-, gjelds- og nettofordringsrater. Fordringsraten for et kvartal defineres her som sesongkorrigerte fordringer regnet i prosent av beregnet disponibel inntekt dette kvartalet. Gjelds- og nettofordringsratene defineres tilsvarende.

Beregning av netto finansinvesteringer i Findatr

Husholdningenes netto finansinvesteringer for en periode beregnes ved å ta utgangspunkt i deres *beholdninger* av fordringer og gjeld ved inngangen og utgangen av perioden. Først beregnes nettofordringer på disse tidspunktene som differansen mellom alle fordringsposter og alle gjeldsposter målt til markedsverdi.

Nettofordringsendringen i perioden beregnes som differansen mellom nettofordringene ved periodeslutt og periodestart.

Omvurderinger i perioden er endringer i fordrings- og gjeldsposter som skyldes prisendringer, opp- og nedskrivninger og endringer i sektoromfang og objektsinndeling. Netto omvurderinger i perioden beregnes som differansen mellom omvurderinger av alle fordrings- og gjeldsposter i perioden.

Husholdningenes netto finansinvesteringer i perioden er transaksjoner i fordrings- og gjeldsposter gjennom avtaler med andre enheter i økonomien. De beregnes som netto fordringsendring fratrukket netto omvurderinger.

I spalten ved siden av gjengis gangen i beregningene stikkordmessig.

Finansielle beholdninger pr. dato

- Fordringer pr. dato
- Gjeld pr. dato
- = Nettofordringer pr. dato eller
Netto finansformue pr. dato

Finansielle strømmer pr. periode

- Nettofordringer ved periodeslutt
- Nettofordringer ved periodestart
- = Nettofordringsendring i perioden

Omvurderinger i perioden

- Omvurderinger av fordringsposter
- Omvurderinger av gjeldsposter
- = Netto omvurderinger

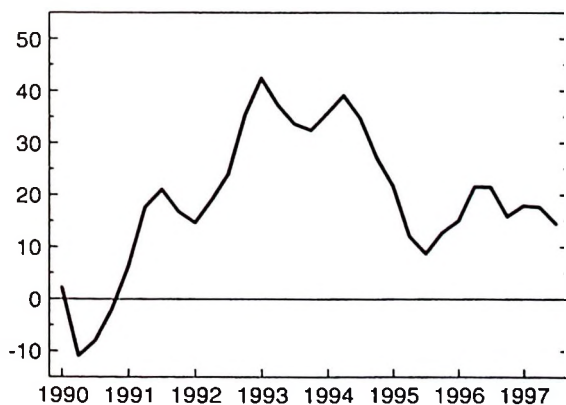
Finanstransaksjoner i perioden

- Netto fordringsendring
- Netto omvurderinger
- = Netto finansinvesteringer

Forsikringskravenes spesielle stilling

Utviklingen i netto fordringsposisjonen har medført at husholdningenes finansielle stilling nå tilsynelatende er langt bedre enn den var på

Figur 3. Husholdningenes netto finansinvesteringer over løpende firekvarterers perioder. Milliarder kroner



Kilde: Findatr

1980-tallet. Et moment i denne sammenheng er imidlertid at en stor andel av fordringene er forsikringskrav, og at anslagsvis 75 prosent av disse relaterer seg til kollektive avtaler. Forsikringskrav består i hovedsak av de reserver som livsforsikringsselskaper og kommunale og private pensjonskasser og -fond har bygd opp for å møte fremtidige utbetalinger som følge av sitt forsikringsansvar. Videre omfatter forsikringskrav også husholdningenes andel av skadeforsikringsselskapenes tekniske reserver. Disse fordringene har en annen karakter enn for eksempel bankinnskudd og verdipapirer, ettersom de på kort sikt ikke kan omgjøres til likvider og brukes til å dekke utgifter og konsum. Holder vi forsikringskravene utenfor ved beregningen, viser det seg at husholdningenes nettofordringer er negative i hele tiårsperioden, men stigende fra -117 til -55 milliarder kroner. Et annet forhold som derimot trekker i motsatt retning, er at vi har lagt oss på en lav verdsetting av husholdningenes ikke børsnoterte aksjer sammenlignet med de børsnoterte aksjene, der vi bruker markedsverdi. Det er

**Tabell 1. Husholdningenes fordringer og gjeld etter finansobjekt pr. 3. kvartal de enkelte år.
Milliarder kroner**

	1987	1991	1994	1996	1997
Fordringer i alt	501,6	650,2	766,4	862,3	960,7
Sedler og mynt	21,8	26,0	32,2	33,5	33,6
Bankinnskudd	207,0	266,3	292,3	312,2	325,8
Obligasjoner mv.	19,6	14,2	9,8	8,5	9,3
Aksjer og grunnfondsbevis	55,6	59,8	74,7	91,5	118,5
Forsikringskrav	129,4	207,2	261,2	303,6	334,4
Verdipapirfondsandeler	2,3	8,9	19,8	32,7	54,2
Utlån og andre fordringer	65,9	67,8	76,4	80,3	84,9
Gjeld i alt	489,2	611,4	603,1	640,0	681,2
Lån	440,6	554,2	551,7	595,3	615,5
- forretnings og sparebanker	225,6	277,1	306,5	370,1	427,2
- kreditt- og finansieringsselskap	45,3	68,6	44,4	36,7	36,1
- forsikringselskap	38,8	51,5	47,7	42,1	30,2
- statlige låneinstitutter mv.	96,4	127,6	128,6	124,7	122,0
- andre	34,5	29,4	24,5	21,6	24,5
Annen gjeld	48,2	56,7	50,5	66,2	65,7
Nettofordringer	12,4	38,8	163,3	222,3	279,5
Fordelt på debitorsektorer:					
Offentlig forvaltning	-8,9	-12,9	-1,2	-1,2	-1,1
Statlige låneinstitutter mv.	-76,4	-105,6	-102,0	-94,6	-88,2
Forretningsbanker, sparebanker, postb.	-7,6	-8,2	-10,4	-47,1	-88,2
Kreditt og fin.selsk	-37,5	-62,7	-39,3	-38,5	-32,6
Forsikring	88,6	152,6	209,5	257,7	301,2
Andre	54,3	75,6	106,8	146,0	188,4

gså et poeng at den økende andelen som verdipapir direkte og indirekte utgjør av nettofordringene, sannsynligvis har bidratt til at husholdningene er mer rentefølsomme⁶ nå enn på 1980-tallet.

Husholdningenes fordringer

Sammenhengende vekst

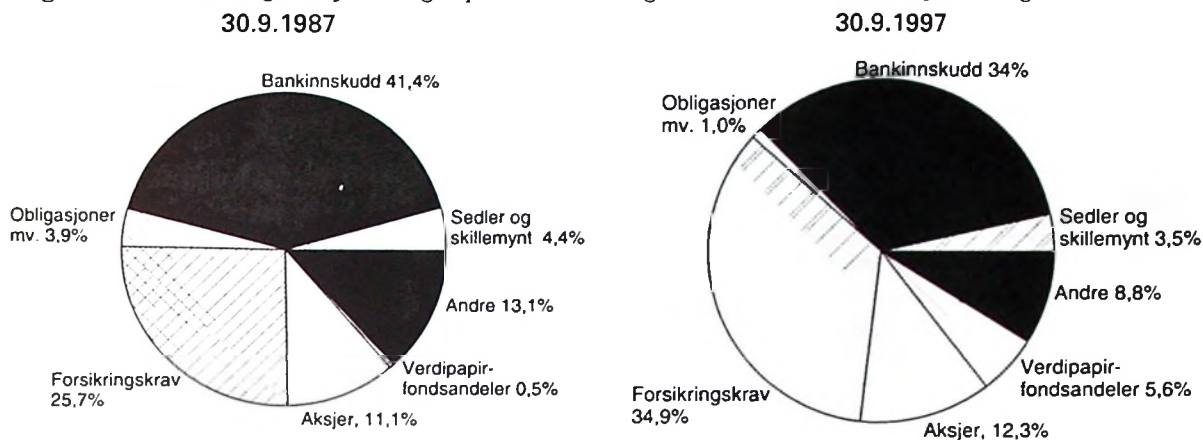
Husholdningenes fordringer har vokst uavbrutt i hele tiårsperioden fram til september 1997. Fra et nivå på 501,6 milliarder kroner i 3. kvartal 1987 har fordringene vokst til 960,7 milliarder kroner i 3. kvartal 1997, en nominell økning på 92 prosent (jf. tabell 1). Selv om vi deflaterer med konsumprisindeksen, er realverdien av fordringene 58 prosent høyere ved utgangen av 3. kvartal 1997 enn ved utgangen av tredje kvartal 1987. Fordringsraten, som viser forholdet mellom husholdningenes fordringer og disponibel inntekt, økte fra 167 prosent i 3. kvartal 1987 til vel 177 prosent i 3. kvartal 1997 (jf. figur 2).

⁶ Jf. ramme om husholdningenes rentefølsomhet i inflasjonsrapporten.

Endringer i fordringenes sammensetning

Sammensetningen av husholdningenes fordringer har også endret seg betydelig over tiårsperioden fram til september 1997 (jf. figur 4). De tre største finansielle aktivaposter for husholdningssektoren er bankinnskudd, forsikringskrav og aksjer og grunnfondsbevis. I tredje kvartal 1987 utgjorde bankinnskuddene 41 prosent, forsikringskravene 26 prosent og aksjer og grunnfondsbevis 11 prosent. Den relative fordeling ved utgangen av 3. kvartal 1997 viser at bankinnskudd og forsikringskrav nå utgjorde hhv. 34 og 35 prosent, mens aksjer og grunnfondsbevis utgjorde 12 prosent av de samlede fordringer. Bankinnskuddenes andel av husholdningenes totale fordringer ble redusert med 7 prosentpoeng i tiårsperioden, mens forsikringskravenes andel økte med 8 prosentpoeng. En annen fordringspost som har vokst betydelig de senere år, men riktignok fra et lavt nivå, er andeler i verdipapirfond, som aksjefond, obligasjonsfond, rentefond mv. Fra å ha en andel på 0,5 prosent ved utgangen av 3. kvartal 1987 har denne posten nå en andel på 5,6 prosent.

Figur 4. Husholdningenes fordringer pr. 30.9.1987 og 30.9.1997. Prosentvis fordeling



Kilde: Findatr

Kilde: Findatr

Omvurderinger av fordringsposter

Endringer i husholdningenes fordringer kan dekomponeres i endringer som skyldes omvurderinger og endringer som skyldes transaksjoner. De viktigste omvurderingsposter for husholdningene på fordringssiden er kursendringer på børsnoterte aksjer og verdipapirfondsandeler samt endringer i verdien av forsikringskrav. For eksempel har den sterke børskursoppgangen i 1996 og 1997 gjort at husholdningene har fått store omvurderingsgevinster på sine beholdninger av aksjer og verdipapirfondsandeler. I løpet av det siste året, fra utgangen av 3. kvartal 1996 til utgangen av tredje kvartal 1997, økte

husholdningenes fordringer med vel 98 milliarder, og vel 41 milliarder av økningen kan tilskrives omvurderinger. Omvurderinger på aksjer og verdipapirfondsandeler utgjorde nær 34 milliarder, og omvurderinger på forsikringskrav utgjorde 6,5 milliarder kroner. Av den samlede fordringsøkningen på nær 460 milliarder kroner i tidsperioden fram til 3. kvartal 1997, utgjorde omvurderinger 76,3 milliarder kroner eller nær 17 prosent. Av dette stod omvurderinger av aksjer og verdipapirfondsandeler for nær 55 milliarder, mens omvurdering av forsikringskrav stod for nær 17 milliarder kroner.

Tabell 2. Husholdningenes nettofinansinvesteringer

	1987-97		1996-97	
	Mrd. kr	Prosent	Mrd. kr	Prosent
Fordringer i alt	382,8	100	56,9	100
Sedler og mynt	11,7	3,0	0,1	21,2
Bankinnskudd	118,4	31,0	13,2	23,2
Obligasjoner mv.	-8,3	-2,2	0,0	0
Aksjer og grunnfondsbevis	26,4	6,9	4,7	8,2
Forsikringskrav	188,0	49,2	24,2	42,6
Verdipapirfondsandeler	33,8	8,8	10,1	17,8
Utlån og andre fordringer	12,7	3,3	4,6	8,0
Gjeld i alt	237,9	100	42,4	100
Lån				
- forretnings og sparebanker	228,7	96,2	57,0	134,3
- kreditt- og finansieringsselskap	-4,5	-1,9	-0,7	-1,6
- forsikringselskap	-7,5	-3,1	-11,9	-28,1
- statlige låneinstitutter mv.	35,0	14,7	-1,9	-4,6
- andre	-10,2	-4,3	2,9	6,9
Annen gjeld	-3,8	-1,6	-2,9	-6,9
Nettofordringer	144,9		14,5	

Investerer mer i verdipapirfondsandeler

Dersom vi ser på den delen av fordringsøkningen som skyldes transaksjoner, dvs. holder omvurderingene utenfor, er tendensen at husholdningene velger å plassere en stadig større andel av sine fordringer i verdipapirfond og forsikringskrav, mens bankinnskuddenes andel går ned. Av de samlede finansinvesteringene på aktivasiden siste år, på 57 milliarder kroner, utgjorde plassering i forsikringskrav 42,6 prosent, verdipapirfondsandeler 17,8 prosent og bankinnskudd 23,2 prosent (jf. tabell 2). Ved å sammenligne et finansobjekts andel av fordringene med andelen av investeringene kan vi få fram endringer i investeringsmønsteret over tid. Ut fra figur 4 ser vi for eksempel at verdipapirfondenes andel av totale fordringer er på 5,6 prosent i september 1997, mens investeringsandelen som nevnt er på 17,8 prosent, noe som indikerer at husholdningene kjøper seg opp i verdipapirfondsandeler. Det samme forholdet gjelder for forsikringskrav, hvor forsikringskravenes andel av de totale fordringene er på vel 34 prosent, mens deres andel av de finansielle investeringene er på nær 43 prosent siste år. For bankinnskuddene derimot er investeringsandelen langt 'avere enn fordringsandelen.

Husholdningenes gjeld

Ujevn og mer moderat vekst

Ved inngangen til tiårsperioden var husholdningenes samlede gjeld beregnet til om lag 490 milliarder kroner etter å ha vokst med nesten 80 prosent i treårsperioden før. I løpet av perioden økte gjelden med 39 prosent til vel 680 milliarder kroner. Deflatert med konsumprisindeksen gir dette en realvekst i gjelden på om lag 4 prosent for hele tiårsperioden, mens tilsvarende vekst i den foregående treårsperioden fram til 3. kvartal 1987 var nesten 45 prosent. Etter at den årlige veksten i husholdningenes gjeld nådde en topp på over 25 prosent i 1986, falt veksten fram til 1991, mens den var negativ fra 1991 til utgangen av 3. kvartal 1993. Deretter har årsveksten stort sett vært stigende og nådde nesten 6,5 prosent i september 1997. Selv om gjeldsveksten i husholdningene tok seg opp i 1997, var den således langt lavere enn på midten av 1980-tallet.

Gjeldsraten (jf. figur 2) var på 163 prosent i september 1987. Den nådde en topp i 1988 på vel 170 prosent, men har deretter falt gradvis til un-

der 125 prosent ved slutten av 1996. I 1997 har gjeldsraten økt svakt igjen, til 125,5 prosent ved utgangen av september. Dette er om lag samme nivå som midt på 1980-tallet.

Omvurdering av gjeldpostene

Vi har i Findatr beregnet de samlede omvurderinger av husholdningenes gjeld til i underkant av minus 46 milliarder kroner i tiårsperioden fram til 3. kvartal 1997. Det innebærer at en må legge til 46 milliarder kroner til den samlede gjeldsøkningen i perioden for å beregne husholdningenes gjeldsoptak, som da blir om lag 238 mrd. kr.

Gjeldsutviklingen gjennom perioden

Ser vi på hvordan gjelden til husholdningene har utviklet seg i tiårsperioden fra september 1987, er det naturlig å dele perioden i tre. Fra 3. kvartal 1987 til 3. kvartal 1991 økte gjelden med vel 122 milliarder kroner til 610 milliarder kroner. I denne perioden avskrev finansinstitusjonene betydelige beløp på sine utlån, og dette bidrog til at de samlede omvurderinger av husholdningenes gjeld utgjorde vel -23 milliarder kroner. Tallet for gjeldsoptak ble derfor over 145 milliarder kroner. I den etterfølgende perioden reduserte husholdningene sin gjeld, og i september 1993 var den igjen kommet under 600 milliarder kroner. Av gjeldsnedgangen på 14,8 milliarder kroner i denne toårsperioden skyldtes 12,5 milliarder kroner omvurderinger, mens bare vel 2 milliarder kroner skyldtes netto nedbetaling. Fra 1993 økte gjelden igjen, og i fireårsperioden fram til 3. kvartal 1997 var økningen på nesten

7 Kilden for informasjon om husholdningenes lån i finansinstitusjonene er de kvartalsvise balansér som disse institusjonene rapporterer til Norges Bank og Statistisk sentralbyrå. Endringer i nivået på de utlånene finansinstitusjonene rapporterer, øker når låntakerne opptar nye lån og reduseres når de betaler avdrag, men de kan også gå ned som følge av at finansinstitusjonene avskriver utlån som de vurderer som tapt. Opptak av nye lån bidrar negativt til husholdningenes netto finansinvesteringer, mens avdrag bidrar positivt. Når utlån fjernes fra finansinstitusjonenes utlån som følge av tapsavsetninger, påvirker dette ikke finansinvesteringene i Findatr, men betraktes som en omvurdering. Statistikken gjør det mulig å beregne de endringer i utlån som skyldes tapsavsetninger og netto opptak/nedbetaling av lån, men ikke hvor mye av dette som skyldes nye låneopptak og hvor mye som skyldes avdrag. På tilsvarende måte behandles også de avskrivninger skattemyndighetene gjør i sine utestående skattekrav, som inngår i «annen gjeld» for husholdningene.

85 milliarder kroner, en nominell vekst på om lag 14 prosent. I denne perioden har vi anslått omvurderingene av husholdningenes gjeld til å være om lag -10 milliarder kroner, slik at gjeldsopptaket var på nesten 95 milliarder kroner.

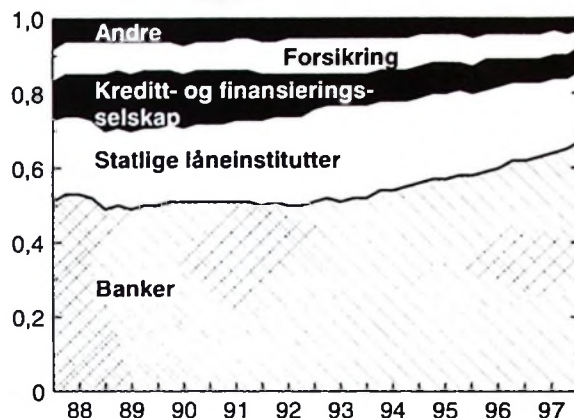
Sammensetningen av gjelden

Lån utgjør den dominerende posten på husholdningenes gjeldsside. Andelen var 90 prosent i september 1987 og var økt til 94 prosent ti år senere. I tillegg består gjelden av for eksempel påløpte ikke betalte skatter til det offentlige og påløpte ikke betalte renter til finansinstitusjonene. Rentefallet fra 1993 har således bidratt til at posten annen gjeld står for en redusert andel av gjelden. Fra september 1987 til september 1997 økte lånegjelden fra vel 440 milliarder kroner til 640 milliarder kroner, en vekst på 45 prosent. Lånegjelden økte fram til 1990-1991 til et nivå på om lag 560 milliarder kroner, for så å falle til vel 540 milliarder kroner i september 1993. Fra dette bunnpunktet og fram til 3. kvartal 1997 har lånegjelden økt nominelt med vel 18 prosent, der veksttakten har vært klart tiltakende. Således kom årsveksten pr. september 1997 opp i 7,5 prosent, mens den var 4,6 prosent ett år tidligere. Samtidig har det også skjedd store endringer i hvem husholdningene låner fra, årsveksten i lån fra bankene var eksempelvis hele 15,4 prosent pr. september 1997.

Sektorfordeling av långiverne

Figur 5 viser hvilke institusjonelle sektorer som er långivere til husholdningene. Mens om lag halvparten av husholdningenes lånegjeld var til bankene i 1987, var denne andelen økt til 67 prosent ved utgangen av 3. kvartal i 1997. Bankenes markedsandel av husholdningenes lån lå på om lag 50 prosent fra 1987 og fram til 1993, men har deretter økt gradvis fram til 1997. Samtidig har forsikringsselskapenes andel av husholdningenes lånegjeld blitt mer enn halvert, fra 10 til under 5 prosent i de siste fire år fra utgangen av 3. kvartal 1993. Dette reflekterer trolig et ønske fra forsikringsselskapene om å redusere andelen utlån i sine porteføljer - flere selskaper har solgt deler av sine utlånporteføljer til banker. Finansieringsforetakene økte sin markedsandel fra 10 prosent i 1987 til 15 prosent i 1989, mens deres andel deretter har falt til 6 prosent i 3. kvartal 1997. De statlige låneinstituttene andel har

Figur 5. Husholdningenes lånegjeld etter långiversektor



Kilde: Findatr

også falt i perioden, fra 22 prosent i 1987 til 19 prosent i 3. kvartal 1997.

Store strukturelle endringer i de sektorfordelte nettofordringer

Ser vi til slutt på hvilke sektorer som er motparten til husholdningssektorens nettofordringer (jf. tabell 1), skiller forsikringssektoren seg klart ut. Hele 80 prosent eller 213 milliarder kroner av den samlede netto fordringsøkningen over tiårsperioden er rettet mot denne sektoren, som allerede i utgangspunktet hadde stor gjeld til husholdningene. Også nettofordringene mot «andre sektorer», som her særlig består av foretak, er meget betydelige etter å ha økt med 134 milliarder kroner i løpet av perioden. Husholdningssektoren står i en netto gjeldsposisjon overfor de øvrige sektorer. Det har vært mindre endringer i nettogjelden til kredittforetak og finansieringsselskaper, og husholdningssektoren var ved utgangen av 3. kvartal 1997 om lag i balanse i forhold til offentlig forvaltning. Mens nettogjelden til statlige låneinstitutter fortsatte å øke på slutten av 1980-årene, er den blitt redusert siden 1991. I september 1997 var husholdningenes nettogjeld overfor statlige låneinstitutter like stor som overfor bankene, på 88 milliarder kroner. Den relativt store økningen i husholdningenes nettogjeld til bankene - på over 80 milliarder i tiårsperioden - skyldes både økte lån og reduserte innskudd, og illustrerer de strukturelle problemer banksektoren har ved at en stadig mindre del av utlånene til husholdningssektoren finansieres gjennom bankinnskudd, slik at bankene må finne alternative finansieringskilder.

INSTITUSJONELLE INVESTORER

Brit Fjogstad Selnes¹, rådgiver i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer i Norges Bank

Institusjonelle investorer forvalter sparemidler for husholdninger, foretak og offentlig sektor. De viktigste typene av institusjonelle investorer er forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond. Beløpene som forvaltes har økt betydelig de siste årene både internasjonalt og i Norge, og plasseres hovedsakelig i finansmarkedet. Ved utgangen av september 1997 stod norske institusjonelle investorer som eiere av 17 prosent av total markedsverdi av det norske aksjemarkedet, 40 prosent av sertifikatmarkedet og 49 prosent av obligasjonsmarkedet. Dette er mindre enn for gjennomsnittet i OECD. Institusjonelle investorers størrelse innebærer at deres atferd har stor betydning for funksjonsmåten og stabiliteten til det finansielle systemet, og at endringer i sektorens investeringsstrategier kan ha betydning for likviditeten og stabiliteten i verdipapirmarkedene.

Innledning

Finansmarkedenes viktigste funksjoner er å formidle kapital og fordele økonomisk risiko slik at produsenter får finansiert prosjekter og konsumenter får fordelt konsum over tid i tråd med egne preferanser, risikoholdning, investeringsmuligheter og nåværende og framtidig inntekt. Verdipapirmarkedet har tradisjonelt vært et supplement til finansiering gjennom finansinstitusjoner og er samtidig et alternativ til tradisjonell banksparing. I de senere årene har verdipapirmarkedet fått en mer fremtredende rolle. Verdipapirmarkedet muliggjør finansiering av lønnsomme prosjekter som ellers ikke ville blitt gjennomført. Dette gjelder først og fremst store og risikable investeringer som kan være vanskelige å finansiere for en enkelt bank. Risikable prosjekter kan finansieres ved egenkapital der private går sammen med begrensede andeler, og store prosjekter ved at långivere (inkl. banker) yter hver sin del av lånet.

Husholdningenes og foretaks sparing i verdipapirer kan skje ved direkte plasseringer i verdipapirmarkedet eller indirekte via verdipapirfond og forsikringskrav. Institusjonelle investorer driver kapitalkanaliserende og risikofordeling ved å samle inn sparemidler og overskuddslikviditet fra husholdninger og bedrifter, og plasserer disse midlene i diversifiserte verdipapirporteføljer, utlån og realkapital. De viktigste typene av institusjonelle investorer er forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond. Kapitalkanaliserende gjennom institusjonelle investorer er illustrert i figur 1².

Veksten i institusjonell sparing i Norge og OECD

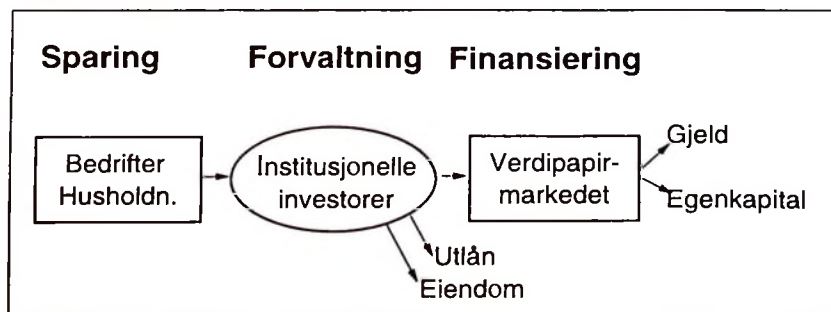
Sektorstørrelse

Det har vært en betydelig vekst i forvaltningskapitalen til institusjonelle investorer både internasjonalt og i Norge de siste to tiårene, og sektoren

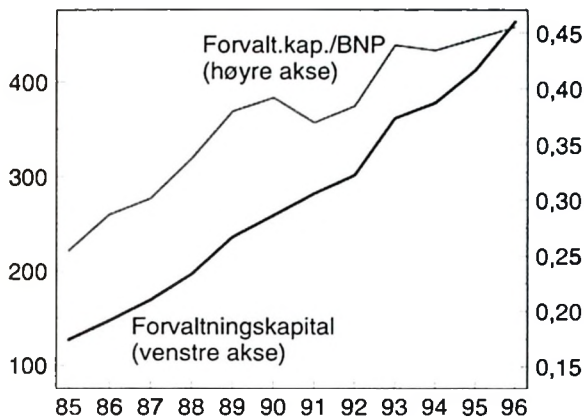
¹ Artikkelen bygger på tidligere arbeid av Randi Nøes og Marianne Sturød samt på arbeider utført i OECD. Tallmaterialet fra OECD-området baserer seg på statistikk OECD har hentet inn for institusjonelle investorer for perioden fra 1990 til 1995 og som er publisert i «Institutional Investor - Statistical Yearbook - 1997».

² I enkelte land tilbyr institusjonelle investorer også betalingsformidlingstjenester (sjekkonti på verdipapirfond ol.). Slike tjenester tilbys foreløpig ikke i det norske markedet.

Figur 1. Kapitalkanaliserende gjennom institusjonelle investorer



Figur 2. Samlet forvaltningskapital for norske institusjonelle investorer¹ målt i mrd. kr (venstre akse) og målt som andel av BNP (høyre akse). Bokført verdi²



¹ Forsikringsselskaper, pensjonskasser/-fond og verdipapirfond.

² For verdipapirfond måles forvaltningskapitalen i markedsverdi.

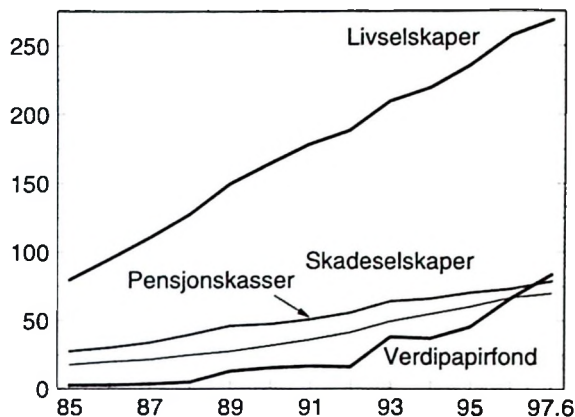
står nå for en betydelig del av aktiviteten i de internasjonale verdipapirmarkedene. Figur 2 viser utviklingen i samlet forvaltningskapital for forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond i Norge i perioden 1985-1996.

Ved utgangen av 1996 hadde norske institusjonelle investorer en samlet forvaltningskapital på 463 mrd. kr mot 127 mrd. kr ved utgangen av 1985. Sammenliknbare tall for OECD-landene finnes for perioden 1990-1995 (målt i dollar) og viser at investorene der hadde en vekst på 69 prosent i denne perioden, mens veksten i Norge var 50 prosent. Samlet forvaltningskapital for institusjonelle investorer i OECD-landene var 23 388 mrd. dollar ved utgangen av 1995.

I Norge har institusjonelle investorers forvaltningskapital målt som andel av BNP vokst fra 25 prosent i 1985 til 46 prosent ved utgangen av 1996. Sammenliknet med en del OECD-land er dette lavt. Samlet for OECD-området var andelen i underkant av 107 prosent. Det er imidlertid store forskjeller mellom OECD-landene. Institusjonelle investorer er størst i USA, Storbritannia og Nederland, der andelen var henholdsvis 171 og 162 og 158 prosent av BNP ved utgangen av 1995.

Figur 3 viser utviklingen i forvaltningskapitalen til ulike institusjonelle investorer i Norge. En ser at livselskapene er dominerende, noe som

Figur 3. Institusjonelle investorer i Norge. Forvaltningskapital i milliarder kroner. 1985-30.6.1997. Bokført verdi¹



¹ For verdipapirfond måles forvaltningskapitalen i markedsverdi.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

også gjenspeiles av at de har en andel på 54 prosent (pr. 30.06.97) av samlet forvaltningskapital. Verdipapirfondene har den høyeste vekstraten i perioden, men starter fra et svært lavt nivå. Fondenes samlede forvaltningskapital var 83,7 mrd. kr ved utgangen av første halvår 1997, som tilsvarer 31 prosent av livselskapenes samlede aktiva.

Tabell 1 viser at også i OECD-landene samlet er det forsikringsselskapene som utgjør den største gruppen av institusjonelle investorer, men de er langt mindre dominerende enn i Norge. Forsikringsselskapene forvaltet ved utgangen av 1995 8 251 mrd. dollar av totalt 23 388 mrd. dollar (vel 35 prosent). Pensjonsfond og verdipapirfond forvaltet henholdsvis ca. 25 og 24 prosent av samlede aktiva. Den store andelen til pensjonsfondene skyldes i stor grad disse fondenes betydning i USA (andel på 35 prosent).

Hva skyldes veksten i den institusjonelle sparingen?

Flere faktorer har bidratt til økt institusjonalisering av sparing. I Norge har husholdningene tradisjonelt spart via boliginvesteringer, mens den finansielle sparingen har vært svært lav eller negativ. Etter 1990, med omlegging av skattesystemet og overgang til positive realrenter, har hus-

Tabell 1. Utestående aktiva ved utgangen av 1995 fordelt på ulike typer institusjonelle investorer i OECD-området (mrd. dollar) samt gjennomsnittlig årlig vekst i perioden 1990-95 (prosent)

	Norge		EU-land		USA		Totalt OECD	
	Aktiva 1995	Årl.vekst 1990-95	Aktiva 1995	Årl.vekst 1990-95	Aktiva 1995	Årl.vekst 1990-95	Aktiva 1995	Årl.vekst 1990-95
Forsikringselskaper	45,7	(7 %)	2 823,9	(13 %)	2 828,6	(8 %)	8 250,7	(11 %)
Pensjonskasser/-fond	9,3	(13 %)	1 292,1	(8 %)	4 155,7	(11 %)	5 792,6	(9 %)
Verdipapirfond	7,2	(31 %)	1 976,8	(16 %)	2 726,8	(19 %)	5 545,4	(16 %)
Andre inst. investorer	0	(-)	133,6	(4 %)	2 159,8	(9 %)	3 798,9	(9 %)
Totalt	62,2	(9 %)	6 226,4	(12 %)	11 870,9	(11 %)	23 387,6	(11 %)

Kilde: OECD

holdningene hatt positive netto finansinvesteringer. Utviklingen i retning av økt sparing i verdipapirfond og forsikringsprodukter med sparelementer reflekterer også at bedrifter og husholdninger i større grad søker alternativer til vanlig banksparing.

Den demografiske utviklingen har også stor betydning for pensjonssparingen. Andelen eldre er økende slik at presset på de offentlige trygdeordningene øker, ettersom de fleste land har rygdeordninger som løpende finansieres over tatsbudsjettet ('pay as you go'-systemer). I mange OECD-land ønsker stadig flere å gardere seg mot sammenbrudd i statlige pensjonssystemer og sikrer fremtiden via ulike pensjonssparingsprodukter. I Norge er imidlertid den private pensjonssparingen relativt lavere enn i mange andre land. Høy statlig pensjonsdekning (Folketrygden) og den særlig lave norske statsgjelden kan være noe av årsaken til det.

Innen hele OECD-området har det vært deregulering av bank- og verdipapirmarkedene. Dette har, sammen med opphevingen av restriksjoner på internasjonale kapitalbevegelser, økt konkurransen mellom banker og andre kredittformidlere (innenlands og fra utlandet). Dette har bidratt til økt internasjonal diversifisering av finansielle plasseringer og økte finansieringsmuligheter ikke minst for store internasjonale selskaper.

Samtidig er rammebetingelser endret slik at blant annet institusjonelle investorer kapitalforvaltning og produktfordistribusjon er liberalisert. Utviklingen innen kommunikasjons- og informasjonsteknologi og økt bruk av profesjonelle porteføljeforvaltere (internasjonalt) har bidratt til økt produktinnovasjon. Det har gitt mer konkurransedyktige produkter rettet mot et bredere publikum.

Videre har nye kapitaldekningsregler for banker medført at bankene søker over til aktiviteter som fondsforvaltning, som genererer inntekter uten å (i vesentlig grad) øke kravet til ansvarlig kapital. I Norge har forsikringselskapene vært omfattet av de samme kapitaldekningsreglene som bankene, men de nye kapitalkravene for markedsrisiko, som trådte i kraft ved utgangen av 1996, omfatter ikke forsikring.

Norske institusjonelle investorer betydning i verdipapirmarkedene

Tabell 2 viser markedsverdien av institusjonenes plasseringer i aksjer, obligasjoner og sertifikater i forhold til total markedsverdi i disse markedene. Gjennomgående viser andelen at institusjonelle investorer har fått økt betydning i markedene

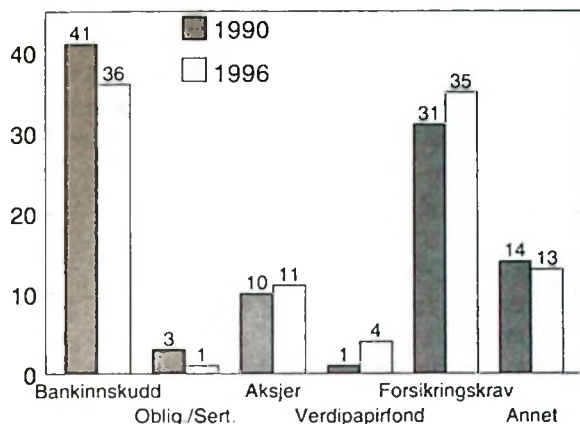
Tabell 2. Norske institusjonelle investorer
betydning i verdipapirmarkedene i Norge.
Andel av markedsverdi for VPS-registrerte aksjer,
obligasjoner og sertifikater: Prosent

	31.12. 1991	31.12. 1993	31.12. 1995	30.09. 1997
Aksjemarkedet:				
Forsikringselskaper ¹	15,5	15,7	14,3	17,2
Verdipapirfond	11,7	11,0	10,1	9,5
	3,8	4,7	4,2	7,7
Sertifikatmarkedet:				
Forsikringselskaper ¹	6,7	22,8	43,0	39,5
Verdipapirfond	4,6	16,1	30,4	28,4
	2,1	6,7	12,6	11,1
Obligasjonsmarkedet:				
Forsikringselskaper ¹	32,8	38,8	44,2	48,8
Verdipapirfond	30,9	34,0	40,4	43,9
	1,9	4,8	3,8	4,9

¹ Omfatter livselskaper, skadeselskaper og pensjonskasser og -fond.

Kilde: VPS og Norges Bank.

Figur 4. Husholdningenes finansielle aktiva fordelt på finansobjekt. Beholdninger pr. 31.12.90 og 31.12.96. Prosent



Kilde: Norges Bank

ne for VPS-registrerte verdipapirer. Samtidig har størrelsen på markedene økt betydelig i perioden. Plasseringer i utenlandske verdipapirer inngår ikke i tallene.

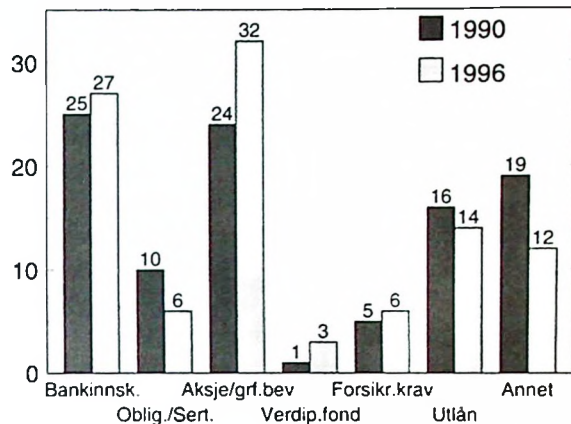
Ved utgangen av september 1997 var forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond registrert som eiere av nesten 49 prosent av total markedsverdi i obligasjonsmarkedet. Også i sertifikatmarkedet er institusjonelle investorer betydelige eiere. Norske institusjonelle investorer er imidlertid ikke spesielt dominerende i aksjemarkedet. Forskrift av 23 april 1997 om forsikringsselskapers kapitalforvaltning inneholder bestemmelser om at aksjer og andre eiendeler til sammen ikke kan utgjøre mer enn 20 prosent av forsikringsmessige avsetninger. 20-prosentregelen gjelder også for pensjonskasser. Finansdepartementet har sendt på høring forslag om å endre, eventuelt å oppheve denne regelen. Norges Bank anbefalte i sin høringsuttalelse at grensen kunne heves til i størrelsesorden 50 prosent³. Selskapene kan da i større grad legge vekt på egen soliditet, forretningsstrategi og sine langsiktige forpliktelser når de skal ta stilling til omfanget av plasseringer i aksjer.

³ Norges Banks høringsuttalelse gjengis i dette nummeret av Penger og Kreditt.

⁴ Formidling av forsikringsprodukter og fondssparing er imidlertid også blitt et viktig virksomhetsområde for bankene.

⁵ Husholdningssektoren omfatter lønnstakere, trygdede og personlige foretak.

Figur 5. Private foretaks finansielle aktiva fordelt på finansobjekt. Beholdninger pr. 31.12.90 og 31.12.96. Prosent



Kilde: Norges Bank

Sparing

Institusjonelle investorer tilbyr sparene både produkter som ikke tilbys av andre finansinstitusjoner (skadeforsikring og rene livsforsikringer) og produkter i konkurranse med tradisjonelle bankprodukter (fondsandeler og forsikringsprodukter med sparelementer)⁴. Ved å samle opp midler fra mange små investorer og plassere disse i ulike kapitalinstrumenter kan man tilby sparene risikoreduksjon gjennom diversifisering og et bredere spekter av investeringsmuligheter både med hensyn til konsumpreferanser og ønsket risiko/avkastningsprofil. Reduserte transaksjons- og informasjonskostnader og mer effektiv porteføljeforvaltning gjennom institusjonelle investorer gir for alminnelige småsparere betydelige kostnadsfordeler sammenlignet med å sette sammen egne porteføljer. Profesjonell porteføljeforvaltning vil dessuten kunne lede til økt produktinnovasjon og dermed et bredere produktspekter for sparene (et mer komplett marked).

Pensjonsfond og livsforsikringsselskaper mottar sparemidler enten direkte fra husholdningssektoren eller indirekte via arbeidsgivere⁵. I enkelte land tilbyr også skadeforsikringsselskapene produkter med sparelementer, men dette har til nå ikke vært tilfellet i Norge⁶. Fondsandeler tilbys både husholdninger, ikke-finansielle selskaper og finansinstitusjoner.

Figur 4 og 5 viser hvordan fordelingen av henholdsvis husholdningssektorens og foretakssek-

torens finansielle aktiva har endret seg fra 1990 til 1996.

For husholdningene har både forsikringskrav og fondssparing økt, målt som andel av deres totale finansielle aktiva. Fondssparingen utgjør imidlertid fortsatt en svært liten andel (4 prosent).

Andelen av *private foretaks* totale plasseringer i fond har økt noe, men utgjør fortsatt en svært liten andel av foretakenes overskuddslikviditet. Direkte plasseringer i aksjer, obligasjoner og sertifikater utgjorde rundt 34 prosent av deres totale finansielle aktiva ved utgangen av 1990 og økte til 38 prosent ved utgangen av 1996.

Nærmere om utviklingen i fondssparemarkedet

Til tross for at fondssparing foreløpig utgjør en liten andel av husholdningenes og foretakenes finansplasseringer, regnes fondene som viktige konkurrenter i innskuddsmarkedet. Figur 6 viser utviklingen i eierstruktur i verdipapirfondene i perioden fra utgangen av 1990 til utgangen av juni 1997⁷. Samlet forvaltningskapital for verdipapirfondene utgjorde ved utgangen av juni 1997 83,7 mrd. kr mot 12,9 mrd. kr⁸ ved utgangen av 1990. Som det fremgår av figuren er det særlig de siste årene veksten har vært stor.

Husholdningssektoren har hatt den klart største eierposten i hele perioden, mens foretakssektoren er den nest største investorgruppen i fonds-

markedet⁹. Til sammen har husholdningenes og foretakenes eierpost i markedet utgjort om lag 80 prosent i snitt over perioden. Forsikringsselskapene har økt sin fondsplasseringsandel i perioden med 1,5 prosentpoeng, mens bank og kredittforetakenes eierposter har gått ned fra 4 til 2 prosent av totale verdipapirbeholdninger. Utenlandske investorer er svært lite aktive i det norske fondsmarkedet.

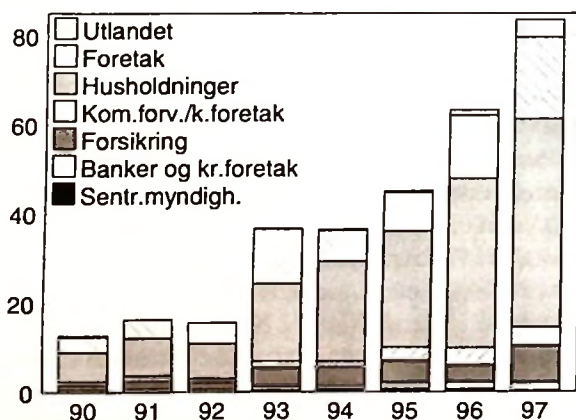
For 1994 til 1996 har vi tall for husholdningenes og foretakenes plasseringer fordelt på fondstyper, jf. tabell 3. Av totale beholdninger for husholdningene ved utgangen av 1996 på rundt 22,9 milliarder kroner var hele 50 prosent plassert i pengemarkedsfond. Andelen aksjefond (AMS pluss andre) var rundt 31 prosent ved utgangen av 1996, mot 20 prosent fra 1995. I likhet med husholdningssektoren plasserer også foretakene først og fremst i renteinstrumenter. Deres andel plassert i pengemarkedsfond var rundt 50 prosent både ved utgangen av 1995 og 1996. Det er pengemarkedsfondene som i størst grad er substituttet til bankinnskudd. Andelen plassert i obligasjonsfond gikk i perioden ned fra 48 til 30 prosent, mens en økning fant sted for aksjefond, fra 12,5 prosent til i underkant av 18 prosent.

Sammenlignet med andre OECD-land utgjør fondssparing en relativt lav andel av husholdningenes finansielle aktiva i Norge, jf. tabell 4.

Forvaltning

Aktivasammensetningen avhenger sterkt av hvilken type institusjonell investor vi se på. For fondsandeler er investeringsprofil en konkurranseparameter. For forsikringsselskaper og pensjonskasser gir forsikringsvirksomhetsloven visse begrensninger på kapitalforvaltningen. Blant annet kan maksimalt 20 prosent av de forsikringsmessige avsetningene plasseres i aksjer

Figur 6. Utvikling i verdipapirfondenes eierstruktur. Totale beholdninger pr. 31.12. de enkelte år, samt 30.6.1997. Millioner kroner



Kilde: SSB og Norges Bank

⁶ Skadeforsikringsprodukter med finansielle komponenter tilbys foreløpig bare i tre OECD-land: Japan, Sverige og Tyskland.

⁷ I Norge har forvaltningsselskapet som hovedregel ikke adgang til å oppta lån på fondets regning. Fondene er derfor så å si 100 prosent egenkapitalfinansierte.

⁸ Tall fra Verdipapirfondenes Forening viser at samlet forvaltningskapital for norske verdipapirfond var på 84,7 mrd. kr ved utgangen av desember 1997.

⁹ I foretakssektoren inngår private ikke-finansielle selskaper med begrenset ansvar samt statsforetak.

Tabell 3. Husholdningenes og foretakenes andelskapital i verdipapirfond fordelt etter fondstype. Pålydende verdi i mill.kr

	AMS-fond	Andre aksjefond	Obligasjonsfond	Pengemarkedsfond	Andre fond	Verdipapirfond totalt
<i>Husholdninger:</i>						
1994	2 399 (16,5 %)	658 (4,5 %)	3 111 (22,7 %)	7 896 (54,2 %)	294 (2 %)	14 558 (100 %)
1995	2 650 (15,2 %)	826 (4,7 %)	3 311 (17,8 %)	10 537 (60,3 %)	361 (2,1 %)	17 485 (100 %)
1996	4 887 (21,3 %)	2 114 (9,2 %)	3 593 (15,7 %)	11 217 (49 %)	1 081 (4,8 %)	22 892 (100 %)
<i>Foretak:</i>						
1994	209 (3,1 %)	614 (9,4 %)	3 150 (47,9 %)	2 469 (37,5 %)	137 (2,1 %)	6 576 (100 %)
1995	232 (3,0 %)	634 (8,1 %)	2 869 (36,5 %)	4 024 (51,2 %)	97 (1,2 %)	7 856 (100 %)
1996	425 (3,8 %)	1 544 (14 %)	3 282 (29,8 %)	5 585 (50,7 %)	182 (1,7 %)	11 019 (100 %)

Kilde: Norges Bank

Tabell 4. Krav på verdipapirfond som andel av husholdningenes utestående finansielle aktiva i en del OECD-land i perioden 31.12.1990 til 31.12.1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Frankrike	11,3 %	12,3 %	12,9 %	13,8 %	13,4 %	12,1 %
Japan	..	2,9 %	3,1 %	3,3 %	2,7 %	2,8 %
Sverige	5,9 %	5,9 %	5,9 %	7,5 %	7,7 %	8,3 %
Tyskland	4,1 %	4,5 %	4,4 %	5,4 %	5,9 %	6,3 %
USA	8,1 %	9 %	9,8 %	11,2 %	11,4 %	12,6 %
Norge	1 %	1,3 %	1,2 %	2,3 %	2,9 %	3,1 %

Kilde: OECD og Norges Bank

(jf. fotnote 3) og maksimalt 30 prosent av forvaltningskapitalen i lån som ikke er utstedt eller garantert av stat, kommune, finans- eller kredittinstitusjoner¹⁰. Det kreves også et visst samsvar mellom passiva og aktiva i den enkelte valuta.

Figur 7 viser utviklingen i aktivastruktur for pensjonskasser, livsforsikringsselskaper, skadeforsikringsselskaper og verdipapirfond i perioden fra utgangen av 1985 til utgangen av 1996.

Et tydelig felles utviklingstrekk i aktivastrukturen til forsikringsselskapene og pensjonskassene er en betydelig økning i plasseringer i verdipapirmarkedet på bekostning av utlån til kunder. Selskapene tar dermed mindre kredittrisiko ved utlån direkte over egen bok, mens de er blitt

mer sårbare for verdisvingninger i verdipapirmarkedet. Økt aktivitet av institusjonelle investorer i verdipapirmarkedene bidrar i seg selv til bedre likviditet i markedene. Samtidig er god likviditet en forutsetning for institusjonelle investors plasseringer i verdipapirer.

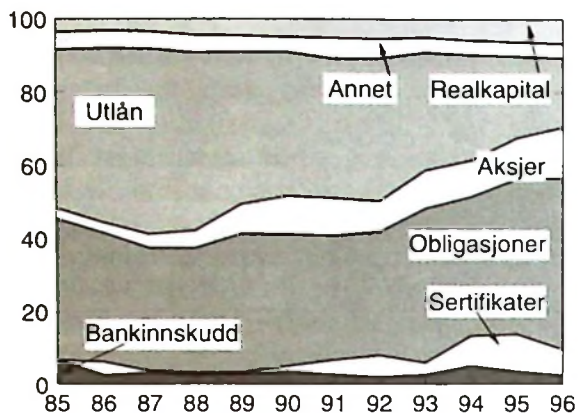
Livselskapenes plasseringer gir opphav til ulike former for risiko sett i sammenheng med selskapenes passiva¹¹. Passivarisikoen er både den forsikringstekniske risiko, dvs risiko knyttet til dødelighet og uførhet som beregnes etter aktuar-messige prinsipper, og risiko knyttet til forpliktelser selskapene har tatt på seg. Risikoen på aktivasi- den er den finansielle risikoen knyttet til selskapets plasseringer. Kredittrisiko og aksjekursrisiko kan knyttes til aktivasi- den alene, mens andre former for markedsrisiko, som renterisiko og valutarisiko i større grad knytter seg til sammenhengen mellom aktiva- og passivasi- den. Selskapene kan for øvrig bruke finansielle instrumenter utenom balansen til å styre risikoen.

10 I tillegg til 20 prosent av de forsikringsmessige avsetningene kan selskapene i prinsippet plassere et beløp tilsvarende hele egenkapitalen i aksjer.

11 Dette er grundigere drøftet av Harald Karlsen og Robin R. Nilsen i artikkelen om 'Risiko og kapitalforvaltning i livsforsikringsselskapene' i Penger og Kredit 1997/3.

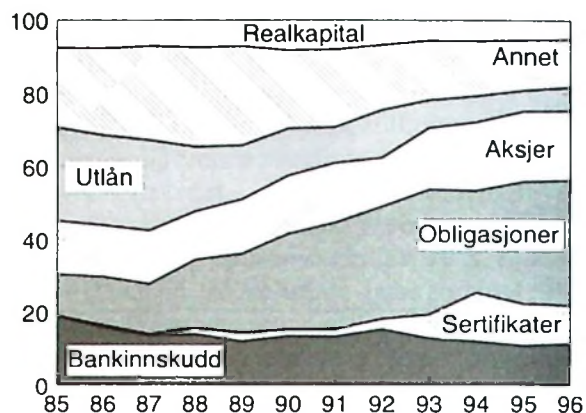
Figur 7. Norske institusjonelle investorers aktivastruktur. Prosent av forvaltningskapital

Livsforsikringselskaper



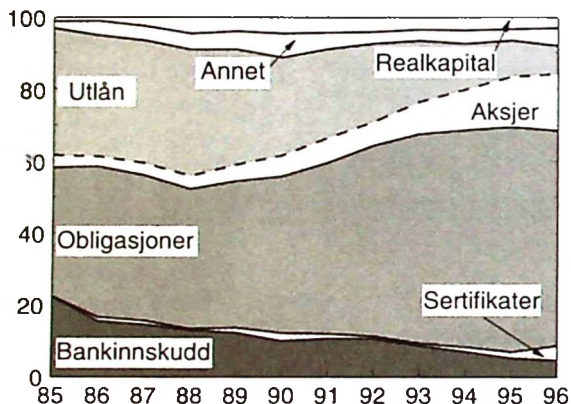
Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Skadeforsikringselskaper



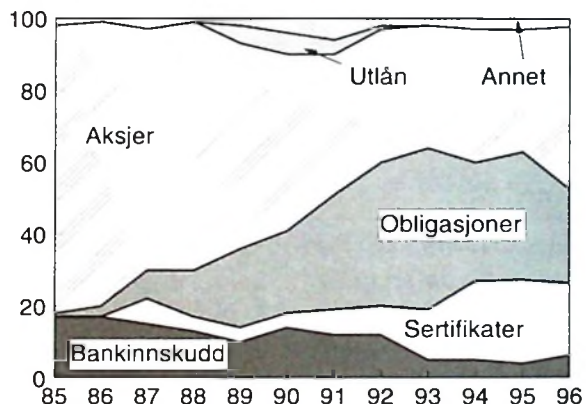
Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Pensjonskasser



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Verdipapirfond



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Livselskapene forvalter i utgangspunktet lang-siktig sparing for kundene. I Norge skal avkastningsgarantien oppfylles og overskuddet tildeles kundene med endelig virkning ved hvert årsskifte. Selskapenes egenkapital er derfor utsatt for *renterisiko* både på kort og lang sikt. Selskapene har de siste årene i økende grad investert i sertifikater, som generelt er mindre følsomme overfor renteendringer enn langsiktige obligasjoner. Samtidig har selskapene i større grad valgt å klassifisere deler av obligasjonsbeholdningen som anleggsmidler. En slik omklassifisering innebærer at selskapet i mindre grad vurderer obligasjonene som en likviditetsreserve.

Livselskapenes aksjeholdning har siden 1990 ligget rundt 10 prosent av forvaltningska-

pitalen, men har økt noe de siste to årene. Selv med dagens 20-prosentregel har de fleste selskapene fortsatt en del rom for å øke sine aksjeinvesteringer, idet bokført verdi av aksjeportefølje legges til grunn. Dersom selskapene skulle ønske å realisere kursgevinster og reinvestere i andre aksjer, vil imidlertid flere selskaper komme i en situasjon hvor 20-prosentgrensen blir en effektiv begrensning i porteføljestyringen. Livselskaper har i utgangspunktet langsiktige forpliktelser, og dette tilsier en tilsvarende lang tidshorisont for finansinvesteringene. Undersøkelser viser at aksjer over tid har gitt en høyere avkastning enn rentebærende papirer, noe som tilsier at livselskapene burde hatt en forholdsvis høy andel av aksjer i sine porteføljer. Skatte- og regel-

verksbestemmelser kan imidlertid være et hinder for en ellers optimal tilpasning for selskapene.

Pensjonskassene har i likhet med livselskapene langsiktige forpliktelser, men det stilles ikke krav om årlig avkastningsgaranti. Det innebærer at pensjonskassene kan ha en mer langsiktig investeringshorisont enn livselskapene og bedre kan bære kortsiktige svingninger i verdipapirmarkedet. Ved utgangen av 1996 var 79 prosent av midlene plassert i verdipapirmarkedet, hvorav 60 prosent i obligasjoner. Selv om aktivstrukturen i større grad synes å gjenspeile langsiktighet, vet vi imidlertid ikke noe om rentefølsomheten i obligasjonsporteføljen. Tatt i betraktning pensjonskassenes langsiktige forpliktelser, og at aksjer antas å gi meravkastning over tid¹², plasseres en relativt liten andel av forvaltningskapitalen i aksjer (16 prosent). Som nevnt tidligere gjelder 20-prosentgrensen også for pensjonskasser, og analogt med livselskapene legger regelen en effektiv begrensning på pensjonskassenes porteføljestyling.

Til tross for at *skadeselskaper* har en annen «risikonatur» på sine porteføljer enn livselskapene, har de fleste OECD-landene, herunder Norge, lik regulering av porteføljeforvaltningen i skade- og livselskapene. Skadeselskapenes forpliktelser skiller seg fra livselskapenes ved at de i hovedsak er kortsiktige, og at størrelse og tidspunkt for utbetalingene er vanskeligere å anslå. Selskapene holder derfor svært likvide porteføljer. Ved utgangen av 1996 hadde skadeselskapene 64 prosent av midlene i verdipapirmarkedet. Selskapene har en betydelig lavere andel av obligasjoner enn livselskaper og pensjonskasser, men plasserer mer i aksjer. De siste årene har aksjeandelen ligget tett oppunder grensen på 20 prosent. Skadeselskapene er således blitt mer sårbare for verdisvingninger i aksjemarkedet. Det oppveies til en viss grad ved at selskapene i samme periode økte plasseringene i sertifikatmarkedet, som bidrar til å redusere rentefølsomheten på porteføljen. Korte renter er imidlertid generelt mer volatile enn lange renter.

Verdipapirfondene er som hovedregel 100 prosent eid av andelseierne. Fondssparemarkedet tilbyr investorene fondsvarianter med ulike

markedsrisikoprofiler. Det skilles mellom aksjefond, obligasjonsfond, pengemarkedsfond og kombinasjonsfond. De siste årene er en økende andel av midlene plassert i obligasjons- og pengemarkedsfond. Generelt vil aksjefond på kort sikt ha større markedsrisiko enn obligasjonsfond, som igjen har større markedsrisiko enn pengemarkedsfond. Siden 1993 har pengemarkedsfondenes andel økt betydelig på bekostning av obligasjonsfond.

Internasjonal diversifisering: Færre restriksjoner på kapitalbevegelser mellom land har økt mulighetene for internasjonal diversifisering. Så lenge verdier på utenlandske og norske verdipapirer ikke svinger helt i takt, vil en internasjonalt diversifisert portefølje ha lavere risiko for gitt forventet avkastning enn en diversifisert portefølje av norske papirer. Utenlandske plasseringer innebærer imidlertid valutarisiko. Økte plasseringer i utenlandske papirer øker dessuten investorenes avhengighet av den internasjonale utviklingen (gjennom direkte inntekts- og formu-eseffekter).

Figur 8 viser andelen av utenlandske verdipapirer i verdipapirporteføljene til forsikringsselskaper og verdipapirfond i perioden fra 1990 til 1996.

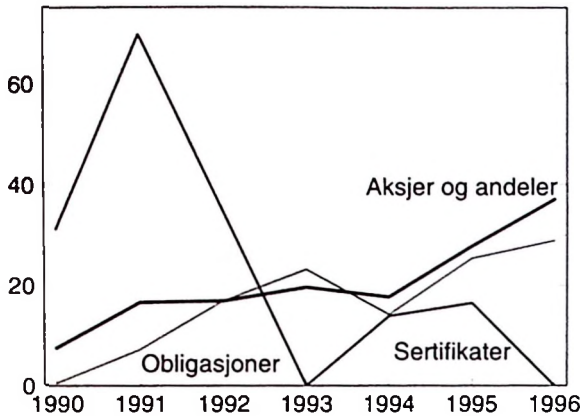
De siste årene har *livselskaper* og *pensjonskasser* økt sine beholdninger av utenlandske aksje- og obligasjonsporteføljer. Ved utgangen av 1996 var andelen henholdsvis 37 og 29 prosent. *Skadeselskapene* har tradisjonelt vært mer internasjonalt diversifiserte. Dette kan skyldes at de har større forsikringsmessige forpliktelser i utenlandsk valuta. Andelen av utenlandske sertifikater har variert betydelig i perioden både for livselskapene, pensjonskassene og skadeselskapene.

Etter forskrift om kapitalforvaltning skal forsikringsselskapenes og pensjonskassenes netto finansielle tilgodehavende i en valuta minst motsvare 80 prosent av forsikringstekniske avsetninger i samme valuta. Videre kan et selskap ikke ha negative finansielle tilgodehavende i en valuta. En stor del av selskapenes plasseringer i utenlandske papirer er valutakurssikret. Blant annet på grunn av skatteregler har livselskaper og pensjonskasser i liten grad forsikringsmessige forpliktelser i utenlandsk valuta. Denne andelen må antas å være noe høyere for skadeselskaper. Ved å valutasikre i terminmarkedet kan forsikringsselskaper og pensjonskasser likevel

¹² Se f.eks artikkel av J.P.Olsen i PK 1997/2 om 'Hvor stor del av Statens petroleumsfond bør investeres i aksjer?'.

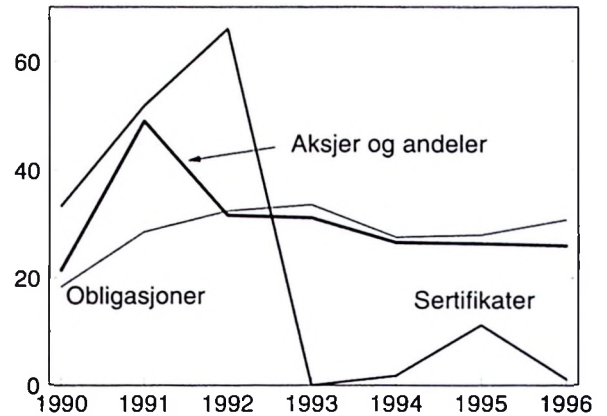
Figur 8. Internasjonal diversifisering. Andel av utenlandske verdipapirer i verdipapirporteføljene. Prosentandeler

Livsforsikringsselskaper



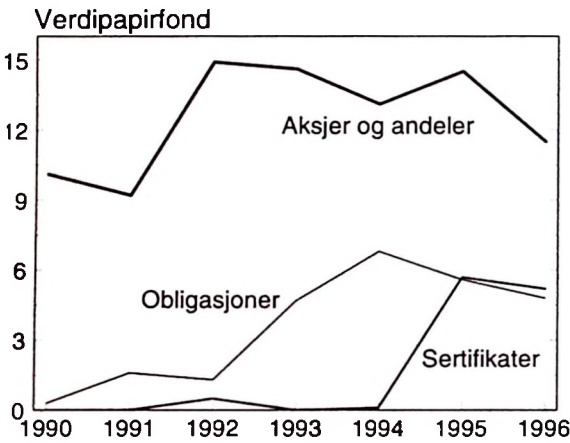
Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Skadeforsikringsselskaper



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Verdipapirfond



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

plassere i utenlandsk valuta. Valutarisiko er blant annet gjennom slik sikring antakelig ikke noen stor risikokomponent.

Verdipapirfondene plasserer mindre av sin forvaltningskapital i utenlandske papirer enn forsikrings selskaper og pensjonskasser. Det er likevel en tendens til økt internasjonal diversifisering, jf. figur 8. Utenlandsandelen er betydelig større for aksjeporteføljene enn for porteføljene av rentebærende papirer. Dette kan henge sammen med at gevinstene ved internasjonal diversifisering antas å være større i aksjemarkedene enn i obligasjons- og pengemarkedene. Forvaltningsselskapene har begrenset adgang til å valutaisikre fondenes midler, og valutarisiko kan væ-

re en vesentlig del av markedsrisikoen knyttet til utenlandske rentebærende papirer.

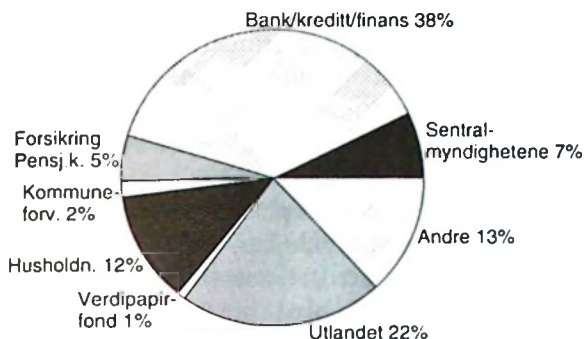
Verdiutviklingen for norske verdipapirer vil påvirkes av utviklingen på utenlandske markeder. Institusjonelle investorers økte plasseringer i verdipapirer innebærer derfor *indirekte* at sparerens avkastning i større grad påvirkes av internasjonal utvikling. Foreløpig plasserer norske institusjonelle investorer relativt lite av forvaltningskapitalen i utenlandske papirer. *Direkte* inntekts- og formueseffekter av internasjonal utvikling er derfor antakelig beskjedne.

Finansiering

Institusjonalisering av sparing impliserer et skift i sammensetningen av husholdningenes porteføljer mot en større andel langsiktige aktiva og utenlandske papirer. Verdipapirer holdes i økende grad av store informerte investorer som fatter beslutninger basert på relativ avkastning og risiko mellom ulike aktiva. Dette skulle bety at kapitalmarkedene allokere kapitalen mer effektivt og at verdipapirer blir verdsatt raskere og mer nøyaktig. Husholdningers og ikke-finansielle selskapers tilpasninger vil normalt gå saktere på grunn av høyere transaksjonskostnader og dårligere informasjon. Flere studier bekrefter at tilpasningen til endringer i avkastning er raskere desto færre reguleringer av porteføljeallokeringer som pålegges, desto lavere transaksjonskostnadene er, og desto strengere informasjonskravene er.

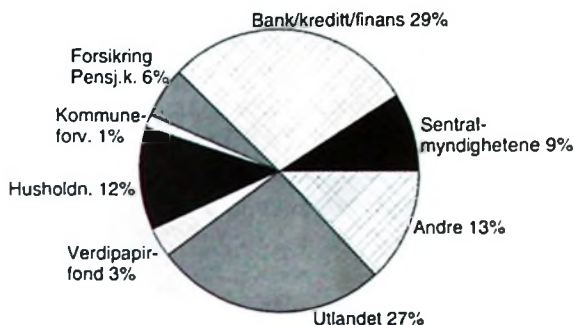
Figur 9. Private foretaks finansieringskilder

31.12.1990



Kilde: Norges Bank

30.6.1997



Kilde: Norges Bank

Økt tilbud av langsiktige kapitalmarkedsinstrumenter kan også lede til mindre avkastningsforskjeller mellom aksjer og obligasjoner. Dette kan ha en strukturell påvirkning på kapitalmarkedet ved at aksjeemisjoner blir billigere relativt til obligasjonsemisjoner.

Gjennom økt etterspørsel etter verdipapirer øker institusjonelle investorer likviditeten i verdipapirmarkedene. Økt likviditet og effektiv porteføljeforvaltning effektiviserer kapitalallokeringen. Sparerne oppnår redusert risiko for gitt forventet avkastning, mens utstederne oppnår reduserte kapitalkostnader fordi likviditetspremien er lavere og fordi det er billigere å hente inn kapital fra et fåtall store investorer enn mange små. På den annen side er institusjonelle investorer i mye større grad enn bankene avhengige av god likviditet på plasseringene sine. Gjennom «de store talls lov», lav korrelasjon mellom innskyteres uttak, og med myndighetenes sikkerhetsnett i ryggen, kan bankene transformere illi-

kvide og risikable aktiva til likvide og sikre fordringer. Institusjonelle investorer driver ikke løpetidstransformering, som er en viktig del av bankenes kredittformidlingsfunksjon¹³. Det vil derfor fortsatt være betydelige grupper av låntakere som er avhengige av bankfinansiering.

Internasjonalt har økt konkurranse mellom aktører som formidler kreditt, ført til at bankene i større grad engasjerer seg i nye finansinnovasjoner. Et typisk eksempel er den sterke veksten og innovasjonen i verdipapirisering av utlån (særlig i USA). Gjennom spesielle instrumenter kan utlån til husholdninger gjøres om til flere obligasjonsserier med ulik risikoprofil og varighet (durasjon). Poenget er å dekke behovene til spesifikke investorgrupper, som for eksempel livselskaper og pensjonsfond (obligasjoner med høy durasjon). I Norge er det foreløpig ingen slike produkter på markedet. En grunn kan være at den norske finanslovgivningen hindrer enkelte verdipapiriseringsteknikker som er vanlige i noen land.

I den grad institusjonelle investorer plasserer midler i private verdipapirer, gjør deres vekst at det blir lettere for foretak å skaffe finansiering i disse markedene. Figur 9 viser betydningen av ulike kreditorsektorer for private foretak i Norge ved utgangen av 1990 og utgangen av juni 1997.

Institusjonelle investorers direkte investeringer er foreløpig ikke noen spesielt viktig finansieringskilde for private foretak her i landet. Finansinstitusjoner (banker, kredittforetak og finansieringsselskaper) og utlandet stod for nes-

¹³ Delegering av kontrollaktiviteter til bankene innebærer dessuten at man unngår det «free rider» problemet som normalt knytter seg til investeringer i verdipapirmarkedene. Bankene har tradisjonelt også hatt andre komparative fortrinn når det gjelder å redusere kostnadene knyttet til asymmetrisk informasjon, som for eksempel bedre informasjonstilgang og etablerte kundeforhold. Disse fordelene er nok noe redusert de siste årene gjennom strengere krav til offentliggjøring av informasjon (gjennomsiktighet). Internasjonalt har utviklingen av ratingbyråer også bidratt til å redusere bankenes fortrinn med hensyn til informasjonstilgang.

ten 56 prosent av foretakenes totale finansiering ved utgangen av juni 1997 mot 60 prosent ved utgangen av 1990. Tilsvarende andeler for institusjonelle investorer var henholdsvis 9 prosent og 6 prosent. De dominerende institusjonelle investorene (forsikringselskaper og pensjonskasser) plasserer i hovedsak i statspapirer hvor likviditeten er god. Det kan derfor se ut som om økt sparing gjennom norske institusjonelle investorer i mindre grad har kommet næringslivet til gode.

Strukturendringer og stabilitet i finansmarkedene

Institusjonelle investorer trenger tilgang til sofistikerte og likvide finansmarkeder. Velutviklede markeder har en infrastruktur med godt kapitaliserte markeder, effektive og pålitelige avregnings- og oppgjørssystemer, avanserte kommunikasjons- og informasjonssystemer, et hensiktsmessig juridisk rammeverk mv. Veksten i institusjonell sektor har bidratt til at infrastrukturen i mange lands kapitalmarkeder har endret seg i denne retningen. Institusjonelle investorer har også større makt enn små investorer til å utøve press for lavere transaksjonskostnader.

Økt markedslivlighet er fordelaktig for effektiviteten i finansmarkedene og leder til reduserte kapitalkostnader. God likviditet er imidlertid en form for stordriftsfordel i den forstand at store finanssentra vil ha et konkurransemessig fortrinn, selv når tilgangen på teknologi er den samme. Veksten i sektoren av institusjonelle investorer kan derfor lede til at kapitalmarkedene blir mer sentraliserte.

Den økende andel av institusjonelle investorer er et viktig trekk i de internasjonale verdipapirmarkedene. Det er usikkert hvilken betydning

dette har for stabiliteten i markedene. Økt aktivitet av store institusjonelle investorer bidrar til bedret likviditet i verdipapirmarkedene, men samtidig er ofte god likviditet en forutsetning for disse investorenes plasseringer i verdipapirer. Det hevdes at en stor institusjonell sektor kan virke destabiliserende på verdipapirmarkedene ved at de har en tendens til å handle i flokk. I et lite marked som det norske, kan salg av større poster i verdipapirer skape stor ubalanse i markedet. På den annen side kan en stor institusjonell sektor også virke stabiliserende ved at de har et langsiktig perspektiv på sine investeringer. En stor andel av utenlandske investorer kan derimot bidra til å forsterke kursutslagene ved at de normalt legger relativt stor vekt på forventninger til den alminnelige utvikling i norsk økonomi og i valutakurser. Sammenfallende forventninger om fremtidig utvikling i finansmarkedene kan medføre salgs- eller kjøpepress i markedet. Et eksempel på dette er turbulensen i de internasjonale obligasjonsmarkedene i begynnelsen av 1994.

De siste års utvikling i Norge, med større konkurranse om sparemidler og økt sparing i verdipapirfond og forsikringsprodukter med spareelementer, er en trend som trolig vil fortsette, og som er i tråd med internasjonal utvikling på området. Tilflyt av kapital til verdipapirmarkedet vil også kunne gjøre det lettere for foretak å hente inn både egenkapital og lånekapital. Som påpekt i artikkelen samler institusjonelle investorer inn sparemidler fra husholdninger og foretak og plasserer midlene i diversifiserte verdipapirporteføljer. Profesjonelle porteføljeforvaltere kan således bidra til større konkurranse blant aktørene i verdipapirkjeden, som igjen kan gi lavere totale kostnader både for investorer og utstedere.

DATABASEN FOR FINANSIELL KONTROLL OG STATISTIKK (FIKS) - ET SENTRALT HJELPEMIDDEL FOR STATISTIKK OG ANALYSE

Olav Stensrud, rådgiver i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Norges Bank, Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå besluttet i 1994 å endre arbeidsdelingen på kredittmarkedsstatistikkområdet for banker, statlige låneinstitutter, kredittforetak, verdipapirfond og finansieringsselskaper. Formålet var å oppnå en effektiviseringsgevinst samtidig som statistikk- og regnskapsrapporteringen skulle tilpasses EØS-reglene. Arbeidet ble gjennomført i samarbeidsprosjektet FIKS ledet av Statistikkavdelingen i Norges Bank i perioden høsten 1994 til sommeren 1996. Datainnsamling, revisjon og den mest detaljerte publisering av finansstatistikk er nå samlet i Finansstatistikkseksjonen i Norges Bank. I dette arbeidet nyttes FIKS-systemet, som i tillegg til selve databasen består av verktøyet som nyttes i statistikkproduksjonen og til distribusjon av data til andre datasystemer, analyser og publisering.

For statistikkbrukerne er utgivelsen av heftet «Finansstatistikk», som kommer ut med 17 nummer i året, det mest synlige resultat av prosjektet. «Finansstatistikk» omfatter balanse- og resultatregnskapsdata samt rentestatistikk for banker, finansieringsforetak (utenom forsikring) og verdipapirfond. Et annet synlig resultat av prosjektet er at tilgangen på foreløpige data har gjort det mulig å fremskynde Statistikkavdelingens månedlige publisering av kreditt- og pengemengdestatistikken med 14 dager. I artikkelen nedenfor omtales databruk, muligheter, publisering og datakvalitet nærmere.

FIKS - datainngang, -behandling og -spredning

Data som inngår i finansinstitusjonenes balanse og resultatregnskap, samt poster utenom balansen, samles i hovedsak inn elektronisk. Dataene kontrolleres i to omganger. Etter en grovkontroll får vi foreløpige tall som inngår i siste regnskapsperiodes kredittindikator og pengemengdestatistikk, hvor vi har fremskyndet statistikken 14 dager slik at den foreligger på første virkedag i måneden etter utgangen av rapporteringsmåneden. En grundigere, logisk kvalitetskontroll klargjør data til våre publikasjoner, til den finansielle databasen FINDATR samt andre databaser og systemer. Dataene i bearbeidet form inngår i Norges Banks vurderinger og analyser av utviklingen på penge- og kredittmarkedene. Dataene nyttes også ved beregninger av lånrammer, renter etc. på deler av bankenes mellomværender med Norges Bank. Videre nyttes dataene til omfattende rapportering til OECD, IMF og BIS. Både Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank, som alle er oppkoblet mot systemet FIKS, utnytter samme datagrunnlag til ulike formål vedrørende statistikk, tilsyn og analyser.

Statistikkavdelingens publikasjon Finansstatistikk

Heftet *Finansstatistikk* omfatter statistikk for spare- og forretningsbanker, statlige låneinstitutter, Norges Bank, kredittforetak, finansieringsselskaper samt verdipapirfond. I Finansstatistikkheftet publiseres foruten månedlige balansedata også kvartalsstatistikk over resultatregnskap for banker og finansieringsforetak¹ samt utlånsrenter for banker og kredittforetak og innskuddsrenter for private banker. På årsbasis omfatter heftet dessuten statistikk over avstemt årsresultatregnskap og over finansobjekter etter sektor og valuta samt utlån og innskudd (for bankene) etter detaljert næring og etter fylke.

Det første heftet i denne serien inneholdt data for januar 1996 og ble publisert av Norges Bank i mars 1996. Publiseringen er nå fremskyndet, slik at månedsheftene normalt foreligger den tredje uken hver måned. På grunn av innrapporteringsfristene og revisjonsarbeidet i Norges Bank foreligger kvartalsheftene vanligvis ca. 8 uker etter kvartalsslutt, mens årsstatistikken skal foreligge om lag 8-9 måneder etter årsslutt. Grun-

¹ Verdipapirfondsstatistikken er i dag årlig.

net omfattende innkjøringsarbeid forelå imidlertid første hefte med årsstatistikk for 1996 først i slutten av desember 1997. Et klart mål i 1998 er å korte inn produksjonstiden bl.a. for årsstatistikken.

Datakvalitet i FIKS

De innsamlede data gjennomgår som nevnt flere logiske kontroller og avstemmingsrutiner. Disse foretas innen hver rapport og mellom ulike rapporter som henger logisk sammen. Det stilles høye krav til kvaliteten på finansstatistikken i Norge, og vårt inntrykk er at datakvaliteten fra rapportørene gjennomgående er god. Bankene, som har arbeidet med maskinelle rapporter siden starten av 1987, har generelt en høy datakvalitet, selv om det finnes unntak. Våre kontroller av bankers og finansieringsforetaks mellomværender avdekker dessuten fra tid til annen betydelige avvik mellom enkeltrapportørers fordrings- og gjeldforhold som skal henge sammen. Dette følges opp med de involverte parter.

Større omlegginger av rapporteringen fører erfaringsmessig til lavere datakvalitet i startfasen. I 1996 var omleggingen stor, særlig for finansieringsforetakene. Disse rapporterer nå data elektronisk etter samme mal som bankene. Det gjenstår ennå arbeid med å bringe datakvaliteten for enkelte av disse rapportørene opp på et akseptabelt nivå. Kvaliteten på de innsendte dataene er gjennomgående høyere fra erfarne rapportører. En klar utfordring fremover blir å få nye banker og finansieringsforetak til å rapportere data av tilfredsstillende kvalitet så raskt som mulig etter deres etablering.

Fremover vil vi satse på økt kvalitetskontroll innen og mellom de ulike finansielle sektorene i statistikken for å kartlegge og redusere avvik i rapporteringen. Vi vil her øke vår direkte kontakt med rapportørene.

Litt om informasjonsgrunnlaget - tidsserier - i FIKS

Datagrunnlaget i FIKS er så omfattende at det er vanskelig å finne ett eller noen få sentrale data-sett som bør fremheves. Således er data fra FIKS brukt i flere analyser i og utenfor Norges Bank, eksempelvis i analyser av bankkrisen, bankenes fundingsituasjon, kredittvekst, nøkkeltall vedrørende inntjening, tap o.l. og i studier av virkningen av EUs åpne marked.

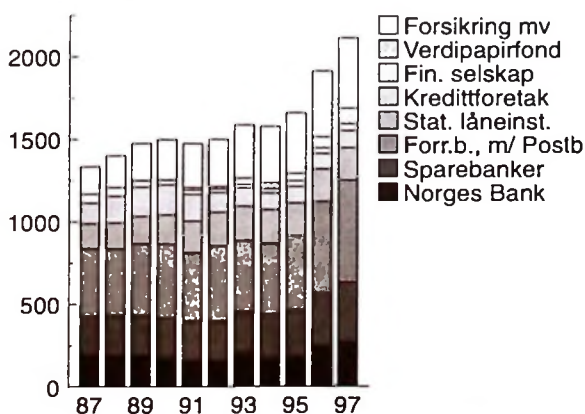
For eksempel kan dataene i FIKS-basen nyttes til å beskrive strukturutviklingen i det norske kredittmarkedet i perioden 1987-1997, illustrert ved de største sektorenes forvaltningskapital og kreditt til publikum. Figur 1 viser utviklingen i forvaltningskapital i bankene og de øvrige mest betydningsfulle grupper innenfor finanssektoren gjennom perioden, og gir dermed et grovt bilde av størrelsen og sammensetningen av det norske kredittmarkedet. (Data for forsikringssektoren er ikke innlagt i FIKS for hele perioden, men er hentet fra annen finansstatistikk fra Statistisk sentralbyrå.)

Figur 2 og 3 viser de ulike finansinstitusjonenes andeler av deres samlede forvaltningskapital i 1987 og 1997. Det fremgår at de private bankene har holdt sin andel av total forvaltningskapital stabil over perioden. Veksten i verdipapirfondene fremgår klart av figurene, likeledes at kredittforetakenes og de statlige låneinstituttene andeler har falt.

Et annet bilde av de finansielle foretakenes betydning og «markedsandeler» kan belyses av deres kredittgivning til publikum. Figur 4 illustrerer sammensetning av og samlet utestående kreditt gjennom perioden 1987-97 til publikum (kommuner, ikke-finansielle foretak og husholdninger) fra private og offentlige banker, kredittforetak, finansieringsselskaper, forsikring, kreditt via verdipapirmarkedet (sertifikater og obligasjoner) samt markedslån. FIKS er kilde til data for banker, finansieringsselskaper og kredittforetak.

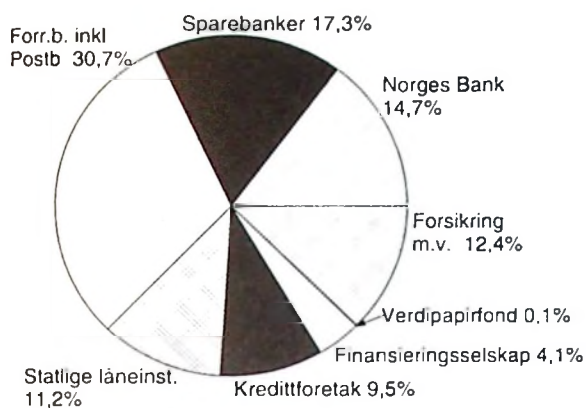
Figurene 5 og 6 viser institusjonenes relative andeler av utestående kreditt i 1987 og 1997 og

Figur 1. Forvaltningskapital 1987-1997.
Milliarder kroner



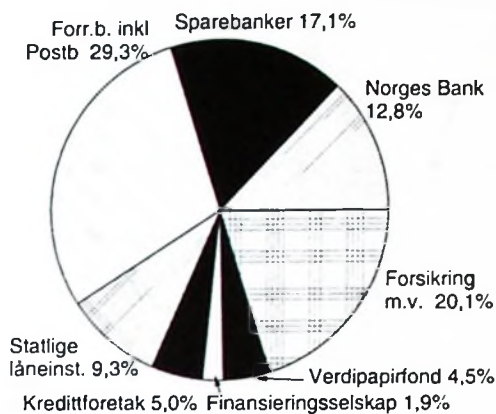
Kilde: FIKS/Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 2. Forvaltningskapital 1987, andeler



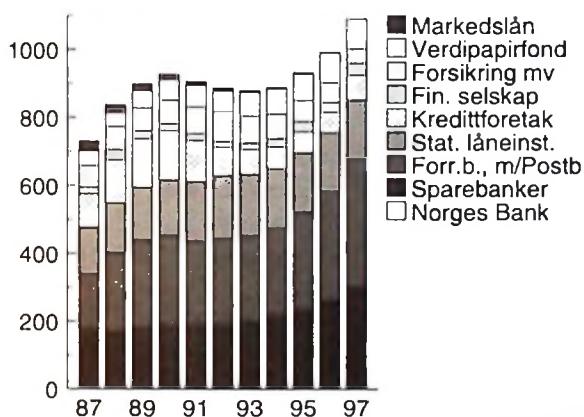
Kilde: FIKS/Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 3. Forvaltningskapital 1997, andeler



Kilde: FIKS/Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Figur 4. Kreditt til publikum fra innenlandske kilder. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

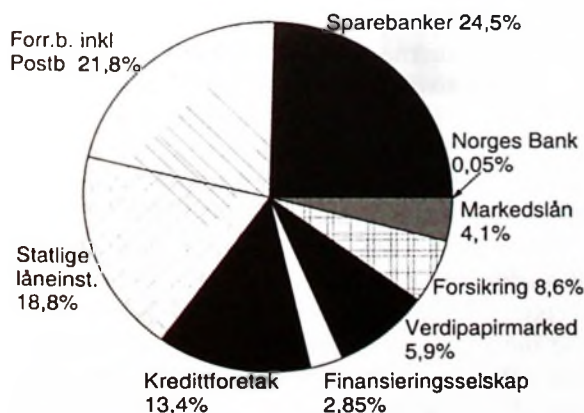
understreker de private bankenes betydelige og voksende andeler samt verdipapirmarkedenes økte rolle i kredittgivningen. Figur 5 og 6 viser også markedslånenes reduserte betydning siden slutten av 80-tallet og de statlige låneinstitutters og kredittforetakenes reduserte andeler av kredittgivningen.

I Norges Banks oppfølging av kredittutviklingen fokuseres det imidlertid i størst grad på veksten i den samlede kreditt til publikum, som illustrert i figur 7.

Figur 7 viser at fra utgangen av 1988² falt kredittveksten til publikum fra innenlandske kilder

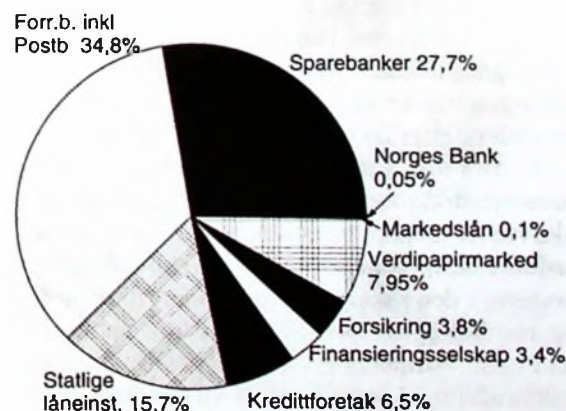
² Kredittveksten på 80-tallet var på sitt høyeste mot slutten av 1986, med en 12-månedersrate på vel 23 prosent.

Figur 5. Kreditt til publikum 1987, andeler



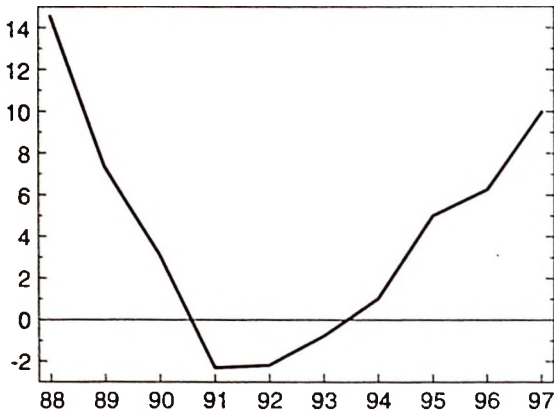
Kilde: Norges Bank

Figur 6. Kreditt til publikum 1997, andeler



Kilde: Norges Bank

Figur 7. Innenlandsk kreditt til publikum, prosentvis vekst siste 12 mnd.



Kilde: Norges Bank

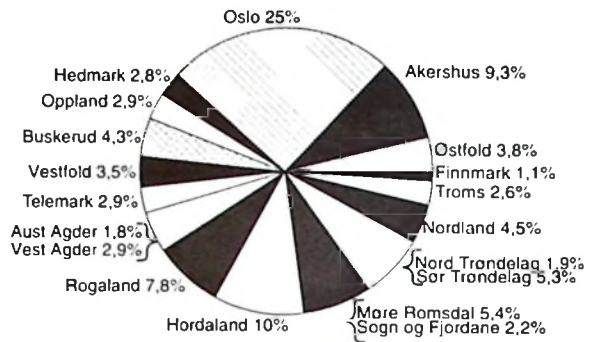
fra en årlig rate på 14,5 prosent til en negativ rate på 2,3 prosent i 1991 for deretter å øke til ca. 10 prosent ved utgangen av 1997.

FIKS-databasen kan også gi månedsdata som viser norske bankers og finansieringsforetaks samlede balanse overfor utlandet i alt, etter de ulike fordrings- og gjeldsposter, og eventuelt fordelt på utenlandske enkeltsektorer for utlån, innskudd og beholdning av verdipapirer. I hvert månedshefte av Finansstatistikk gir tabell 4 og 5 fordelingen av bankenes og finansieringsforetakenes hovedgrupper av fordrings- og gjeldsposter etter finansobjekter overfor utlandet i alt. Tabell 3 i månedsheftene gir fordeling av bankenes balanse etter finansobjekt og utenlandsk valuta.

Årlig, sist i Finansstatistikkhefte 17/97 del 1, offentliggjøres data for spare- og forretningsbankenes utlån etter låntakers fylke samt innskudd etter innskyters fylke. I heftet ble data for perioden 1991-1996 publisert. Figur 8 viser den prosentvise fordeling av spare- og forretningsbankenes utlån etter låntakers fylke i 1996. Sammenlignes denne fordelingen for 1996 med fordelingen tilbake til 1991, ligger for øvrig utlånsandelene etter låntakers fylke relativt stabilt.

Av data som hittil ikke er publisert i serien Finansstatistikk, kan nevnes finansinstitusjonenes aktiviteter utenom balansen, bankenes valutaposisjoner m.m., som institusjonene i hovedsak rapporterer i den såkalte tilleggsrapport til balanse- og resultatregnskapet. Slik statistikk publiseres nå i egne «stripehefter» fra Norges Banks statistikkavdeling. I løpet av 1998 vil tabellene i heftet Finansstatistikk bli gjennomgått med sikte på endring i innhold og presentasjonsform.

Figur 8. Spare- og forretningsbankenes utlån etter låntakers fylke i 1996. Prosentandeler



Kilde: FIKS/Norges Bank

Utvikling av FIKS

FIKS-systemet vil utgjøre kjernen i den sentraliserte datainnsamlingen for banker og andre finansielle foretak i årene fremover. Dekningen av statistikken for finansinstitusjonene vil øke ved at liv- og skadeforsikringsselskaper i løpet av 1998 vil inngå i databasen. For forsikring vil Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå stå for datainnhenting, revisjon og publisering, mens Norges Bank henter inn, reviderer og publiserer detaljerte data for bankene, statlige låneinstitutter og finansieringsforetak, inkl. verdipapirfondene. Systemet nyttes stadig mer aktivt av Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank til statistikk, utredninger og analyser mv.

Norges Bank vil publisere data fast i heftet Finansstatistikk, men statistikkbrukerne kan også bestille spesialrapporter fra databasen fra Finansstatistikkseksjonen i Norges Bank (se Finansstatistikkheftet for nærmere detaljer).

Statistikkgrunnet er i kontinuerlig endring bl.a. som følge av utviklingen i finansmarkedene. Hos brukerne av finansstatistikken endres dessuten statistikkbehovene. Vi ønsker å tilpasse statistikken løpende slik at den gjenspeiler så vel utviklingen i finansmarkedene som brukernes endrede behov. Dette gjelder både for nasjonale og internasjonale formål.

I tiden fremover krever tilpasningen til endrede nasjonale og internasjonale krav endring og utvikling av datarapportene til FIKS. Noen aktuelle momenter er utvikling av rapporter for finansielle konserner, derivater og ikke minst den løpende tilpasning til endringer i regnskapslovgivningen.

STATSPAPIRMARKEDET I NORGE

Rune Hagemann Sjøvik, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Artikkelen gir en beskrivelse av markedene for norske statssertifikater og toneangivende statsobligasjoner¹. Først orienteres om statens opplåning og auksjonskalenderen for statens emisjoner. Deretter beskrives markedene for de norske statspapirene. Til sist kommenteres skatteregler og statens opplåning i årene fremover.

Statens opplåning

De senere årene har staten hatt et betydelig finansieringsbehov samtidig med store overskudd på budsjettet før overføringer til Statens petroleumsfond. Finansieringsbehovet skriver seg blant annet fra relativt store avdrag på statens innenlandske og utenlandske obligasjonsgjeld samt betydelige utlån til de norske statsbankene. Statsbudsjettets overskudd før avsetninger til Petroleumsfondet er forskjellen mellom statens inntekter og utgifter. Blant utgiftene regnes rentene på statens gjeld. Budsjettet går i balanse etter overføringer til Petroleumsfondet, dvs. at penger avsettes til fondet slik at budsjettoverskuddet etter pengeoverføringene er lik null. Finansieringsbehovet, som omfatter statens låne-transaksjoner, består hovedsakelig av statens utlån og gjeldsavdrag, og inngår ikke i statsbudsjettets balanse.

Finansieringsbehovet kan i utgangspunktet dekkes på flere måter, eksempelvis gjennom trekk på statens kontantbeholdning i Norges Bank, nye låneopptak eller tilbakeføringer fra Statens petroleumsfond. Staten har så langt lagt opp til at tilbakeføringer fra Petroleumsfondet skal dekke det oljekorrigerede budsjettunderskuddet, som er statskassens overskudd fratrukket nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten². Fra og med 1996, da penger for første gang ble overført til fondet, har staten fortsatt med å dekke deler av det årlige finansieringsbehovet gjennom opplåning i norske statssertifikater og statsobligasjoner. Dette betyr i praksis at staten har lånt penger i Norge samtidig som overskuddet på statsbudsjettet er satt til side i Petroleumsfondet. Sett under ett har fondsavsetningene vært langt større enn gjeldsoppbyggingen, og staten har dermed økt sin netto formue.

Finansdepartementet gis fullmakt til å gjen-

nomføre statens opplåningsprogram gjennom en egen lånefullmaktsproposisjon som hvert år legges fram for Stortinget. Proposisjonen gir en total ramme for ny statsobligasjonsopplåning og et maksimalbeløp for pålydende størrelse på statens kortsiktige gjeld, som blant annet omfatter statssertifikatporteføljen.

Målsettingen for gjeldsforvaltningen er å minimere statens lånekostnader under hensyn til den risikoen opplåningen fører med seg³. Departementet tar også hensyn til hvordan statens emisjoner og avdrag i de innenlandske penge- og kapitalmarkedene påvirker likviditeten i det norske banksystemet. Dette gjelder særlig i forhold til opplåningen i sertifikatmarkedet. Valg av løpetid og volum i utleggelsene, samt periodiseringen av emisjoner og avdrag, blir tilpasset overskuddslikviditeten i det norske banksystemet. Denne likviditeten, som består av private bankers innestående på foliokonto i Norges Bank, varierer mye gjennom året, blant annet som følge av betydelige svingninger i statens inn- og utbetalinger⁴.

Statens opplåning og tilhørende instrumentbruk blir lagt opp i samarbeid med Norges Bank. Norges Bank står for den praktiske gjennomføringen av førstehåndsomsetningen av statssertifikater og statsobligasjoner.

¹ Se Prösch (1992) og (1994) for tidligere artikler om markedene for norske statspapirer.

² Se diskusjon om tilbakeføringene i Revidert nasjonalbudsjett 1997 og kommentar i St prp nr 11 (1997-98) «Om fullmakt til å ta opp innenlandske og utenlandske statslån».

³ Se St prp nr 11 (1997-98) for utdypning av rente- og refinansieringsrisiko forbundet med opplåningen.

⁴ Se Winje og Aas (1997) for beskrivelse av Norges Banks likviditetspolitikk.

Auksjonskalenderen

Førstehåndsomsetningen av de norske statspapirene skjer gjennom auksjoner. Fra og med 1993 har staten publisert årlige auksjonskalendere for statsobligasjoner. De siste årene er halvårlige auksjonskalendere for statssertifikater og statsobligasjoner blitt offentliggjort i desember og juni for de etterfølgende seks månedene.

Auksjonskalenderen gir tidspunkter for offentliggjøring, budfrist og oppgjørsdato for statens auksjoner, og publiseres via elektroniske nyhetsmedier, på internett⁵, og i form av rundskriv fra Norges Bank til finansinstitusjoner og verdipapirforetak. Markedsaktørene kjenner dermed til tidspunktene for når statens auksjoner er planlagt å finne sted, men hvilket verdipapir og volum som skal emitteres, fremkommer først av anbudsinnbydelsene som blir gjort kjent på tidspunktet for offentliggjøring av auksjonene. Auksjoner i statssertifikater avholdes typisk på mandager med offentliggjøring to virkedager i forveien og oppgjør to virkedager etter auksjonen. Auksjoner i statsobligasjoner avholdes også på mandager, men med offentliggjøring en uke før auksjonen og oppgjør tre dager etter.

Hensikten med auksjonskalendrene har vært å standardisere førstehåndsmarkedet for norske statspapirer. Staten og Norges Bank er imidlertid ikke bundet av auksjonskalenderen. Staten kan formelt sett fritt velge å avlyse auksjoner eller annonsere nye dersom for eksempel forutsetninger i Statsbudsjettet eller likviditetssituasjonen i markedet endres i forhold til det som ble lagt til grunn da kalenderen ble offentliggjort. Bortsett fra en avlyst auksjon av statsobligasjon i 1994 har staten imidlertid gjennomført alle annonserte auksjoner i statsobligasjoner og statssertifikater. Auksjonene av statssertifikater er blitt supplert med enkelte såkalte ad hoc-auksjoner. Disse er kommet i tillegg til de som har vært annonsert i auksjonskalenderen, og har vært spesielt tilpasset variasjoner i bankenes overskuddslikviditet. Ad hoc-emisjoner er bare foretatt i statssertifikater.

Detaljer omkring bud, oppgjør m.v. beskrives i anbudsinnbydelsene. Disse kan fås tilsendt fra Statslån/Verdipapirseksjonen i Norges Bank.

Statssertifikater

Siden midten av 1993 har staten foretatt månedlige salg av norske statssertifikater gjennom

regulære auksjoner. Auksjonene avholdes som flerprisauksjoner⁶, som innebærer at alle som får tildeling på sine bud skal betale den renten de har budt. Det avgis konkurrerende bud på effektiv rente og pålydende volum som skrives på egne budskjema og leveres pr. telefaks til Norges Bank gjennom verdipapirforetak registrert på Oslo Børs. Det er dermed verdipapirforetakene registrert på børsen som kan levere inn bud til Norges Bank. Budgiverne er ikke begrenset med hensyn på antall bud, budvolum, eller del av den totale tildelingen. Sertifikatene er registrert i Verdipapirsentralen (VPS).

Tildelingen i auksjonene administreres av Statslån/Verdipapirseksjonen i Norges Bank. Det kreves ingen form for deponering eller sikkerhetsstillelse for budene, men ved tildeling må betalingen på oppgjørsdagen være mottatt av Norges Bank før sertifikatene overføres til budgivers VPS-konto. Resultatet av auksjonen sendes kort tid etter budfristens utløp til godkjenning i Finansdepartementet. Departementet kan forkaste auksjonsutfallet og dermed avlyse auksjonen, men har aldri benyttet seg av denne muligheten. Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank går ut med melding om auksjonsresultatet så fort Finansdepartementet har tatt stilling til auksjonen. Budfristen er klokken 10.00, og resultatet av auksjonen annonseres til markedet vanligvis rundt en time etter budfristens utløp.

Statssertifikatene hadde lenge en størrelse på en million kroner, men nye sertifikater utstedt fra og med april 1997 har andeler på tusen kroner. Av praktiske hensyn må bud fra verdipapirforetakene avgis til Norges Bank i hele millioner kroner. Norges Bank kjøper for markedspleie vanligvis for en halv milliard kroner i auksjoner av nye sertifikatlån til en rente lik den veide renten i auksjonen.

I annenhåndsmarkedet omsettes sertifikatene over Oslo Børs. De norske statssertifikatene følger de vanlige konvensjonene som gjelder for sertifikater omsatt over børsen. Ramme 1 oppsummerer de viktigste av disse.

Norges Bank stiller bindende priser i alle statssertifikatene over Oslo Børs gjennom megler og

⁵ Se Norges Banks internettside <http://www.norges-bank.no/markedsinfo/>.

⁶ «Amerikansk auksjon» brukes også som betegnelse på denne auksjonsformen.

Ramme 1. Konvensjoner for norske statssertifikater⁷

Kvotering i markedet:

Beregning av påløpte renter:

Omregning fra rente til kurs:*

Effektiv rente

Antall kalenderdager over 365
dagers år

$$K = (100 + R) \left[\frac{1}{1 + E} \right]^{\frac{N}{365}} - \frac{A \times I \times 100}{365}$$

$$R = \frac{A + N}{365} \times I \times 100$$

*K er renkurs («clean price») i prosent av pålydende verdi, og avrundes til tre desimalers nøyaktighet. R er rentebeløpet, i prosent av pålydende verdi, som utbetales ved forfall. E er kvotert effektiv rente pr. 365 dagers år. N er antall kalenderdager til forfall. A er antall påløpte kalenderdager etter utstedelsen, dvs. oppgjøret for førstegangsemisjonen. I er nominell rentesats pr. 365 dagers år.

deltar dermed i annenhåndsmarkedet⁸. På auksjonsdagen stiller imidlertid ikke sentralbanken priser i statssertifikater som auksjoneres ut. Bakgrunnen for dette er et ønske om ikke å påvirke utfallet av auksjonen. Ved utvidelser av eksisterende sertifikatlån stiller Norges Bank priser i markedet kort tid etter at auksjonsresultatet er offentliggjort. Ved auksjoner av nye lån stilles prisene tre virkedager etter auksjonsdagen.

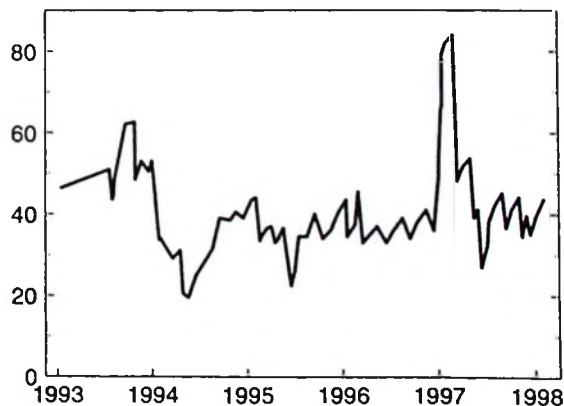
Motivet for markedspleien har vært å opprettholde og sikre et marked for kjøp og salg av statssertifikater. Markedspleien tar sikte på å være likviditetsnøytral over tid, og en relativt stor avstand mellom Norges Banks kjøps- og salgsrenter er ment å innby også andre markedsaktører til å stille priser i statssertifikatene.

Statssertifikatene utgjør en stor del av statens kortsiktige innenlandske lån. Sertifikatene er samtidig et instrument i styringen av bankenes likviditet og kan supplere Norges Banks egne likviditetsinstrumenter. Auksjonene legges derfor opp blant annet under hensyn til svingninger i bankenes overskuddslikviditet gjennom året. Valg av løpetider og emisjonsbeløp tar også sikte på å opprettholde lånevolum og et standardisert spekter av løpetider i den totale statssertifikatporteføljen. De siste årene har sertifikater eksempelvis blitt lagt ut med forfall på de såkalte IMM-datoene, som internasjonalt er mye brukte forfallsdager. Staten har typisk utestående minst

fire sertifikatlån i løpetidsområdene null til tre, tre til seks, seks til ni, og ni til tolv måneder. Nye sertifikater utvides gjerne gjennom auksjoner i månedene etter åpningen av sertifikatlånet.

Hensynet til likviditetsstyringen har blant annet medført at statens totale sertifikatgjeld har variert til dels mye. Som illustrasjon kan det nevnes at statens kortsiktige sertifikatgjeld ble kraftig økt i første kvartal i 1997 gjennom flere ad hoc-emisjoner. Bakgrunnen for dette var at Norges Bank og staten ønsket å trekke inn mye av overskuddslikviditeten som markedet ble tilført gjennom Norges Banks valutakjøp i slutten av 1996 og i januar 1997. Figur 1 viser statens sertifikatgjeld i perioden siden midten av 1993, da staten tok til med auksjoner i statssertifikater, og fram til utløpet av februar 1998. På figuren kan vi se at pålydende verdi av den totale sertifikatporteføljen på det høyeste var 84 milliarder kro-

Figur 1. Statens sertifikatgjeld. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

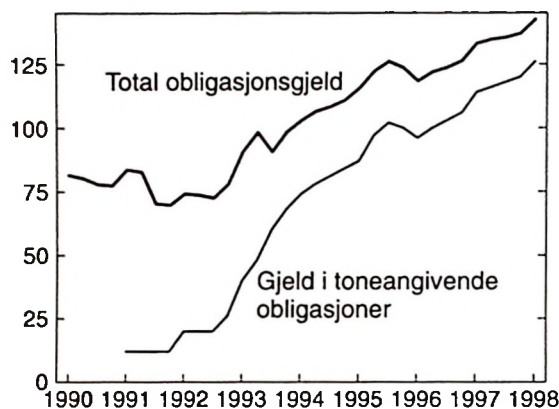
⁷ Se Norges Banks rundskriv nr. 7/9, april 1987.

⁸ Prisene kan observeres på elektroniske nyhetsmedier, eksempelvis Reuters' side NOCO og Dow Jones' side 56733, og på Norges Banks internettside <http://www.norges-bank.no/markedsinfo>.

Tabell 1. Statens sertifikatgjeld pr. utgangen av februar 1998

Verdipapirnummer (børsnummer)	Nominell rentesats (kupong)	1. utleggelse	Forfall	Utestående (pålydende)
200037 (SS47)	3,70%	09.04.1997	18.03.1998	16,5 mrd. kr
200038 (SS48)	4,00%	09.07.1997	17.06.1998	8,5 mrd. kr
200040 (SS50)	4,10%	08.10.1997	16.09.1998	7,5 mrd. kr
200041 (SS51)	4,00%	17.12.1997	18.05.1998	6,5 mrd. kr
200042 (SS52)	4,40%	07.01.1998	16.12.1998	4,5 mrd. kr
Totalt				43,5 mrd. kr

Figur 2. Statens norske obligasjonsgjeld. Milliarder kroner



Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

ner i mars 1997. Tabell 1 viser fordelingen av statens sertifikatgjeld pr. utgangen av februar 1998.

Toneangivende statsobligasjoner

De siste årene har staten konsentrert den langsiktige opplåningen til et utvalg toneangivende statsobligasjonslån. Disse har fast årlig kupong og hovedstol som i sin helhet kommer til utbeta-

ling ved forfall. Statsobligasjonene er registrert i VPS.

Hensikten med oppbyggingen av de toneangivende låneseriene har vært å standardisere første- og annenhåndsmarkedene for de norske statsobligasjonene. Dette kan bidra til å redusere statens lånekostnader i førstehåndsmarkedet. Det kan også generelt være i statens økonomiske interesse at annenhåndsmarkedet i Norge er likvid og tilbyr investorer gode muligheter for pengeplasseringer.

Figur 2 viser nivået på statens samlede norske obligasjonsgjeld gjennom dette tiåret samt den delen som består av de toneangivende statsobligasjonslånene. Differansen, som er statens portefølje av gamle avdragslån og premieobligasjonslån, er blitt redusert gjennom avdrag parallelt med oppbyggingen av de toneangivende lånene. I dag utgjør de toneangivende statsobligasjonene hoveddelen av statens innenlandske langsiktige gjeld. Tabell 2 gir en oversikt over de toneangivende statsobligasjonene og utestående volum m.v. pr. utgangen av februar 1998.

I førstehåndsmarkedet emitteres statsobligasjoner gjennom enprisauksjoner⁹: Alle som får

⁹ Betegnelsen «hollandsk auksjon» brukes også om denne auksjonsformen.

Tabell 2. Statens toneangivende obligasjonslån pr. utgangen av februar 1998

Verdipapirnummer (børsnummer)	Nominell rentesats (kupong)	Termindato	Forfall	Utestående (pålydende)
100462 (S462)	9,00%	31.01.	31.01.1999	30 mrd. kr
100466 (S466)	7,00%	31.05.	31.05.2001	24 mrd. kr
100463 (S463)	9,50%	31.10.	31.10.2002	20 mrd. kr
100465 (S465)	5,75%	30.11.	30.11.2004	24 mrd. kr
100467 (S467)	6,75%	15.01.	15.01.2007	22 mrd. kr
100468 (S468)	5,50%	15.05.	15.05.2009	6 mrd. kr
Totalt				126 mrd. kr

Ramme 2. Konvensjoner for toneangivende norske statsobligasjoner

Kvotering i markedet:	Beregning av påløpte renter:	Periode eks. kupong**:
Renkurs*	Antall kalenderdager over 365 dagers år	14 kalenderdager før termindato for obligasjonen

* Renkurs er kurs i prosent av pålydende verdi, og gis vanligvis med to desimalers nøyaktighet.

**Eks. kupong-perioden gir en grense for når kjøp av obligasjonen gir rett til den forestående kupongutbetalingen: Kupongen tilfaller den som er registrert som eier av obligasjonen på den siste virkedagen før eks. kupong-perioden. Dersom 14 dager før termindato ikke er en virkedag, regnes den påfølgende virkedagen som den første dagen i eks. kupong-perioden. Dersom termindato ikke er en virkedag, utbetales kupongen på den påfølgende virkedagen.

tilslag i auksjonen må betale den samme kursen, som er lik kursen for det laveste budet som blir gitt tildeling. De senere årene har auksjoner funnet sted to til tre ganger hvert halvår. Bud på renkurs og pålydende volum leveres på budskjema til Norges Bank. De toneangivende statsobligasjonene har en pålydende størrelse på tusen kroner. Bud kan bare leveres inn til Norges Bank i hele pålydende millioner kroner. Det er ikke anledning til å gi ikke-konkurrerende bud, dvs. bud som bare omfatter volum og aksepterer kursen som blir resultatet av auksjonen.

Alle kan delta i auksjonene og levere inn bud til Norges Bank, også utlendinger og privatpersoner. Budgiverne er ikke begrenset med hensyn på antall bud, budvolum eller del av tildelingen i auksjonene. Det kreves ingen form for sikkerhetsstillelse for budene, men tildeling av obligasjoner til budgiverens VPS-konto blir ikke foretatt før betalingen er mottatt i Norges Bank. Ved emisjon av nye obligasjoner har Norges Bank kjøpt obligasjoner for en milliard kroner av staten til en kurs tilsvarende utfallet av auksjonen.

Finansdepartementet må godkjenne ethvert auksjonsresultat. Departementet har dermed en mulighet til å forkaste auksjoner, men har aldri benyttet seg av denne muligheten. Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank offentliggjør resultatet av auksjonen til markedet kort tid etter at departementet har tatt stilling til auksjonsresultatet, vanligvis en drøy time etter budfristens utløp.

I annenhåndsmarkedet noteres og handles de norske statsobligasjonene over Oslo Børs. Ramme 2 oppsummerer sentrale konvensjoner

som gjelder for de toneangivende norske statsobligasjonene.

Norges Bank har forsøkt å legge rammer for annenhåndsomsetning av de toneangivende statsobligasjonslånene gjennom primærhandleravtaler (PHA). PHA er enkeltstående avtaler mellom Norges Bank og et utvalg verdipapirforetak registrert på Oslo Børs, der disse forplikter seg til å stille priser (kursen) i de toneangivende statsobligasjonene. Kursene skal gjelde for et maksimalt pålydende beløp på 25 millioner kroner og minimalt beløp på en million, og med en maksimumsgrense for avstand mellom kjøps- og salgskursene. Verdipapirforetakene gis rett til å kalle seg primærhandlere i norske statsobligasjoner og har en egen ordning for lån av obligasjoner fra Norges Bank. Denne låneordningen som kan benyttes eksempelvis dersom verdipapirforetakene mangler statsobligasjoner for levering, gir hver av primærhandlerne adgang til å kjøpe og selge tilbake toneangivende statsobligasjoner innenfor en ramme på pålydende 100 millioner kroner.

Primærhandlerens kurser er kontinuerlig tilgjengelig via elektroniske nyhetsmedier¹⁰. Investorer kan kontakte primærhandlerne direkte for kjøp og salg via telefonlinjer som er spesielt reservert for primærhandel. Ramme 3 lister opp primærhandlerne og telefonnumrene for primærhandel.

Systemet med PHA ble etablert i august 1995¹¹. I avtalene fram til utgangen av 1997 var primærhandlerne forpliktet til å stille bindende kjøps- og salgskurser i de toneangivende statsobligasjonene. Nye avtaler for 1998 pålegger de åtte primærhandlerne i ramme 3 å stille indikative kurser over Oslo Børs. Omleggingen til indikative priser i PHA må blant annet sees i sammenheng med børsens vedtak høsten 1997 om at

¹⁰ Reuters' side NOCR og Dow Jones' side 56736.

¹¹ Se Winje (1995) bakgrunnen for etableringen av primærhandlersystemet.

Ramme 3. Primærhandlere i 1998

Primærhandler	Telefonnummer
Christiania Markets	22 48 44 18
DnB Markets	22 94 84 10
Elcon Securities	22 33 66 09
Handelsbanken Markets	22 33 72 33
Sparebanken NOR	22 41 86 92
Sundal Collier & Co	22 01 60 35
Svenska Enskilda Banken	22 82 72 35
Unibank Markets	(+45) 33 43 86 38

markedsaktører stiller indikative priser i rente-produkter som noteres over børsen.

Norges Bank sluttet med prisstillelse i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner da primærhandlersystemet ble etablert. Grunnen til dette er at markedet synes å fungere vel, og Norges Bank ønsker ikke å påvirke de prisene som stilles. Norges Bank deltar vanligvis ikke i annenhåndsmarkedet, men ved enkelte anledninger har staten og Norges Bank kjøpt tilbake obligasjoner fra markedet i forbindelse med forfall av store obligasjonslån. Norges Bank har også foretatt transaksjoner i annenhåndsmarkedet ut fra likviditetspolitiske hensyn. Eksempelvis er det de siste årene bygget opp et system for tilførsel av likviditet til det norske banksystemet gjennom gjenkjøpsavtaler¹², som i praksis innebærer at Norges Bank kjøper og selger tilbake statspapirer i annenhåndsmarkedet. Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen gir Norges Bank full pantesikkerhet for likviditetstilførsler, og gjenkjøpsavtaler vil i tiden fremover være sentralbankens primære instrument for tilførsel av likviditet til det norske banksystemet. Kun stats sertifikater og toneangivende statsobligasjoner kan inngå som grunnlag for gjenkjøpsavtalene.

Skatteregler

Skatteloven gir regler for hvordan avkastning og gevinster og tap på de norske statspapirene skal beskattes¹³. Avkastningen er kupongrentene,

¹² Se Eidshagen og Winje (1996) for bruken av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen.

¹³ Se lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven) av 18. august 1911 nr. 8.

¹⁴ Se fotnote 2.

men gevinster og tap oppstår som følge av at kursen på statspapirene endres gjennom inntektsåret. Disse faktorene beskattes i praksis etter forskjellige prinsipper. For hovedtypene av norske investorer, eksempelvis banker, forsikringselskaper, pensjonskasser, og private personer, kommer kupongrentene fullt ut til beskatning eller til fradrag i den skattepliktige inntekten i inntektsåret avhengig av om de er å regne som renteinntekt eller renteutgift for investor. Gevinster og tap på statspapirene beskattes derimot idet investoren har fått en ubetinget rett eller plikt til å motta eller betale beløpet, dvs. når gevinsten eller tapet realiseres. For investoren kommer kursbevegelsene til beskatning i inntektsåret bare dersom hun selger statspapiret i løpet av året.

Det eksisterer ingen plikt til kildeskatt for utenlandske eiere av norske statspapirer. Beskatningen av utlendinger avhenger generelt av skatteavtaler mellom Norge og investorenes hjemland.

Statens opplåning i årene fremover

Ifølge Statsbudsjettet for 1998 regner staten med å ha nedbetalt det meste av utenlandsgjelden ved utgangen av 1998. Finansieringsbehovet vil dermed i utgangspunktet reduseres i forhold til gjeldsnedbetalingen de siste årene. I årene fremover vil imidlertid den langsiktige gjelden i de toneangivende norske statsobligasjonene komme til forfall, cf. tabell 2, noe som skaper et nytt finansieringsbehov. Etter gjeldende praksis for avsetninger til Statens petroleumsfond vil staten refinansiere den langsiktige statsgjelden i toneangivende låneserier parallelt med formuesavsetninger til Petroleumsfondet¹⁴. Det er dermed grunn til å anta at dagens system med regulære auksjoner i de toneangivende statspapirene vil kunne fortsette.

Norges Bank har lagt opp til å kjøpe utenlandsk valuta som skal tilsvare overskuddet på Statsbudsjettet før avsetninger til Statens petroleumsfond. Budsjettposter som ikke har likviditetsvirkninger i de norske pengemarkedene, eksempelvis statens renteinntekter og overføringer fra Norges Bank, medfører imidlertid at likviditetsinndragningen over statens konti samlet sett er mindre enn den kronelikviditeten som tilføres markedet via valutakjøp fra Norges Bank (salg av norske kroner). Denne ekstra likviditets-

tilførselen kan gi behov for inndragning av likviditet gjennom en økning av statens kortsiktige og langsiktige gjeld for at overskuddslikviditeten i banksystemet ikke skal endres vesentlig gjennom året. Gjeldsøkningen motsvares av statens pengeplasseringer på konto i Norges Bank, og bruken av statspapir i likviditetsstyringen medfører dermed ikke i seg selv en økning av statens netto innenlandske gjeld.

Litteraturliste

Eidshagen, Arne Werner og Winje, Pål (1996):
Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen. *Penger og Kreditt* 1996/4.

Prøsch, Terje (1992): Ny giv for statsobligasjoner. *Penger og Kreditt* 1992/4.

Prøsch, Terje (1994): Fire toneangivende statsobligasjonslån. *Penger og Kreditt* 1994/3.

Winje, Pål (1995): Primærhandlersystem for norske statsobligasjoner. *Penger og Kreditt* 1995/2.

Winje, Pål og Aas, Lars-Erik (1997): Norges Banks likviditetspolitikk - og litt om andre land. *Penger og Kreditt* 1997/2.

OPPNÅDDE STATEN GODE VILKÅR VED AUKSJONENE AV NORSKE SERTIFIKATER I PERIODEN JULI 1993 TIL FEBRUAR 1998?

Nina Langbraaten, rådgiver i Internasjonal avdeling¹, og Rune Hagemann Søvik, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, Norges Bank

I artikkelen undersøkes statens auksjoner i norske statssertifikater. Utfallet av auksjonene sammenlignes med rentene i det norske swap-markedet. Til slutt settes opp en enkel regrejonsmodell med flere forklaringsvariabler. Vi konkluderer med at det er vanskelig å påvise sammenhenger mellom variablene og hvordan staten kommer ut av auksjonene.

Auksjoner i norske statssertifikater

Staten har avholdt auksjoner i norske statssertifikater siden sommeren 1993. Auksjonene gjennomføres av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet. I denne artikkelen ser vi på hvilke resultater staten har oppnådd. Vi tar for oss data for bud, volum, renter, m.v. for auksjonene i perioden fra juli 1993 til februar 1998.

Auksjonene gjennomføres i praksis ved at verdipapirforetak registrert på Oslo Børs leverer inn bud til Norges Bank på effektiv rente og pålydende beløp. Staten ved Norges Bank fordeler deretter statssertifikatene ut til de budgivere som byr de laveste rentene (høyeste kurs). Auksjonene avholdes som flerprisauksjoner, som innebærer at budgivere som får tildelt sertifikater skal betale en kurs svarende til det rentebudet som vedkommende har gitt. Førstehåndsmarkedet for norske statssertifikater er nærmere forklart i en artikkel av Søvik i dette nummer av Penger og Kreditt.

Målsettingen med statens gjeldsforvaltning er å minimere lånekostnadene forbundet med forvaltningen av statsgjelden. Statens kortsiktige opplåning brukes også i styringen av likviditeten i det norske banksystemet og supplerer Norges Banks likviditetsinstrumenter². Kostnader forbundet med opplåning i statssertifikater må derfor også vurderes i forhold til de bindingene som følger av den pengepolitiske tilpasningen.

I denne artikkelen skal vi konsentrere oss om lånerentene i førstehåndsmarkedet for de norske statssertifikatene. Hensikten med analysen er å undersøke om det er noen sammenheng mellom ulike forklaringsvariable og hvorvidt staten kommer godt eller dårlig ut av auksjonene. Klare sammenhenger i datagrunnlaget kan være av-

gjørende for hvordan staten bør foreta opplåningen. Dersom det eksempelvis viser seg at staten oppnår relativt lave lånerenter ved små emisjonsvolumer, kan det være økonomisk gunstig for staten å spre opplåningen på flere auksjoner framfor å konsentrere den rundt et fåtall store.

Valg av sammenlignbare renter

Det kan tenkes flere måter å vurdere auksjonsutfallene på. Ved utvidelser av eksisterende statssertifikatlån kan lånerentene eksempelvis måles mot sertifikatrenter i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet. En annen målemetode kan være å sammenligne lånerentene med andre renter i pengemarkedet. Vi har valgt å sammenligne statens lånerenter, målt som veide gjennomsnittsrenter³, med midtrenter i det norske valuta-byttemarkedet (swap-markedet). Midtrenten kan representere et rimelig anslag for rentenivået i swap-markedet, ettersom vi kan anta at transaksjoner skjer i området mellom de indikative rentene for innlån og utlån⁴. Bruk av midtrenter gir oss samtidig et mål som i liten grad påvirkes av forskjellige avstander mellom innlåns- og utlånsrenter for ulike løpetider.

¹ Artikkelen ble skrevet under ambuleringsopphold i Markedsoperasjonsavdelingen.

² Se Winje og Aas (1997) for nærmere omtale av Norges Banks likviditetspolitikk.

³ Veid gjennomsnittrente i statssertifikatauksjonene beregnes ved at hvert aksepterte rentebud i auksjonen multipliseres med tilhørende budvolum for så å divideres med totalt emittert volum. Til slutt summeres delene, og dette gir den veide gjennomsnittrenten.

⁴ Swap-rentene som benyttes i denne undersøkelsen, er et simpelt gjennomsnitt av indikative rentenoteringer for fire store norske private banker.

Tabell 1. Emisjoner av norske statscertifikater fra juli 1993 til februar 1998

År	Antall auksjoner	Data for swaprenter ¹	Emittert til markedet ²	Gjennomsnittlig auksjonsrente ³	Differanse til swap-markedet ⁴
1993	6	6	22 (22)	5,62	-0,05
1994	10	9	49 (47)	6,19	-0,18
1995	12	9	37 (28)	5,64	-0,17
1996	13	12	48 (45)	4,94	-0,10
1997	17	17	88 (88)	3,91	0,01
1998	2	2	8 (8)	4,07	0,04
Totalt	60	55	252 (238)	5,05	-0,08

¹ Antall auksjoner der samtidige data for midtrenter i swap-markedet er samlet inn.

² I parentes: Tildelt volum for emisjoner hvor swap-midtrentedata er tilgjengelige. Milliarder kroner.

³ Prosent. Gjennomsnitt for alle statscertifikatauksjonene.

⁴ Gjennomsnittlig differanse mellom veid auksjonsrente og midtrenten i swap-markedet. Prosentpoeng.

Kilde: Norges Bank

Indikative inn- og utlånsrenter i swap-markedet kan observeres på elektroniske nyhetsmedier. De swap-rentene vi gjør bruk av i analysen, er beregnet (interpolert) for løpetider lik løpetiden for det statscertifikatet som auksjoneres ut. De beregnede swap-rentene er omregnet til effektive renter pr. 365-dagers år, som er rentekonvensjonen i det norske sertifikatmarkedet⁵. Alle rentene i analysen er dermed gitt som effektive renter pr. 365-dagers år.

Data for statens sertifikatauksjoner

Tabell 1 gir en oppsummering av auksjonene i statscertifikater fra juli 1993 til og med februar 1998. Av tabellen ser vi blant annet at staten i perioden har emittert for i alt pålydende 252 milliarder kroner i det norske sertifikatmarkedet gjennom 60 auksjoner.

28 av auksjonene har vært emisjoner i nye sertifikatlån. Resten, dvs. 32 auksjoner, har vært utvidelser av eksisterende lån. For 21 av utvidelsene har vi, i tillegg til det som er angitt i tabell 1, samlet inn data om kjøps- og salgsrenter i *annenhandsmarkedet* for statscertifikatene på auksjonstidspunktet. Dersom vi sammenligner renten i førstehåndsmarkedet med gjennomsnittet av kjøps- og salgsrenter for det samme statscertifikatet i annenhandsmarkedet, finner vi at differansen gjennomsnittlig er lik 0,8 rentepunkter⁶. Det ser dermed ut til at rentene i annenhandsmarkedet på tidspunktet for auksjonene er på linje med renten i førstehåndsmarkedet.

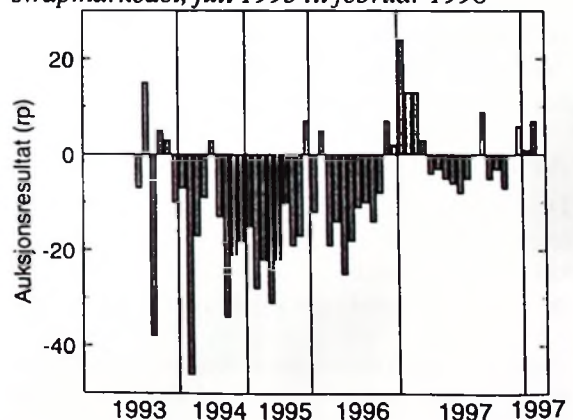
⁵ Se Søvik (1998).

⁶ Rentepunkt (rp): hundredel av et prosentpoeng.

Vi har data for sammenligning med *swap-renter* for 55 av de 60 auksjonene i tabell 1. Figur 1 viser differansen mellom lånerenten og midtrenten i swap-markedet for disse 55 auksjonene. Denne differansen vil i det etterfølgende refereres til som auksjonsresultatet. Lave tall betyr at statens lånerente er lav i forhold til swap-rentene, og dette indikerer gode auksjoner for staten.

I utgangspunktet kan vi forvente at rentenote ringer på statscertifikater ligger noe lavere en rentene i swap-markedet, blant annet fordi statscertifikatene kan sees på som trygge investeringer som ikke innebærer risiko for at låntakeren, dvs. staten, går konkurs. Likevel ser vi på figur 1 og i tabell 1 at rentene i førstehåndsmarkedet i perioden siden 1997 flere ganger har ligget over midtrenten i swap-markedet. Dette kan isolert

Figur 1. Veid auksjonsrente minus midtrente i swapmarkedet, juli 1993 til februar 1998



Kilde: Norges Bank

Tabell 2. Statens sertifikatopplåning i perioden januar 1997 til februar 1998

Auksjons- dato	Verdipapir- nummer	Forfalls- dato	Nominell rentesats	Volum til markedet	Auksjons- rente	Midtrente swap	Over- tegning ¹
02.01.97	200032	19.03.97	4,70	12 000	4,13	3,89	2,9
06.01.97	200035	17.12.97	4,30	5 000	4,00	3,87	4,3
15.01.97	200032	19.03.97	4,70	12 000	3,40	3,27	2,7
20.01.97	200036	20.05.97	3,50	12 000	3,35	3,32	2,6
03.02.97	200033	18.06.97	4,80	3 000	3,53	3,57	2,6
03.03.97	200036	25.05.97	3,50	2 000	3,49	3,52	2,1
07.04.97	200037	18.03.98	3,70	3 000	3,89	3,94	3,0
05.05.97	200037	18.03.98	3,70	2 000	3,70	3,76	3,3
02.06.97	200037	18.03.98	3,70	2 000	3,70	3,78	3,6
07.07.97	200038	17.06.98	4,00	5 000	4,16	4,21	1,3
10.07.97	200039	17.11.97	4,00	5 000	4,01	4,01	1,9
04.08.97	200039	17.11.97	4,00	4 000	4,22	4,13	1,1
01.09.97	200038	17.06.98	4,00	3 000	4,34	4,39	4,6
06.10.97	200040	16.09.98	4,10	4 000	4,07	4,10	2,9
03.11.97	200040	16.09.98	4,10	3 000	4,36	4,43	2,8
01.12.97	200037	18.03.98	3,70	5 000	3,99	3,99	2,3
15.12.97	200041	18.05.98	4,40	6 000	4,12	4,06	1,6
05.01.98	200042	16.12.98	4,40	4 000	4,32	4,31	3,1
02.02.98	200037	18.03.98	3,70	4 000	3,91	3,74	4,0

¹ Totalt budvolum dividert med volum tildelt til markedet.

Kilde: Norges Bank

sett tyde på at staten har foretatt relativt dyr opplåning i det norske pengemarkedet.

Figur 1 og tabell 1 viser for øvrig det samme bildet av statssertifikatauksjonene: Det kan virke som om auksjonene har vært relativt gode for staten i perioden til og med 1996, mens auksjonene i 1997 og så langt i 1998 ikke har vært gode. Særlig kan det virke som om auksjonene tidlig i 1997 medførte spesielt dårlige resultater for staten. Lånerentene i sertifikatmarkedet har imidlertid falt de siste årene i takt med fallende pengemarkedsrenter i Norge. Tabell 2, som oppsummerer auksjonene i perioden januar 1997 til februar 1998, viser at lånerentene var på det laveste i begynnelsen av 1997. Dermed ser vi at figur 1 og tabell 1, som ser på lånerentene relativt til swap-markedet, og tabell 2, som fokuserer på rentene isolert sett, gir til dels meget forskjellige bilder av hvordan staten har kommet ut av sertifikatauksjonene.

Auksjonsresultat og emittert volum

Det kan tenkes at auksjonsutfallet påvirkes av hvor store volumer staten auksjonerer ut i markedet. Staten kan betraktes som den dominerende risikofrie låntakeren i det norske pengemar-

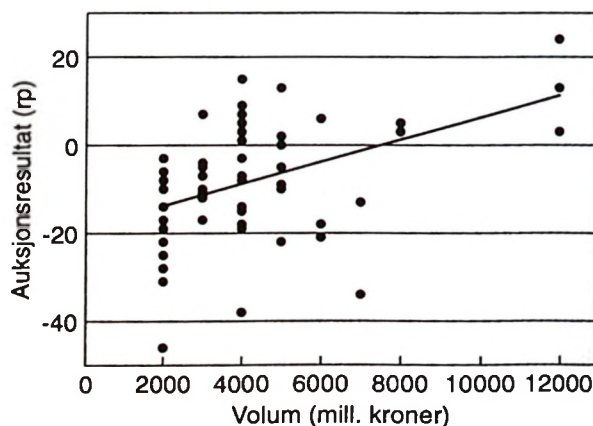
⁷ Statssertifikatene kan sees på som fri for konkurrisiko. Andre typer risiko, slik som inflasjonsrisiko, likviditetsrisiko, mv., er til stede.

⁸ Det antas normalfordeling for observasjoner av helningsparameteren. 95 prosent konfidensintervall.

kedet, og emisjonene fører til, alt annet like, en økning i tilbudet av verdipapirer i det aktuelle løpetidsområdet⁷. Et større tilbud av statssertifikater kan medføre dårligere lånevilkår for staten totalt sett. Figur 2 viser sammenhengen mellom pålydende volum auksjonert ut i markedet og differansen mellom lånerenten og midtrenten i swap-markedet. På figuren er det tegnet inn en estimert minste kvadraters regresjonslinje.

Regresjonslinjen på figuren har positiv helning. Estimeringen viser at helningskoeffisienten er signifikant større enn null⁸. Store emisjo-

Figur 2. Auksjonsresultat og emittert volum til markedet. Juli 1993 til februar 1998



Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Sammenligning av budvolum i forhold til emittert volum

År	Gj.snittlig overtegningsindeks	Laveste overtegningsindeks	Høyeste overtegningsindeks	Gj.snittlig tildelt volum mill. kr.	Gj.snittlig budvolum mill. kr.
1993	1,8	1,4	2,3	3 667	6 644
1994	2,6	1,9	3,8	4 900	11 723
1995	3,3	1,9	4,7	3 083	9 867
1996	2,3	1,1	4,0	3 692	8 044
1997	2,7	2,7	4,3	5 176	13 420
1998	3,5	3,1	4,0	4 000	14 150

Kilde: Norges Bank

Tabell 4. Gjennomsnittlig overtegningsindeks fordelt etter emisjonsvolum og auksjonsår

Emisjonsvolum, mill. kr.	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Gjennomsnitt over alle år
2 000	1,5 (1)	3,7 (2)	3,6 (6)	2,5 (2)	3,0 (3)		3,2 (14)
3 000		2,1 (2)	4,4 (1)	2,1 (5)	3,1 (4)		2,5 (12)
4 000	1,8 (5)		2,7 (3)	2,7 (4)	2,0 (2)	3,5 (2)	2,4 (16)
5 000		2,0 (1)	3,0 (2)	2,4 (1)	2,4 (4)		2,5 (8)
6 000		2,6 (2)			1,6 (1)		2,3 (3)
7 000		2,4 (2)					2,4 (2)
8 000		1,9 (1)		1,1 (1)			1,5 (2)
12 000					2,7 (3)		2,7 (3)

I parentes: Antall emisjoner

Kilde: Norges Bank

ner ser dermed i utgangspunktet ut til å medføre relativt dårlige auksjoner for staten.

Dersom tre store ad hoc-emisjoner i januar 1997 tas ut av datagrunnlaget, og en minste kvadraters regresjonslinje estimeres på ny, blir helningskoeffisienten på linjen denne gangen ikke signifikant større enn null. Hver av de tre emisjonene var på tolv milliarder kroner, jf. tabell 2, og utgjør punktene lengst til høyre på figur 2. Ad hoc-emisjonene ble gjennomført for å trekke inn den store overskuddslikviditeten som fulgte etter Norges Banks valutakjøp mot slutten av 1996 og i januar 1997. De norske swap-rentene var spesielt lave i denne perioden, blant annet på bakgrunn av forventninger i markedet om reduksjoner av Norges Banks nøkkelrenter. Dermed fremstår ad hoc-emisjonene som meget dyre for staten relativt til rentene i swap-markedet, selv om denne sertifikatopplåningen i praksis innebar lave lånerenter for staten. Dette illustrerer at vurderingen av statens auksjoner relativt til

swap-markedet er problematisk fordi swap-rentene i perioder beveger seg mye.

Emittert volum og interesse for auksjonene

Vi har ikke data som måler investorenes interesse for sertifikatauksjonene. Vi kan lage oss et mål for interessen eksempelvis gjennom konstruksjon av en overtegningsindeks⁹. Indeksen er bygget opp som totalt budvolum dividert på emittert volum. Høy indeksverdi betyr stort budvolum relativt til tildelt volum, og sees her på som et tegn på at markedet viser god interesse for auksjonen.

Dersom vi eksempelvis ser nærmere på auksjonene fra 1993 til 1997, finner vi at gjennomsnittlig overtegningsindeks var høyest i 1995 med en verdi på 3,3, jf. tabell 3. Lavest gjennomsnittlig indeks var i 1993.

Tabell 4 viser overtegningsindeksen fordelt etter emisjonsvolum og år. Av datamaterialet, som her omfatter alle de 60 auksjonene i tabell 1, ser vi at de mest hyppige emisjonsvolumene til markedet har vært 2, 3 og 4 milliarder kroner. Emisjoner i disse volumene er blitt foretatt i alt 42

⁹ Såkalt «bid-to-cover», som er en vanlig betegnelse internasjonalt på dette forholdstallet.

underlig i forhold til hypotesen om at stor spredning i budene indikerer lav interesse og dårlige auksjoner for staten. Lave t-verdier i tabell 5 indikerer imidlertid at parametrene β_1 og β_3 ikke synes signifikant forskjellige fra null.

En alternativ hypotese kan være at variablene til høyre for likhetstegnet i regresjonsmodellen i likning (1) sammen kan bidra med forklaring på auksjonsresultatene. Vi kan teste dette ved å sette opp en alternativ modell der koeffisientene β_1 , β_2 , og β_3 er alle lik null, dvs. en modell hvor ingen av variablene antas å kunne bidra med forklaring på auksjonsresultatene. Modellen er:

$$(2) \text{ Resultat}_i = \alpha + \text{feilledd}_i \quad i=1,2,\dots,55$$

Vi tar utgangspunkt i summen av kvadratet av differansen mellom faktiske og estimerte feilledd. Fra dette regner vi ut en standard F-verdi med frihetsgrader som gis av antallet dataobservasjoner og parametre i ligningene (1) og (2). Denne har verdien 6,7. Tabell for distribusjonen av F-verdier for et 95-prosent konfidensintervall indikerer at den alternative hypotesen om at alle parametrene er lik null kan forkastes med god margin. Det ser dermed ut til at budvolum, emisjonsvolum og spredningen i budene sammen kan bidra med forklaring til hvordan staten kommer ut av auksjonene i norske sertifikater.

Koeffisientene får de samme fortegnene som i tabell 5 dersom de tre store ad hoc-emisjonene på 12 milliarder i tabell 2 tas ut av datagrunnlaget. Men den kalkulerede F-verdien synker til 2,0, og den alternative hypotesen representert ved modellen i likning (2), som hevder at variablene på høyresiden av likning (1) ikke kan forklare auksjonsresultatene, kan ikke lenger forkastes ut fra et 95-prosents konfidensintervall for den kal-

kulerte F-verdien. Dermed ser det ut til at modellen i likning (1) ikke er robust med hensyn til endringer i datagrunnlaget.

Oppsummering

Vi har sett på utfallet av statens auksjoner i norske sertifikater relativt til rentene i det norske swap-markedet. Våre enkle undersøkelser indikerer i utgangspunktet at store emisjonsvolumer henger sammen med dårlig auksjoner for staten. Denne sammenhengen faller imidlertid bort dersom tre store ad hoc-emisjoner i januar 1997 tas ut av datagrunnlaget. To andre faktorer, en overtegningsindeks for budene i auksjonene og en indeks for spredning av budene, synes ikke isolert sett å kunne forklare auksjonsresultatet.

En enkel regresjonsmodell som forsøker å forklare auksjonsresultatet som en funksjon av budvolum, emitterte volum og en indeks for spredningen av budene, indikerer i utgangspunktet at disse variablene sammen kan si noe om hvordan staten kommer ut av auksjonene. Modellen er imidlertid ikke robust for estimering og testing i et underutvalg av dataobservasjoner. Det kan dermed synes som om det ikke finnes noen klar sammenheng mellom statens auksjonsresultater, målt som differansen mellom statens lånerenter i sertifikatmarkedet og midtrentene i swap-markedet, og de forklaringsvariablene vi har valgt å fokusere på i denne artikkelen.

Referanser:

- Søvik, Rune Hagemann (1998). Statspapirmarkedet i Norge. *Penger og Kreditt* 1998/1.
- Winje, Pål og Aas, Lars-Erik (1997): Norges Banks likviditetspolitikk - og litt om andre land. *Penger og Kreditt* 1997/2.

HØRINGSUTTALELSE - ENDRING I BESTEMMELSENE OM FORSIKRINGSSELSKAPERS PLASSERING I AKSJER

Norges Bank sendte 8. januar 1998 nedenstående brev til Finansdepartementet

Det vises til brev av 13. oktober 1997 der en ber om Norges Banks synspunkter på om § 7 første og annet ledd i forskrift om kapitalforvaltning som begrenser livsforsikringsselskapenes adgang til å plassere forvaltningskapital i aksjer, bør oppheves eller endres. Departementet antar at en eventuell endring/oppheving også bør gjøres gjeldende for pensjonskasser.

Vurderinger og merknader til forslaget

Livselskapene har i løpet av perioden 1986-96 hatt en betydelig sterkere vekst i forvaltningskapitalen (166 prosent) enn bankene (65 prosent). Deres samlede forvaltningskapital var ved utgangen av 1996 på 256,4 mrd kroner, hvorav hoveddelen er langsiktige sparemidler selskapene forvalter på vegne av kundene. Ved utgangen av 1996 eide livselskapene 25 prosent av samlet beholdning av norske obligasjoner, 15 prosent av norske sertifikater og mer enn 5 prosent av norske aksjer. Livselskapenes størrelse innebærer at deres adferd kan ha stor betydning for funksjonsdyktigheten og stabiliteten i det finansielle systemet. Endringer i selskapenes investerings strategier, f.eks som følge av endringer i livselskapenes rammebetingelser, kan således være av betydning for likviditeten og stabiliteten i verdipapirmarkedene.

I den løpende forvaltningen av porteføljen må ledelsen i forsikringsselskapet avveie mellom en rekke typer risiki slik som forsikringsteknisk risiko, kredittrisiko, aksjekursrisiko, valutarisiko, renterisiko og likviditetsrisiko. Disse vil ha konsekvens for porteføljestylingen. Hver for seg og samlet utgjør de et sett av hensyn som må balanseres mot hverandre og som blir bestemmende for aktivasammensetningen.

Undersøkelser viser at aksjer historisk har gitt en høyere langsiktig avkastning enn rentebærende papirer. Imidlertid er potensialet for kortsiktige kurssvingninger høyere. Videre er markedsverdien på rentebærende papirer med lang rentebinding mer følsom for rentendringer enn papirer med kort rentebinding. En større andel av aktiva plassert i aksjer må antas på lang sikt å gi

høyere avkastning, og dette vil være til fordel for kundene ved at det gir lavere premier eller høyere forsikringsytelser.

Avveiningen mellom risiko og forventet avkastning er en av de viktigste problemstillingene innen livsforsikring. Egenkapitaleierne i livselskapene vil være interessert i å maksimere avkastningen på egenkapitalen, og denne er i avgjørende grad avhengig av den langsiktige avkastning som selskapene klarer å oppnå på forvaltede midler. Slik regelverket i forsikring er utformet, er det imidlertid ikke symmetri i fordeling av risiko mellom egenkapitaleierne og forsikringskundene når det gjelder framtidig avkastning på forvaltede midler. For de fleste kontraktene er det slik at kundene er garantert en minimumsavkastning hvert år og andel i et eventuelt overskudd i forsikringsselskapet. I år med svak avkastning på forvaltede midler vil kundene oppnå minimumsavkastningen, mens egenkapitaleierne vil måtte bære et eventuelt underskudd som ikke kan dekkes av bufferkapitalen.

Verdifall på verdipapirer som er ført som omløpsmidler, skal resultatføres umiddelbart. Dette kan bety at selskapene får problemer med å oppfylle kundenes avkastningsgaranti det året renten stiger eller en får et større fall i aksjekursene.

Eierne vil være opptatt av å hindre at et verdifall på verdipapirporteføljen blir så stort at egenkapitalen angripes. Hvor stort verdifall et selskap tåler før egenkapitalen angripes vil være avhengig av dets «bufferkapital». Livselskapenes bufferkapital (definert som summen av kursreserver, tilleggsavsetninger og sikkerhetsfond utover minstekrav) har økt betydelig siden 1992 og utgjorde 28,5 mrd kroner ved utgangen av 3. kvartal 1997. Dette innebærer at selskapene kan tåle et verdifall på handelsporteføljen i denne størrelsesorden før kjernekapitaldekningen blir svekket. I gjennomsnitt (veid) utgjorde bufferkapitalen 19,9 prosent av selskapenes beholdninger av omløpsaksjer og -obligasjoner ved utgangen av tredje kvartal 1997, mens laveste og høyeste nivå blant institusjonene var hhv. 12,1 og 28,7 prosent.

Utviklingen i bufferkapitalen har gjort det mulig for selskapene å øke investeringene i aksjer. Reduksjonen av grunnlagsrenten fra 4 til 3 prosent i 1993 har virket i samme retning. På begynnelsen av 90- tallet utgjorde verdien av aksjebeholdningene (omløps- og anleggsaksjer) vel 8 prosent av forsikringsmessige avsetninger. I løpet av de siste årene har det vært en markert økning i aksjeandelen, fra 10,5 prosent ved utgangen av 1994 til 14,2 prosent ved utgangen av 1996. I løpet av de ni første månedene i 1997 har det funnet sted en ytterligere økning i aksjeandelen til 17,9 prosent (beregninger basert på markedsverdi). Selv med dagens 20-prosentregel har de fleste selskapene fortsatt en del rom for å øke sine aksjeinvesteringer, idet bokført verdi av aksjeporteføljen legges til grunn, samt at aksjer i andre finansinstitusjoner ikke skal inngå ved beregning av selskapenes aksjeplassering ift. 20-prosentregelen. Dersom selskapene skulle ønske å realisere kursreserver og reinvestere gevinsten i andre aksjer, vil imidlertid flere selskaper fort kunne komme i en situasjon hvor 20-prosentregelen blir en effektiv begrensning i porteføljestyringen.

Det er også grunn til å fremheve at aksjemarkedene er blitt mer velutviklet over tid. Forsikringsselskapene kan nå anvende mer avanserte kurssikringsteknikker enn tidligere og har en større mulighet til å avdekke markedsrisiko, bl.a. gjennom termin og opsjonsmarkedet. Avviklingen av valutareguleringene og tiltakende aksjehandel over landegrensene har bedret mulighetene for veldiversifiserte porteføljer med bedre risikospredning enn tidligere. Innføring av ny teknologi og systemer for bearbeiding av markedsdata har bidratt til at selskapene kan ivareta sin kapitalforvaltning bedre enn tidligere. Disse forholdene taler for at selskapene i større grad enn før vil være i stand til å foreta plasseringer utfra løpende vurderinger om risiko og avkastning i aksjemarkedene.

Tilfredsstillende interne rutiner i det enkelte selskap for måling og styring av risiko er en nødvendig forutsetning for å kunne utføre en forsvarlig kapitalforvaltning. En eventuell oppheving eller økning av grensen for selskapenes adgang til å investere i aksjer vil stille økte krav til administrative systemer. Det kan reises spørsmål om selskapene, herunder pensjonskassene, har de nødvendige systemer og ressurser som gjør det forsvarlig å øke eksponeringen i aksjemarket-

det. Slike vurderinger vil nødvendigvis måtte gjøres av ansvarlige organer i det enkelte selskap ved utarbeiding av overordnede retningslinjer for selskapenes kapitalforvaltning.

Det er for tiden en sterk økning i konkurransen om sparemidlene. Den økte konkurransen ledsages av en større oppmerksomhet på avkastning, noe selskapene vil måtte ta hensyn til i sin framtidige kapitalforvaltning. En mulig konsekvens av økt konkurranse om sparemidlene kombinert med større adgang til å investere i aksjemarkedet, kan være at selskapene ser nødvendigheten av å bedre sine systemer for risikostyring og gjennomføre tiltak for å øke kapitalforvaltningskompetansen. Flytteretten som kundene har, stimulerer til sterkere konkurranse mellom livsselskapene, og den bør lede til at selskap med relativt god kapitalforvaltning og avkastning på kundenes midler oppnår økte markedsandeler. Detaljerte regler som setter begrensninger på selskapenes mulighet for å investere i aksjemarkedet, kan på sikt etter Norges Banks vurdering kunne føre til at norske selskaper får en svekket konkurransemessig stilling i forhold til selskaper i andre EØS-land under ellers like vilkår. Så langt har imidlertid skatteregler satt en effektiv begrensning for utøvelse av konkurransen mellom selskaper i de ulike landene.

Livsselskapene eide ved utgangen av 1996 om lag 5 prosent av markedsverdien av aksjer utstedt av norske selskaper (VPS-registrerte). Fjerning eller heving av 20-prosentregelen antas på sikt å føre til økt tilgang av risikovillig kapital til næringslivet. En tilfredsstillende tilgang på risikokapital er en nødvendig forutsetning for at næringslivet skal kunne utvikles og vokse.

Departementet reiser spørsmål om en avvikling av det generelle taket på aksjeplasseringer i et forsikringsselskap vil få betydning for tendensen til eierkonsentrasjon i norsk næringsliv. Norges Bank vil i denne sammenheng anta at et forsikringsselskap bl.a. ut fra diversifiseringshensyn neppe vil være interessert i å bli en betydelig eier i et enkeltstående selskap. En ikke uvanlig måte å forvalte en portefølje på er i det lange løp å velge å ha en eierandel i enkeltstående selskaper som reflekterer dets andel av markedsporteføljen (totalmarkedet). Norges Bank vil også vise til at spørsmålet om eierkonsentrasjon også bør sees i sammenheng med andre relevante bestemmelser, bl.a. bestemmelsen i forsikringsvirksomhetsloven § 7-2 som begrenser et forsikringsselskaps eieran-

del til 15 prosent i et selskap med forsikringsfremmed virksomhet. En vil også vise til bestemmelsen i kapitalforvaltningsforskriften § 8 som begrenser plassering i verdipapirer utstedt av en enkelt utsteder eller debitor til 4 prosent og 3 prosent av forsikringsmessige avsetninger for hhv skadeforsikringsselskaper og livsforsikringsselskaper. I praksis vil forøvrig institusjonelle investorer, som bl.a. forsikringsselskaper, normalt opptre som passive eiere i selskaper som de foretar investeringer i.

Gjennom regelverksutviklingen fremstår rammen for forsikringsselskapenes kapitalforvaltning i større grad som en helhetlig forsvarlighetsstandard enn tidligere. Norges Bank er av den oppfatning at det vil være hensiktsmessig at selskapene får friere rammer for å foreta en avveining mellom hensynet til avkastning og risiko innenfor lovens generelle forsiktighetskrav. Det bør være opp til hvert enkelt selskap utfra egen soliditet og forretningsstrategi, hensyntatt konkurransesituasjonen og langsiktigheten til kundeforpliktelsene, å avgjøre omfanget av plassering i aksjer. Dette stiller imidlertid økte krav til kompetanse og systemer for risikostyring i det enkelte selskap.

Utviklingen av regelverket for finansinstitusjoner har generelt gått i retning av en liberalisering, med mindre vekt på detaljregler og mer fokus på overordnede krav til forsvarlig forvaltning og drift. Norges Bank ser det som en positiv utvikling at en fokuserer i sterkere grad på helhetlige forsvarlighetsstandarder, og at det følgelig legges vekt på interne risikokontrollsystemer, sikkerhet, risikospredning, og soliditet. I den grad det er etablert tilfredsstillende risikokontrollsystemer, bør en etter Norges Banks vurdering kunne gå lenger i å åpne for selskapenes adgang til å investere i aksjemarkedet. En vil imidlertid anbefale at regelverket for forsikring i framtiden bør ha en eksplisitt ramme for eksponering i aksjer. Det er vanlig i de fleste forvaltningsmiljøer å fastsette tak for aksjeplasseringer ut fra hensynet til risikospredning, sikkerhet og likviditet. En vil dessuten vise til at de fleste land

i sitt regelverk har fastsatt grenser for hvor stor andel av selskapenes aktiva som kan plasseres i aksjer, og at det er forhold som kan tale for at en også i framtiden bør ha en grense for eksponeringen mot aksjemarkedet. Det er imidlertid vanskelig å komme med en klar anbefaling av hvor grensen bør trekkes. Ut fra en sammenlikning med øvrige vesteuropeiske land kan en grense på i størrelsesorden 50 prosent være naturlig, mens en sammenlikning i forhold til øvrige nordiske land kan tilsi en noe lavere grense.

For framtiden bør dessuten aksjer i andre finansinstitusjoner som ikke er datterselskap inngå ved beregning av selskapenes aksjeplassering i forhold til den nye begrensingsregelen.

På denne bakgrunn vil Norges Bank tilrå overfor Finansdepartementet at nåværende 20-prosentregel i forskrift om kapitalforvaltning som begrenser livsforsikringsselskapenes adgang til å plassere forvaltningskapital i aksjer, økes. Ut fra de generelle og prinsipielle vurderinger vi har anført ovenfor - og under forutsetning av tilfredsstillende kompetanse og risikostyringssystemer i det enkelte selskap - mener Norges Bank det burde være tilrådelig å heve grensen til i størrelsesorden 50 prosent av forsikringsmessige avsetninger, og at aksjer i andre finansinstitusjoner som ikke er datterselskap, bør inngå i beregningsgrunnlaget. Endringen bør også gjøres gjeldene for pensjonskasser. Økt adgang til å plassere i aksjer bør betinges av at nødvendig kompetanse og systemer vurderes å være til stede.

Etter vår vurdering vil forslaget få tilsynsmessige konsekvenser. Behovet for å følge opp at forsikringsselskapene og pensjonskassene har tilstrekkelig kompetanse, styringssystemer og internkontroll og at kapitalforvaltningen utøves forsvarlig og i overensstemmelse med selskaps overordnede retningslinjer, vil øke.

Med hilsen

Kjell Storvik

Harald Karlsen

NYOPPNEVNINGER TIL NORGES BANKS HOVEDSTYRE OG REPRESENTANTSKAP

Norges Banks øverste organer er ifølge sentralbankloven et hovedstyre med utøvende og rådgivende myndighet og et representantskap som er tillagt kontroll- og budsjettmyndighet. Hovedstyret oppnevnes av Regjeringen og består av sentral- og visesentralbanksjef, som ansettes for seks år, og fem øvrige medlemmer som oppnevnes for fire år av gangen. Representantskapet består av femten medlemmer som oppnevnes av Stortinget for fire år. Leder og nestleder oppnevnes for to år av gangen.

Regjeringen oppnevnte 6. februar 1998 tre hovedstyremedlemmer for en ny fireårsperiode med utløp 31. desember 2001. Konsulent Esther Kostøl ble gjenoppnevnt, og politisk rådgiver Marianne Andreassen og administrerende direktør Torgeir Høien ble oppnevnt som nye medlemmer. Daglig leder Sylvi Røssland Sørfonn ble oppnevnt som medlem for den tiden Dagfinn Høybråten etter sentralbankloven ikke kan fungere som hovedstyremedlem fordi han er statsråd. De som gikk ut av hovedstyret, var Tove Strand Gerhardsen og Arnulf Ingebrigtsen.

Stortinget oppnevnte 15.12.97 syv medlemmer til representantskapet for perioden 1.1.1998-31.12.2001 og utpekte leder og nestleder for 1998-1999. Bankens representantskap oppnevnes i samsvar med partifordelingen på Stortinget, og representantenes partitilknytning er i den følgende oversikten angitt i parentes. Varamedlemmer tilhører samme parti med mindre annet er angitt.

Sammensetningen av hovedstyret fra 6. februar 1998

Sentralbanksjef Kjell Storvik, leder
Visesentralbanksjef Jarle Bergo, nestleder
Konsulent Esther Kostøl (98-01)

Vararepr.: nestleder Eystein Gjelsvik
Trygdedirektør Dagfinn Høybråten (96-99)
(Mens han er statsråd, fungerer Sylvi Røssland Sørfonn)

Vararepr.: husmor Oddbjørg Venås
Politisk rådgiver Marianne Andreassen (98-01)

Vararepr.: direktør Ottar Brage Guttelvik
Administrerende direktør Torgeir Høien (98-01)

Vararepr.: advokat Ingfrid O. Tveit
Gårdbruker Lars Velsand (96-99)
Vararepr.: ordfører Åse Grønlien Østmoe

Fra de ansatte:

Mekaniker Espen Halvorsen

Avdelingssjef Sonja Blichfeldt Myhre
Vararepr.: fullmektig Marit Aas Hoftvedt
Vararepr.: fullmektig Arne Ege

Sammensetningen av representantskapet fra 1. januar 1998

Skolesjef Mary Kvidal (A) (98-01), leder 98-99
Vararepr.: rektor Steinar Frithjof Dreyer
Skipsreder Jens Marcussen (Fr.p.) (98-01), nestleder 98-99

Vararepr.: avdelingsleder Nils Olav Skilbred
Kontorleder Aslaug Mildrid Sofie Eriksen (A) (98-01)

Vararepr.: ass.direktør Odd Erik Hansgaard
Sekretær Berit Hultmann (A) (98-01)
Vararepr.: fagopplæringsjef Frode R. Svendsen

Siviløkonom Odd Rambøl (A) (96-99)

Vararepr.: lærer Ragnhild Weiseth
Husmor Reidun Romfo (A) (96-99)
Vararepr.: ordfører Rigmor Aasrud Jahren
Ass. fylkesrådmann Johan Solheim (A) (96-99)

Vararepr.: salgssjef Armand Bjørnholt
Førstekonsulent Veslemøy Rabe (SV) (96-99)
Vararepr.: Jon Bjørnebekk

Magister Paul Thyness (H) (96-99)
Vararepr.: rådmann Søren Fredrik Voie
Statsaut.revisor Gerd Leira (H) (96-99)

Vararepr.: fylkesvaraordfører Astri Wessel
Advokat Morten Steenstrup (H) (96-99)
Vararepr.: avd.sjef/siviløkonom Bente Lier
Grosserer Hakon Lunde (Fr.p) (98-01)

Vararepr.: Dag Sandstå
Cand.oecon. Hans Hammond Rossbach (V) (98-01)

Vararepr.: ordfører Olav Pedersen
Gårdbruker Inge Høyen (SP) (96-99)
Vararepr.: kontorsjef Ingunn Rongved
Rektor Per Aas (Kr.f.) (98-01)

Vararepr.: gårdbruker Trude Brosvik

AUKSJONSKALENDER FOR STATSOBLIGASJONER OG STATSSERTIFIKATER

1. HALVÅR 1998

I rundskriv nr. 7/19. desember 1997 offentliggjorde Norges Bank følgende tidsplan for auksjon av statspapirer første halvår 1998:

Statsobligasjoner

Offentliggjøring	kl 12.00:	19.01	16.03	18.05
Auksjon	kl 10.00:	26.01	23.03	25.05
Oppgjør	kl 10.00:	29.01	26.03	28.05

Statssertifikater

Offentliggjøring:	30.12	29.01	26.02	26.03	30.04	29.05
Auksjon:	05.01	02.02	02.03	30.03	04.05	03.06
Oppgjør:	07.01	04.02	04.03	01.04	06.05	05.06

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

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nær-
meste 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.
10. mars 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	
1996									
Januar	01.-15.	7,0	3,6	0,5	4,5	6,29	-	-	2,3
	16.-31.	7,0	3,4	0,4	15,8	5,73	-	-	2,8
Februar	01.-15.	7,0	3,6	0,2	0,6	5,31	1,3	5,31	3,5
	16.-29.	7,0	3,9	0,2	4,7	5,23	0,1	5,18	3,6
Mars	01.-15.	7,0	3,6	0,1	-	-	5,6	4,99	3,0
	16.-31.	7,0	3,4	0,3	6,5	4,74	1,0	4,88	3,1
April	01.-15.	7,0	3,4	0,2	11,5	4,66	-	-	7,5
	16.-30.	7,0	3,4	0,1	13,3	4,54	-	-	3,0
Mai	01.-15.	7,0	3,4	0,1	8,7	4,55	-	-	4,7
	16.-31.	7,0	3,2	0,3	22,8	4,60	-	-	7,6
Juni	01.-15.	7,0	3,4	0,0	14,3	4,58	-	-	4,6
	16.-30.	7,0	3,4	0,3	9,2	4,60	-	-	7,0
Juli	01.-15.	7,0	3,8	0,1	0,3	-	5,0	4,80	3,1
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	11,8	4,63	0,0	-	5,6
August	01.-15.	7,0	3,8	0,1	2,2	4,61	0,6	4,60	4,3
	16.-31.	7,0	3,6	0,2	8,4	4,66	-	-	2,6
September	01.-15.	7,0	3,8	0,0	2,0	4,67	0,7	4,72	3,3
	16.-30.	7,0	3,8	0,1	5,3	4,66	0,2	-	6,2
Oktober	01.-15.	7,0	3,9	0,1	0,8	4,67	3,0	4,74	5,6
	16.-31.	7,0	3,6	0,0	-	-	2,0	4,69	4,2
November	01.-15.	7,0	3,9	0,1	-	-	19,1	4,35	6,2
	16.-30.	7,0	3,9	0,7	4,3	4,17	4,2	4,20	3,7
Desember	01.-15.	7,0	3,9	0,0	0,8	4,16	8,4	4,18	10,2
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	-	-	11,2	4,18	10,2
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

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-	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%	

FORSKRIFTER 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 utgangsløyet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 31.10.96 (Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996) 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 fastrente-lånene til bankene.

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. Forskriftens bestemmelser om intradaglån ble iverksatt 24. november (se rundskriv nr. 5/17. november 1997), da det ble innført kontinuerlig betalingsoppgjør gjennom dagen i Norges Bank. Dagslån (D-lån) er omdøpt til døgnlån, og er delt opp i lån gjennom dagen (intradag-lån) og lån over natten. Lån over natten er identisk med tidligere dagslån. I en overgangsfase settes grensen for største D-låns-trekk gjennom dagen til to ganger den sikkerhet banken har stilt i form av verdipapirer, tillagt eventuelle F-innskudd. Samtidig ble §8 i låneforskriften iverksatt, slik at Norges Bank om nødvendig kan yte en bank ekstraordinære lån (E-lån) gjennom dagen utover den sikkerhet banken har stilt, for å sikre gjennomføringen av prioriterte betalingsoppgjør.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

f.o.m. 8.4.92 (Se rundskriv nr. 3/8. april 1992) Det gis adgang til å legge ut obligasjonslån med avdragsfri periode på inntil 10 år mot tidligere 5 år. Endringen berører ikke kommunale og fylkeskommunale lån.

Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

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.

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
10. 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	31/10 1997	30/11 1997	31/12 1997	31/1 1998
Fordringer på utlandet	235 087	291 424	294 624	296 505	309 683
Internasjonale reserver	170 335	220 223	226 819	171 368	180 535
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	49 983	50 517	113 313	117 050
Andre fordringer på utlandet	17 213	21 218	17 288	11 824	12 098
Fordringer på norske finansinstitusjoner	368	45	8 255	7 506	5 143
Lån til private banker	247	57	8 271	7 522	5 171
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	176	43	39	39	27
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	12 827	11 825	11 148	10 999	12 214
Ihendehaverobligasjoner	10 686	8 622	8 671	8 683	9 703
Andre verdipapirer	1 727	2 831	2 059	1 963	2 163
Andre fordringer	414	372	418	353	348
Fordringer på andre norske sektorer	862	854	920	784	772
Verdipapirer og utlån	528	519	514	515	514
Andre fordringer	334	335	406	269	258
Varebeholdning produksjonsbedrifter	36	30	30	25	26
Varige driftsmidler	2 223	2 153	2 148	2 148	2 140
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	9 487	10 662	-	4 799
Eiendeler i alt	251 403	315 818	327 787	317 967	334 777
Gjeld til utlandet	18 185	22 248	18 126	12 724	13 237
NOK-gjeld til IMF	4 505	4 261	3 563	3 742	3 629
Annen gjeld til utlandet	13 680	17 987	14 563	8 982	9 608
Sedler og mynt i omløp	43 324	40 883	41 729	46 014	43 229
Innenlandske innskudd	158 883	198 975	210 310	217 934	228 300
Statskassen	80 586	128 668	144 956	84 387	96 064
Statens petroleumsfond	47 539	49 983	50 517	113 313	117 050
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 190	3 903	3 395	3 596	3 543
Private banker	24 481	13 885	8 967	13 965	9 108
Andre finansinstitusjoner	2 976	2 434	2 362	2 566	2 432
Andre norske sektorer	111	102	113	107	103
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	3 640	4 060	-	331
Annen innenlands gjeld	458	270	272	390	203
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 554	1 632	1 646	1 656	1 693
Fond	28 999	28 999	28 999	39 249	39 249
Kursreguleringer	-	4 860	6 819	-	6 979
Inntekter	-	14 311	15 826	-	1 556
Gjeld og egenkapital i alt	183 995	315 818	327 787	317 967	334 777
Poster utenom balansen :					
Valuta solgt på levering	1 627	939	715	260	3 603
Valuta kjøpt på levering	3 593	1 180	1 186	261	4 143
Derivater solgt	174	63	65	67	113
Derivater kjøpt	1 093	7 025	6 477	7 436	7 096
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310	310	310	273	273

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

	31/12 1996	31/10 1997	30/11 1997	31/12 1997	31/1 1998
Gull	285	285	284	284	284
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 290	2 518	2 124	2 545	2 849
Reserveposisjon i IMF	5 728	6 483	7 277	7 162	7 519
Lån til IMF	733	933	941	938	1 073
Bankinnskudd i utlandet	3 047	-2 045	-2 325	-658	-7 939
Utenlandske statskasseveksler	7 204	2 352	2 608	1 286	3 555
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	103 037	178 776	188 379	140 163	146 551
Utlån utenlandske banker	44 792	25 282	21 644	14 896	21 899
Opptjente, ikke forfalte renter	3 219	5 638	5 888	4 751	4 744
Totalt	170 335	220 223	226 819	171 368	180 536

Kilde: Norges Bank

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 611	4 246	3 480	3 395	4 253
Utlån i alt	178 556	178 942	176 831	178 921	180 403
Herav:					
Til publikum	172 167	171 339	170 057	172 479	172 496
Andre fordringer på statskassen	3 531	3 136	3 136	3 136	3 136
Andre eiendeler	9 771	12 358	11 748	11 191	9 856
Eiendeler i alt	197 469	198 682	195 195	196 643	197 648
Ihendehaverobligasjonslån	12 494	14 130	15 290	15 667	16 028
Herav:					
I norske kroner	11 861	13 478	15 253	15 631	16 010
I utenlandsk valuta	633	652	37	36	18
Andre lån	152 423	153 076	150 382	151 819	150 862
Herav:					
Statskassen	150 767	150 253	148 197	149 882	149 214
Annen gjeld m.v.	23 679	23 044	21 091	20 725	22 338
Aksjekapital, fond	8 873	8 432	8 432	8 432	8 451
Gjeld og egenkapital i alt	197 469	198 682	195 195	196 643	197 679

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning	3 892	3 700	3 849	3 702	4 240
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank ²⁾	24 599	20 912	33 685	20 878	13 480
Innskudd i forretnings- og sparebanker	14 153	17 310	19 311	14 978	14 828
Innskudd i utenlandske banker	13 691	26 779	20 054	20 687	17 117
Statssertifikater	22 886	21 923	16 270	17 524	16 290
Andre sertifikater	20 880	23 416	27 181	21 730	24 950
Stats- og statsbankobligasjoner	28 932	25 501	28 696	25 413	23 321
Andre ihendehaverobligasjoner	28 114	27 235	26 487	27 768	31 116
Lån til utlandet	32 068	39 095	41 287	38 743	40 132
Utlån til publikum	583 923	601 185	634 943	662 741	685 707
Herav:					
I utenlandsk valuta	28 597	30 413	34 854	36 667	36 829
Utlån til private finansinstitusjoner	18 727	20 573	25 728	24 099	27 457
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	31 866	57 897	32 728	45 074	27 668
Andre eiendeler ³⁾	48 874	62 361	62 351	64 163	55 753
Eiendeler i alt	872 605	947 887	972 570	987 500	982 059
Innskudd fra publikum	481 490	475 972	496 720	494 132	494 025
Herav:					
I utenlandsk valuta	19 851	17 815	17 726	20 402	19 660
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	15 021	18 947	22 827	15 100	14 183
Innskudd fra private finansinstitusjoner	31 958	26 677	24 632	29 580	26 406
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltning og statsbanker m.v.	40 697	64 839	40 172	53 075	34 043
Innlån i form av banksertifikater	30 621	35 020	39 909	46 166	45 725
Lån og innskudd fra Norges Bank	300	238	136	62	6 991
Lån og innskudd fra utlandet	94 916	125 279	131 497	110 918	126 534
Annen gjeld	113 978	137 383	150 984	170 499	164 405
Aksje-/grunnfondskapital	22 738	22 685	22 883	22 884	23 242
Avsetninger, fond etc.	33 157	38 189	38 216	38 159	38 847
Nettoinntekt	7 729	2 658	4 594	6 925	7 658
Gjeld og egenkapital i alt	872 605	947 887	972 570	987 500	982 059
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	59 308	80 700	73 273	74 008	73 060
Gjeld overfor utlandet	128 152	164 826	173 260	167 390	188 193

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

²⁾ F.o.m. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	13 675	14 439	13 392	14 105	14 022
Foretak ²⁾	184 878	194 040	213 553	221 410	230 783
Husholdninger ³⁾	385 370	392 706	407 998	427 226	440 902
Utlån til publikum i alt	583 923	601 185	634 943	662 741	685 707
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	35 452	27 245	31 059	26 408	29 583
Foretak ²⁾	134 701	126 902	129 573	136 606	146 211
Husholdninger ³⁾	311 337	321 825	336 088	331 118	318 231
Innskudd fra publikum i alt	481 490	475 972	496 720	494 132	494 025

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.

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 529	8 191	7 875	8 819	2 013
Sertifikater	2 731	8 611	10 015	11 867	6 060
Stats- og statsbankobligasjoner	1 601	1 842	1 611	1 387	1 248
Andre ihendehaverobligasjoner	14 229	16 769	17 856	15 553	13 585
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	258	212	164	357	33
Publikum	59 522	64 249	68 088	68 204	71 628
Andre	8 954	9 264	10 071	10 333	10 160
Andre eiendeler	2 485	1 525	3 075	653	382
Eiendeler i alt	94 309	110 663	118 755	117 173	105 109
Sertifikater	7 828	22 735	23 354	21 273	6 455
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	37 216	36 655	33 471	33 165	33 161
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	29 783	30 452	38 264	38 777	37 738
Andre innlån	10 198	11 733	13 507	14 014	18 408
Egenkapital	6 461	6 482	6 482	6 482	6 509
Annen gjeld	2 823	2 606	3 677	3 462	2 830
Sum gjeld og egenkapital	94 309	110 663	118 755	117 173	105 109

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	835	752	877	818	733
Sertifikater	32	32	36	47	20
Ihendehaverobligasjoner	14	5	5	5	85
Utlån ¹⁾ (brutto)	32 957	33 849	35 892	37 483	39 657
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	30 220	31 094	32 976	34 426	37 240
Utlån til andre sektorer (netto)	1 077	1 241	1 442	1 392	1 819
Andre eiendeler ²⁾	925	1 011	1 144	1 245	1 348
Eiendeler i alt	34 763	35 649	37 954	39 598	41 843
Sertifikater	2 130	2 060	2 217	2 141	1 675
Ihendehaverobligasjonslån	280	304	250	210	400
Lån fra andre enn banker	5 363	4 019	4 556	5 330	6 909
Lån fra banker	18 075	20 473	22 065	22 379	23 850
Annen gjeld m.v.	4 796	4 732	4 809	5 420	4 713
Kapital, fond	4 119	4 061	4 057	4 118	4 296
Gjeld og egenkapital i alt	34 763	35 649	37 954	39 598	41 843

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 968	7 076	6 926	9 224	9 072
Norske sertifikater	17 230	18 514	16 060	12 385	21 388
Utenlandske statskassveksler og sertifikater	292	0	0	0	0
Norske ihendehaverobligasjoner	84 187	85 677	91 434	92 925	91 041
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	31 840	34 942	35 111	38 336	42 337
Norske aksjer og andeler	23 072	20 823	23 262	26 861	30 010
Utenlandske aksjer og andeler	10 723	13 213	15 601	15 969	16 463
Utlån til publikum	49 404	48 099	47 337	45 157	34 762
Utlån til andre sektorer	766	1 067	1 036	544	366
Andre spesifiserte eiendeler	23 065	27 000	28 071	27 118	28 889
Eiendeler i alt	249 547	256 411	264 838	268 519	274 328

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 824	4 406	4 005	6 460	4 682
Norske ihendehaverobligasjoner	39 432	40 912	38 152	42 951	43 797
Utlån til publikum	5 280	4 540	4 400	4 230	4 200
Andre spesifiserte eiendeler	15 483	16 318	15 768	16 363	18 848
Eiendeler i alt	65 019	66 176	62 325	70 004	71 527

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 385	8 462	7 314	7 657	7 242
Norske sertifikater	8 366	7 091	6 847	6 284	5 540
Utenlandske sertifikater	51	86	51	107	62
Norske ihendehaverobligasjoner	17 407	17 191	19 903	19 570	19 012
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	8 220	7 728	8 340	8 633	9 336
Norske aksjer	9 678	10 083	9 613	10 252	11 804
Utenlandske aksjer	3 204	3 578	3 804	3 908	4 721
Utlån til publikum	4 006	4 635	4 701	4 520	4 252
Utlån til andre sektorer	113	126	171	167	191
Andre spesifiserte eiendeler	14 483	16 495	18 385	17 737	18 058
Eiendeler i alt	73 913	75 475	79 129	78 835	80 218

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997	30/9 1997
Bankinnskudd	1 782	1 832	4 180	2 981	3 157
Stats- og statsbanksertifikater	2 114	1 855	2 194	1 330	2 116
Andre norske sertifikater	5 914	9 455	11 050	12 102	12 924
Utenlandske sertifikater	5	645	14	16	16
Stats- og statsbankobligasjoner	3 689	4 525	3 064	3 673	3 061
Andre norske obligasjoner	7 873	9 968	13 316	14 857	14 664
Utenlandske obligasjoner	572	590	1 014	1 189	1 306
Norske aksjer	11 722	13 340	24 807	39 718	45 707
Utenlandske aksjer	1 772	2 267	5 244	7 686	9 504
Andre eiendeler	1 648	1 308	1 482	1 729	1 975
Eiendeler i alt	37 091	45 784	66 365	85 279	94 431

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	670	760	694	342	370
Forretnings- og sparebanker	570	1 262	1 287	1 615	1 551
Øvrige finansinstitusjoner	4 407	4 975	6 725	8 102	8 740
Kommuneforvaltning og -foretak	1 194	2 843	3 606	3 945	3 889
Øvrige foretak	6 826	8 230	13 224	17 531	19 763
Husholdninger	22 510	26 873	38 120	49 485	54 221
Utlendet	254	368	1 123	2 676	4 313
Andelskapital i alt	36 431	45 311	64 783	83 696	92 849

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	30/6 1997	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	58 910	58 919	70 127	81 884	86 462
Stallige låneinstitutter ¹⁾	314	323	918	1 015	1 032
Forretnings- og sparebanker ²⁾	2 417	5 060	5 699	7 403	7 569
Forsikringselskaper m.v.	25 631	30 289	37 121	47 287	53 835
Øvrige finansinstitusjoner	341	343	367	590	587
Kommuneforvaltning og -foretak	125	185	1 051	831	843
Stallig eide foretak m.v.	5 029	5 406	6 267	7 487	7 759
Verdipapirfond ³⁾	11 478	12 667	23 813	37 213	43 755
Øvrige ikke-finansielle foretak	50 847	57 049	90 998	111 909	132 312
Husholdninger	27 270	31 625	36 209	47 396	51 200
Utlendet	77 945	96 067	136 008	157 646	181 249
Ufordelt	3	1 405	0	0	0
I alt	260 312	299 338	408 580	500 662	566 603

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 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	30/6 1997	30/9 1997
Sparebanker	5 193	5 649	5 941	5 950	6 000
Forretningsbanker ¹⁾	12 563	12 578	12 781	12 908	12 908
Forsikringselskaper	956	1 196	1 206	1 441	1 222
Andre finansinstitusjoner	400	288	1 822	1 822	1 822
Stattlig eide foretak	5 329	5 376	5 513	5 513	5 513
Øvrige ikke finansielle foretak	25 216	27 234	25 588	26 941	29 478
Utlandet	1 615	1 657	1 179	1 202	2 006
Ufordelt	0	768	357	0	0
I alt	51 271	54 746	54 387	55 775	58 949

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.-3. kvartal 1997	Kjøper-/selgersektor										
	Stats- og trykdeforv.	Offent. finansforetak	Forretn.- og sparebanker	Forsikringselskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.-forv. og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Låntakersektor											
Forretningsbanker	111	0	1 028	312	155	-18	1 666	-79	-2 908	2	270
Forsikringselskaper	0	0	-24	-166	0	0	-296	-33	-233	534	-218
Andre finansinstitusjoner	0	0	0	-3	0	0	-14	4	0	12	-0
Stattlig eide foretak	-200	-44	-101	-551	-4	-3	-592	-380	1 883	3	11
Øvrige ikke-fin. foretak	131	30	261	1 184	-11	-219	9 533	-1 987	-3 667	352	5 607
Utlandet	8	0	744	655	-1	6	493	285	-512	22	1 700
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	-0	0	0	-0
I alt	50	-14	1 909	1 432	139	-234	10 790	-2 191	-5 437	926	7370

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	40 539	39 837	37 815	38 999	39 003
Norges Bank	9 753	11 890	10 193	7 976	7 952
Stallige låneinstitutter ¹⁾	19 808	5 464	2 590	2 930	3 105
Forretnings- og sparebanker ²⁾	47 257	59 927	66 284	69 240	65 486
Forsikringselskaper m.v.	119 405	134 816	147 303	162 624	161 385
Øvrige finansinstitusjoner	19 152	17 424	11 487	10 886	10 230
Kommuneforvaltning og -foretak	6 216	6 482	6 781	7 364	7 952
Stallig eide foretak m.v.	2 420	2 865	1 908	1 993	2 055
Verdipapirfond ³⁾	11 507	12 531	16 131	18 735	17 935
Øvrige ikke-finansielle foretak	21 803	20 292	22 520	19 429	20 195
Husholdninger	8 052	9 087	7 552	8 327	8 420
Utlandet	8 570	12 160	17 450	19 424	24 100
Ufordelt	49	716	1	1	1
I alt	314 530	333 491	348 015	367 927	367 818

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 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	30/6 1997	30/9 1997
Statsforvaltningen	110 839	123 565	126 297	134 664	135 484
Stallige låneinstitutter ¹⁾	17 724	14 765	13 085	16 262	16 588
Forretnings- og sparebanker ²⁾	54 790	53 431	66 283	78 121	79 203
Private kredittforetak	53 029	51 518	43 256	38 971	38 680
Andre finansinstitusjoner	1 568	2 340	2 271	2 209	2 204
Kommuneforvaltning og -foretak	43 628	42 779	44 006	43 232	42 504
Stallig eide foretak m.v.	8 026	8 956	11 096	10 447	10 435
Øvrige ikke-finansielle foretak	16 333	15 792	16 824	16 656	17 326
Husholdninger	840	1 124	1 005	806	728
Utlandet	1 040	1 100	3 056	4 063	3 713
Ufordelt	0	1 154	0	0	0
I alt	307 818	316 525	327 180	345 431	346 865

¹⁾ Postbanken/Postgiro før 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. håndmarkedet 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	Forsikringselskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Statsforvaltningen	-1 010	-2 373	-3 239	7 111	-96	419	1 896	215	6 247	6	9 176
Statlige låneinstitutter	0	587	835	1 738	25	-50	424	10	-60	0	3 509
Forretnings- og sparebanker	2 095	-0	2 797	3 816	-231	225	3 003	381	130	1	12 217
Kredittforetak	-47	-0	-854	-1 602	-758	-121	-794	-426	43	1	-4 557
Andre finansinstitusjoner	10	0	-91	11	-0	0	-12	4	68	0	-10
Kommuneforvaltning og -foretak	621	0	-782	-1 803	13	568	653	7	189	0	-534
Statlig eide foretak m.v.	51	0	-195	228	-96	-28	-597	-25	-0	0	-661
Øvrige ikke-finansielle foretak	-53	0	874	821	-165	28	93	50	98	24	1 768
Husholdninger	0	0	-3	-58	-2	-11	8	-20	-0	0	-86
Utlandet	-12	0	42	154	5	16	261	42	-109	0	399
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	1 654	-1 786	-616	10 416	-1 306	1 044	4 934	239	6 608	33	21 220

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

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndmarkedet 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	30/6 1997	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	745	2 525	5 582	5 507	6 392
Norges Bank	3 914	6 388	1 731	1 580	1 984
Statlige låneinstitutter ¹⁾	11 733	887	965	1 733	1 004
Forretnings- og sparebanker ²⁾	15 937	31 192	41 792	46 443	41 350
Forsikringselskaper m.v.	24 851	29 707	28 882	21 534	29 915
Øvrige finansinstitusjoner	864	845	2 161	8 517	10 805
Kommuneforvaltning og -foretak	1 141	1 617	1 794	2 434	2 144
Statlig eide foretak m.v.	758	2 491	1 878	2 237	2 930
Verdipapirfond ³⁾	7 973	12 331	13 137	13 432	15 041
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 166	4 645	7 067	7 367	7 984
Husholdninger	384	591	397	680	618
Utlandet	2 853	4 397	1 422	4 060	6 403
Ufordelt	92	226	0	0	0
I alt	75 411	97 842	106 806	115 523	126 570

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)

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Statssertifikater	36 000	48 000	27 000	36 500	40 500
Banksertifikater	31 254	37 515	43 678	47 095	45 897
Kreditsertifikater	5 780	5 580	7 100	6 624	3 936
Finanssertifikater	2 145	2 100	2 217	2 132	1 720
Lånesertifikater	31 297	31 791	34 985	33 103	28 734
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	16 861	16 305	15 901	15 184	16 585
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	7 176	7 726	9 119	8 714	4 429
Statlig eide foretak	2 010	550	750	1 150	550
Private foretak	5 250	7 210	9 215	8 055	7 170
Utlendet	0	0	0	0	0
I alt	106 476	124 986	114 980	125 454	120 787

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Skade-/kredittforsikringselskaper	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Forretningsbanker	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2
Sparebanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lån med garanti	1,8	1,9	2,1	2,3	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2
Bank	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Markedslån i alt	2,2	2,1	2,2	2,4	2,6

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
Mars	942,2	1 128,7	634,0	4,4	4,2	7,9	4,5	7,7
April	949,2	1 139,6	630,7	5,1	4,0	5,4	4,8	10,9
Mai	954,2	1 148,5	628,9	5,2	4,8	4,7	5,5	8,4
Juni	955,6	1 148,8	629,6	5,4	4,5	3,9	5,9	1,7
Juli	962,1	1 149,4	636,8	5,7	5,1	4,7	6,1	0,2
August	969,0	1 154,7	626,5	5,8	5,2	1,5	6,1	-0,2
September	975,6	1 166,6	628,9	5,9	5,5	2,6	7,1	0,6
Oktober	981,3	1 172,3	637,0	6,1	5,6	3,3	7,8	-0,6
November	987,3	1 175,0	635,8	6,4	5,3	2,6	8,2	1,9
Desember 1997	990,9	1 188,8	643,8	6,2	5,7	5,7	7,5	5,3
Januar	1 000,3	1 189,6	641,4	6,8	5,9	3,8	7,4	6,2
Februar	1 008,2	1 203,2	637,8	7,2	6,7	1,1	7,4	4,6
Mars	1 013,9	1 208,1	638,6	7,4	6,6	0,7	8,3	0,2
April	1 030,4	1 245,6	639,2	8,2	8,0	1,3	9,3	1,2
Mai	1 038,3	1 255,5	649,6	8,5	8,0	3,3	10,5	0,9
Juni	1 051,5	1 271,6	651,3	9,4	8,6	3,5	12,0	4,7
Juli	1 059,8	1 285,6	660,3	9,3	9,0	3,7	11,8	9,9
August	1 065,6	1 285,8	661,2	9,3	9,0	5,5	11,4	9,8
September	1 072,9	1 293,7	673,1	9,6	9,4	7,0	9,8	11,7
Oktober	1 081,5	...	670,0	9,8	...	5,2	9,7	9,1
November	1 090,7	...	675,4	9,9	...	6,2	9,8	9,6
Desember 1998	1 098,3	...	673,5	10,2	...	4,6	9,8	5,0
Januar 1999	1 108,6	...	693,9	10,1	...	8,1	9,4	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.

	31/12-1994		31/12-1995		31/12-1996		31/12-1997	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	477 671	6,9	521 352	9,6	583 923	11,8	685 717	16,8
Stattlige låneinstitutter	176 625	-2,2	175 439	-0,6	172 126	-1,9	172 496	0,2
Norges Bank	613	-2,7	590	-3,8	525	-11,0	512	-2,5
Kredittforetak	63 219	-11,8	62 052	-1,0	59 520	-4,5	71 628	17,6
Finansieringsselskaper	24 264	28,0	30 430	25,5	30 266	-0,5	35 683	17,5
Livsforsikringsselskaper	62 306	-6,3	52 000	-16,5	48 099	-7,5	33 396	-30,6
Pensjonskasser og -fond	6 996	-15,4	6 065	-13,3	5 280	-12,9	4 110	-22,2
Skadeforsikringsselskaper	4 147	-4,1	3 961	-4,5	4 635	17,0	4 250	-8,3
Obligasjonsgjeld ¹⁾	67 950	0,3	68 649	1,0	72 080	5,0	72 252	0,2
Sertifikatgjeld	5 672	95,5	9 657	70,3	14 436	49,5	15 285	5,9
Markedslån	4 000	-11,1	4 100	2,5	1 900	-53,7	1 700	-10,5
Sum innenlandsk kreditt (K2) ²⁾	893 463	2,3	934 295	4,9	992 790	6,1	1 097 029	9,9

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. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1995		1996		1/1-31/12			
	Beløp	%	Beløp	%	1996		1997	
					Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	16,9	2,9	-39,0	-6,4	-39,0	-6,4	-32,9	-5,1
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	2,6	0,4	-4,3	-0,7	-4,3	-0,7	-15,1	-2,3
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-1,3	-0,2	-3,3	-0,5	-3,3	-0,5	0,5	0,1
Private bankers og Postbankens kreditttilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	46,7	8,0	61,9	10,1	61,9	10,1	93,0	14,4
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-1,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,5	-0,1	4,7	0,7
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,7	-0,1	-0,8	-0,1	-0,8	-0,1	-0,8	-0,1
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	-30,7	-5,2	1,6	0,3	1,6	0,3	-21,2	-3,3
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-5,7	-1,0	15,3	2,5	15,3	2,5	6,5	1,0
Endring i pengemengden i alt	29,1	4,9	34,8	5,7	34,8	5,7	29,5	4,6
Memo: Oljeskatter	27,8	4,8	33,1	5,4	33,1	5,4	45,5	7,1

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 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								
Oktober	36 270	303 062	79 873	419 205	223 341	642 546	20 319	3,3
November	36 742	301 003	79 280	417 025	213 187	630 212	16 037	2,6
Desember	39 864	315 589	81 343	436 796	208 334	645 130	34 847	5,7
1997								
Januar	37 752	316 915	80 287	434 954	209 864	644 818	23 766	3,8
Februar	37 729	318 267	81 875	437 871	206 850	644 721	7 303	1,1
Mars	37 452	316 330	83 571	437 353	201 786	639 139	4 380	0,7
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	347 729	102 100	489 918	207 378	697 296	52 478	8,1

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

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for 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, korrigeret for statens oljeskatter og statens netto renter og stonader 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			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1.-3. kvartal		pr. 30/9	
	1994	1995	1996	1996	1997	1996	1997
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	5,4	12,9	9,6	12,1	15,7	345,6	359,4
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,2	-0,8	-0,3	0,0	0,3	8,5	9,3
Aksjer m.v. ³⁾	1,1	0,8	5,6	4,9	4,0	91,5	118,5
Verdipapirfondsandeler	6,4	2,1	5,8	2,9	7,3	32,7	54,2
Forsikringskrav	16,7	18,6	20,6	14,2	17,8	303,6	334,4
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	11,1	2,3	2,4	-2,4	-0,1	80,4	84,9
Fordringer i alt	40,5	35,9	43,7	31,7	45,0	862,3	960,7
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	19,6	26,5	43,8	28,6	41,9	370,1	427,2
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	-0,8	0,6	-2,3	-1,5	-1,2	124,8	122,0
Lån i private kredittforetak og fin.selskaper	0,6	0,4	-9,5	-6,3	2,6	36,7	36,1
Lån i forsikringselskaper	-4,6	-3,5	-0,2	0,1	-11,6	42,1	30,2
Annen gjeld ⁵⁾	-2,2	-0,8	-4,0	-9,6	-5,8	66,3	65,7
Gjeld i alt	13,3	23,2	27,8	11,3	25,9	640,0	681,2
Netto	27,2	12,7	15,9	20,4	19,1	22,3	279,5

¹⁾Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

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

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		1/1-28/2	
	1995	1996	1997	1998
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	26 308	-43 859	-3 382	3 711
Statspapirer	-30 555	-5 973	-55 016	-13 627
Valutamarkedet	1 019	86 397	32 934	10 097
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 620	-1 621	3 226	3 447
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	113	-1 539	389	-149
D-lån	1 553	-2 366	-165	17
F-lån	3 354	-7 180	0	-7 425
Annen sentralbankfinansiering	-314	-6 508	12 566	-3 650
Reserver i alt	-142	17 350	-9 448	-7 579
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-164	17 426	-9 448	-7 579
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	22	-76	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 dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1997								
Januar	3,6	3,5	3,7	3,5	3,8	3,7	5,4	3,4
Februar	3,6	3,5	3,6	3,5	3,8	3,7	5,3	3,3
Mars	3,6	3,4	3,6	3,5	3,9	3,9	5,3	3,3
April	3,5	3,4	3,6	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
Mai	3,5	3,4	3,6	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
Juni	3,6	3,4	3,7	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
Juli	4,0	3,8	4,2	4,0	4,5	4,4	5,4	3,4
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

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1997											
Februar	3,1	3,6	3,0	3,3	6,2	0,4	4,1	5,4	4,1	-0,6	0,3
Mars	3,2	3,6	3,0	3,3	6,2	0,5	4,3	5,6	4,2	-0,7	0,2
April	3,2	3,6	3,0	3,3	6,4	0,5	4,2	5,8	4,1	-0,7	0,2
Mai	3,1	3,6	3,0	3,4	6,5	0,5	4,2	5,8	4,1	-0,7	0,2
Juni	3,1	3,6	3,0	3,4	6,7	0,6	4,3	5,8	4,1	-0,7	0,3
Juli	3,1	3,6	3,0	3,3	7,0	0,6	4,3	5,7	4,2	-0,3	0,8
August	3,2	3,6	3,1	3,4	7,2	0,5	4,4	5,7	4,3	-0,3	0,7
September	3,3	3,6	3,3	3,3	7,2	0,5	4,4	5,7	4,3	-0,4	0,6
Oktober	3,6	3,9	3,6	3,5	7,3	0,5	4,5	5,7	4,5	-0,6	0,3
November	3,7	4,0	3,7	3,7	7,5	0,3	4,6	5,8	4,8	-0,8	0,1
Desember	3,7	4,0	3,6	3,7	7,6	0,3	4,7	6,0	4,5	-0,8	0,1
1998											
Januar	3,5	3,9	3,5	3,7	7,5	0,7	4,7	5,7	4,5	-0,7	0,2
Februar	3,5	3,8	3,5	3,6	7,5	0,6	4,6	5,8	4,4	-0,6	0,3

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						
Februar	4,1	4,3	4,6	5,0	5,7	6,0
Mars	4,4	4,6	5,0	5,3	5,9	6,2
April	4,5	4,7	5,2	5,5	6,2	6,5
Mai	4,4	4,7	5,0	5,4	6,0	6,3
Juni	4,4	4,7	5,0	5,4	6,0	6,3
Juli	4,8	5,0	5,2	5,9	6,0	6,4
August	5,0	5,3	5,4	6,5	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

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											
Februar	5,6	6,3	5,5	5,5	7,2	2,5	6,1	6,5	6,1	-0,3	0,0
Mars	5,8	6,6	5,7	5,6	7,4	2,4	6,5	6,8	6,3	-0,3	0,1
April	6,0	6,7	6,0	5,8	7,6	2,4	6,6	7,0	6,5	-0,1	0,2
Mai	5,8	6,5	5,8	5,7	7,1	2,7	6,5	6,8	6,3	-0,1	0,2
Juni	5,8	6,4	5,7	5,6	7,1	2,6	6,3	6,6	6,2	-0,1	0,1
Juli	5,7	6,2	5,5	5,4	7,0	2,4	6,0	6,3	6,0	0,1	0,3
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	0,0	0,2

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	Rammelån	Nedbetalingslån		Utlån
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	i alt	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	i alt
4. kvartal 1996								
Forretningsbanker	8,59	6,22	6,49	6,60	8,77	6,23	6,64	6,68
Sparebanker	8,90	6,24	6,86	6,62	9,15	6,25	6,97	6,67
Sum banker	8,70	6,23	6,64	6,61	8,91	6,24	6,78	6,68
1. kvartal 1997								
Forretningsbanker	7,96	5,50	5,76	5,89	8,14	5,50	5,91	5,97
Sparebanker	8,16	5,50	6,18	5,90	8,37	5,51	6,27	5,94
Sum banker	8,03	5,50	5,93	5,90	8,22	5,51	6,07	5,96
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	5,51	5,73	5,88	8,04	5,52	5,83	5,93
Sparebanker	7,98	5,73	6,22	6,06	8,14	5,74	6,29	6,09
Sum banker	7,98	5,62	5,94	5,96	8,08	5,63	6,02	6,00

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 inntekstføre 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
4. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,05	4,14	3,27	2,98	4,15
Sparebanker	3,12	4,27	3,39	2,95	4,16
Sum banker	3,08	4,20	3,32	2,97	4,15
1. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,42	3,24	2,58	2,34	3,32
Sparebanker	2,44	3,54	2,69	2,29	3,47
Sum banker	2,43	3,39	2,63	2,32	3,40
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	2,59	3,63	2,79	2,53	3,65
Sparebanker	2,71	3,71	2,92	2,59	3,63
Sum banker	2,65	3,67	2,85	2,56	3,64

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
4. kvartal 1996	5,7	6,0	5,8
1. kvartal 1997	5,0	5,5	5,2
2. " "	4,9	5,4	5,1
3. " "	5,2	5,4	5,3
4. " "	5,2	5,4	5,3

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
4. kvartal 1996	6,9	6,7	6,7
1. kvartal 1997	6,6	6,4	6,5
2. " "	6,2	6,2	6,2
3. " "	6,2	6,3	6,3
4. " "	6,2	6,3	6,3

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	1997
Renteinntekter	7,1	6,5	5,7
Rentekostnader	4,7	4,3	3,7
Netto renteinntekter	2,4	2,2	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,2	1,1
Andre driftskostnader	2,5	2,4	2,1
Driftsresultat før tap	1,1	1,0	0,9
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,3	-0,2	-0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,2	0,9
Kapitaldekning i prosent ²⁾	11,9	11,5	11,0
Herav:			
Kjemekapital	8,2	8,1	7,8

¹⁾ Morbanker og utenlandskeide filialer.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	1997
Renteinntekter	7,6	7,0	5,9
Rentekostnader	4,0	3,7	3,0
Netto renteinntekter	3,6	3,2	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,1
Andre driftskostnader	3,0	2,9	2,6
Driftsresultat før tap	1,7	1,4	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,6	1,4	1,3
Kapitaldekning ²⁾	14,2	13,9	13,3
Herav:			
Kjernekapital	10,6	10,4	10,0

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	1997
Netto renteinntekter	5,6	5,0	4,9
Sum andre driftsinntekter	2,4	2,5	2,7
Andre driftskostnader	4,9	4,1	4,2
Driftsresultat før tap	3,1	3,3	3,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,2	0,3
Resultat av ordinær drift (før skatt)	2,5	3,5	3,1
Kapitaldekning ²⁾	13,3	15,9	15,7
Herav:			
Kjernekapital	12,0	14,8	14,6

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	1997
Renteinntekter	7,4	6,1	6,2
Rentekostnader	6,5	5,4	5,6
Netto renteinntekter	0,9	0,8	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,2	0,1	0,2
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	0,7	0,5	0,6
Bokført tap på utlån og garantier	-0,1	0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,8	0,5	0,6
Kapitaldekning ¹⁾	18,8	17,4	17,8
Herav:			
Kjernekapital	14,9	14,3	13,8

¹⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

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										
Februar	96,69	7,7252	395,76	103,77	133,17	117,23	10,761	5,3850	89,50	6,6236
Mars	97,95	7,8306	401,40	105,22	134,27	118,98	10,940	5,5659	89,03	6,8178
April	99,73	7,9807	407,51	106,97	135,85	120,98	11,353	5,5486	90,71	6,9655
Mai	101,82	8,1167	414,75	108,91	137,50	122,98	11,529	5,9525	92,03	7,0612
Juni	103,44	8,1936	417,46	109,64	139,31	123,68	11,840	6,3048	93,07	7,2041
Juli	104,81	8,2191	415,44	109,08	140,17	123,14	12,423	6,4551	95,22	7,4315
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

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 (offisielle) 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					
Februar	1,6736	2,7190	3,376	73,510	123,01
Mars	1,6985	2,7255	3,374	72,132	122,51
April	1,7092	2,7857	3,368	73,446	125,53
Mai	1,7026	2,7799	3,372	69,743	118,77
Juni	1,7257	2,8360	3,375	66,223	114,28
Juli	1,7890	2,9907	3,374	64,362	115,13
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

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1995	1996	1997
Varebalansen	50 384	83 341	78 046
Tjenestebalansen	5 305	9 352	1 428
Rente- og stonadsbalansen	-27 293	-20 173	-19 570
A. Driftsbalansen	28 396	72 520	59 904
Fordelt på:			
Oljevirksomhet ¹⁾	105 708	149 754	153 068
Utenriks sjofart ¹⁾	25 640	26 749	27 792
Annet	-102 952	-103 983	-120 956
B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet	-1 224	-1 017	-1 358
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	-23 584	8 435	1 061
I form av:			
Direkte investeringer	-2 794	-12 442	-929
Porteføljeinvesteringer	-10 980	-15 263	-22 646
Andre finansinvesteringer	18 072	72 449	47 606
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-36 309	-22 970
Fordelt på:	-23 584	8 435	1 061
Statsforvaltningen	8 003	-13 511	-9 562
Kommuneforvaltningen	-1 109	-1 367	-1 070
Forretnings- og sparebanker	-1 041	53 207	40 342
Forsikring	783	-5 587	-8 725
Andre finansinstitusjoner	1 785	6 676	9 117
Utenriks sjofart	-3 728	4 589	2 022
Oljevirksomhet	12 514	5 905	21 940
Andre private og statlige foretak	-12 909	-5 168	-30 033
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-36 309	-22 970
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)	3 588	79 938	59 607
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl.	2 276	-4 394	7 894
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	5 864	75 544	67 501
Herav ³⁾ :			
Internasjonale reserver	2 175	26 839	1 033
Plassering av Statens petroleumsfond	0	47 539	65 774

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 1994			31/12 1995			31/12 1996		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen ¹⁾	12,8	75,8	-63,0	13,5	77,9	-64,4	9,2	62,5	-53,3
Norges Bank	151,1	13,0	138,1	145,7	8,6	137,1	224,5	19,5	205,0
Statlige låneinstitutter	0,9	2,3	-1,4	1,0	2,0	-1,0	1,0	1,7	-0,7
Forretnings- og sparebanker ²⁾	49,3	62,8	-13,5	46,5	61,3	-14,8	59,2	128,0	-68,8
Kredittforetak	23,6	36,5	-12,9	24,0	40,2	-16,2	21,8	39,2	-17,4
Finansieringsselskaper	0,1	5,9	-5,8	0,4	7,3	-6,9	0,9	8,4	-7,5
Forsikringsselskaper	28,6	2,6	26,0	52,1	2,7	49,4	60,5	4,1	56,4
Kommuneforvaltning	0,0	3,3	-3,3	0,0	2,3	-2,3	0,0	1,0	-1,0
Kommuneforetak	0,0	2,0	-2,0	0,1	1,9	-1,8	0,0	2,7	-2,7
Statsforetak	45,5	50,6	-5,1	50,4	56,3	-5,9	67,1	70,1	-3,0
Andre norske sektorer	73,6	154,6	-81,0	86,8	158,0	-71,2	110,1	179,3	-69,2
Alle sektorer	385,5	409,4	-23,9	420,5	418,5	2,0	554,3	516,5	37,8

Merk:

De presenterte balansetallene er hentet fra Statistisk sentralbyrås årlige finanstelling.

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

	1994	1995	1996	2. kvartal		Utestående 30. juni 1997
				1996	1997	
Total	276,9	680,0	505,6	57,4	238,5	8 601,3
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	0	257,3	309,6	76,4	98,9	2 735,4
banker (og ufordelt)	277,3	422,7	196,0	-19,0	139,6	5 865,9

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, valutafordelt.
Prosent av samlede internasjonale fordringer**

	Desember			2. kvartal	
	1994	1995	1996	1996	1997
Amerikanske dollar (USD)	32,6	31,9	32,7	32,1	33,6
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,7	10,3
Sveitsiske franc (CHF)	3,0	3,0	2,6	3,0	2,6
Japanske yen (JPY)	10,6	10,9	9,9	10,3	10,1
Britiske pund (GBP)	3,1	2,9	3,5	2,9	3,8
Franske franc (FRF)	3,3	3,9	3,6	3,6	3,4
Italienske lire (ITL)	2,4	2,8	3,7	3,4	3,6
ECU	2,1	1,8	1,4	1,6	1,1
Ufordelt ¹⁾	31,2	31,1	30,9	31,4	31,5
Totalt i mrd. USD	7 116,7	8 072,6	8 299,6	8 001,2	8 601,3

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

	1994	1995	1996	3. kvartal	
				1996	1997
Emisjoner av obligasjoner	428,6	467,3	708,8	170,3	223,6
– av dette med flytende rente	96,3	78,9	165,7	44,1	64,6
Bankuttlån	236,2	370,2	345,2	80,2	80,4
Annen internasjonal opplåning	4,9	3,8	4,5	1,2	1,6
Samlet opplåning	69,7	841,3	1 058,5	251,6	305,7

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1994	1995	1996	3. kvartal	
				1996	1997
OECD-området	87,7	90,1	88,3	87,4	83,7
Ikke-OECD land	10,5	7,8	9,4	9,8	14,0
Internasjonale institusjoner og andre land	1,8	2,1	2,3	2,8	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:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1997 Januar	0,0	10,3	35,9	-12,2	34,0	71,0	130,6	35,1	142,8
Februar	0,0	7,0	36,4	-11,5	31,9	72,0	130,7	35,6	142,2
Mars	0,0	14,3	39,2	-6,6	46,9	75,3	128,4	36,1	135,0
April	0,0	16,5	38,4	-13,0	41,9	71,5	111,4	33,1	124,3
Mai	0,0	15,0	38,0	-14,1	38,9	70,5	108,5	32,5	122,6
Juni	0,0	19,7	42,2	-8,4	53,5	70,0	104,0	27,8	112,4
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	15,8	36,3	24,8	76,9	61,6	178,8	25,3	154,0

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

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

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

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Valutaaktiva, spot	101 978	99 768	106 049	107 498	105 478
Valutapassiva, spot	130 081	150 009	176 368	175 142	187 670
1. Spotbalanse, netto	-47 141	-50 241	-70 319	-67 644	-82 192
2. Terminbalanse, netto	46 473	47 691	63 131	77 202	76 098
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-72	9	-42	-94	-47
4. Totalposisjon (1+2+3)	-740	-2 541	-7 230	9 464	-6 141

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. *Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene (Milliarder kroner)*

	1996					1997					Uke i 1998							
	1-52	1-52	48	49	50	51	52	1	2	3	4	5	6	7	8	1-8		
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-90	-66	-1,14	-1,24	-0,84	-1,06	-0,41	0,00	-0,99	-1,08	-1,41	-1,36	-1,36	-1,35	-1,35	-8,90		
1. Spot	-90	-66	-1,14	-1,24	-0,84	-1,06	-0,41	0,00	-0,99	-1,08	-1,41	-1,36	-1,36	-1,35	-1,35	-8,90		
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		
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																		
B. Utlendet¹⁾																		
1. Spot	-24	-47	3,43	2,19	-4,42	-4,28	0,89	-11,85	-0,51	-9,60	4,03	10,17	2,59	-4,50	-2,56	-12,27		
2. Termin	-11	-16	0,22	-3,54	-0,95	-8,11	2,09	-4,67	-0,34	-0,37	-0,94	5,53	-5,63	-6,09	1,39	-11,16		
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-13	-31	3,21	5,73	-3,47	3,83	-1,20	-7,18	-0,17	-9,23	4,97	4,64	8,22	1,59	-3,95	-1,11		
C. Norske sektorer, utenom bankene¹⁾																		
1. Spot	-66	3	-7,38	-4,52	5,65	1,44	-1,91	13,10	-13,82	-5,20	-7,85	-5,56	12,00	1,59	2,94	-2,80		
2. Termin	-57	9	3,57	0,84	7,48	-0,52	1,02	6,06	-9,40	6,71	-8,07	-7,09	10,38	-2,67	-1,19	-5,29		
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-7	-13	-3,40	-2,91	-1,56	1,01	1,10	0,25	-2,33	-0,09	-0,06	-1,69	1,34	0,44	5,22	3,08		
D. Annet																		
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	0	11	2,37	1,09	-2,08	1,79	0,62	-1,26	13,36	13,73	2,43	-5,95	-15,94	1,56	-1,72	6,17		
2. Kurstap spot, utlandet	1	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,44		
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-2	1	0,72	-0,64	0,32	0,49	-0,43	0,10	0,65	1,63	-0,19	1,16	-0,62	0,73	-0,17	3,31		
4. Økning i bankenes totalposisjon	0	12	2,24	-1,79	-1,14	3,74	-0,93	3,17	3,54	9,51	6,48	-11,26	-10,32	-0,75	-0,13	0,23		
5. Økning i bankenes totalposisjon	1	-3	-0,61	3,50	-1,28	-2,46	1,96	-4,59	9,11	2,53	-3,92	4,09	-5,06	1,52	-1,48	2,19		
Spesifikasjon:																		
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																		
Netto NOK-fordringer på bankene	0	-5	-0,30	0,43	0,41	-4,26	3,11	-5,29	2,20	-0,71	-0,02	7,50	-2,39	-3,74	3,12	0,65		
VPS-registrerte aksjer	-9	9	1,24	-2,37	-0,18	0,01	0,48	-0,17	-0,23	0,78	-0,26	-0,21	0,24	-0,26	-0,50	-0,62		
VPS-registrerte obligasjoner	-5	-13	-1,01	-0,64	-0,64	-1,88	0,01	0,88	0,66	-0,62	-0,60	-2,37	-0,65	-0,24	-0,54	-3,50		
VPS-registrerte sertifikater	3	-7	0,29	-0,96	-0,54	-1,98	-1,51	-0,09	-2,97	0,18	-0,06	0,61	-2,83	-1,84	-0,69	-7,69		
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	-16	0,22	-3,54	-0,95	-8,11	2,09	-4,67	-0,34	-0,37	-0,94	5,53	-5,63	-6,08	1,39	-11,16		
Memo:																		
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-60	-5,67	2,08	-7,71	7,06	-3,11	-1,55	8,04	-9,11	7,73	-1,02	-5,55	6,62	-1,44	3,80		

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank



Norges Banks adresser m.v.

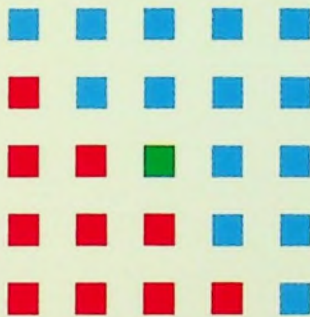
<i>Reg.nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 57 24 00	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 57 24 01

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 nblil n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassektr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7005 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
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)