

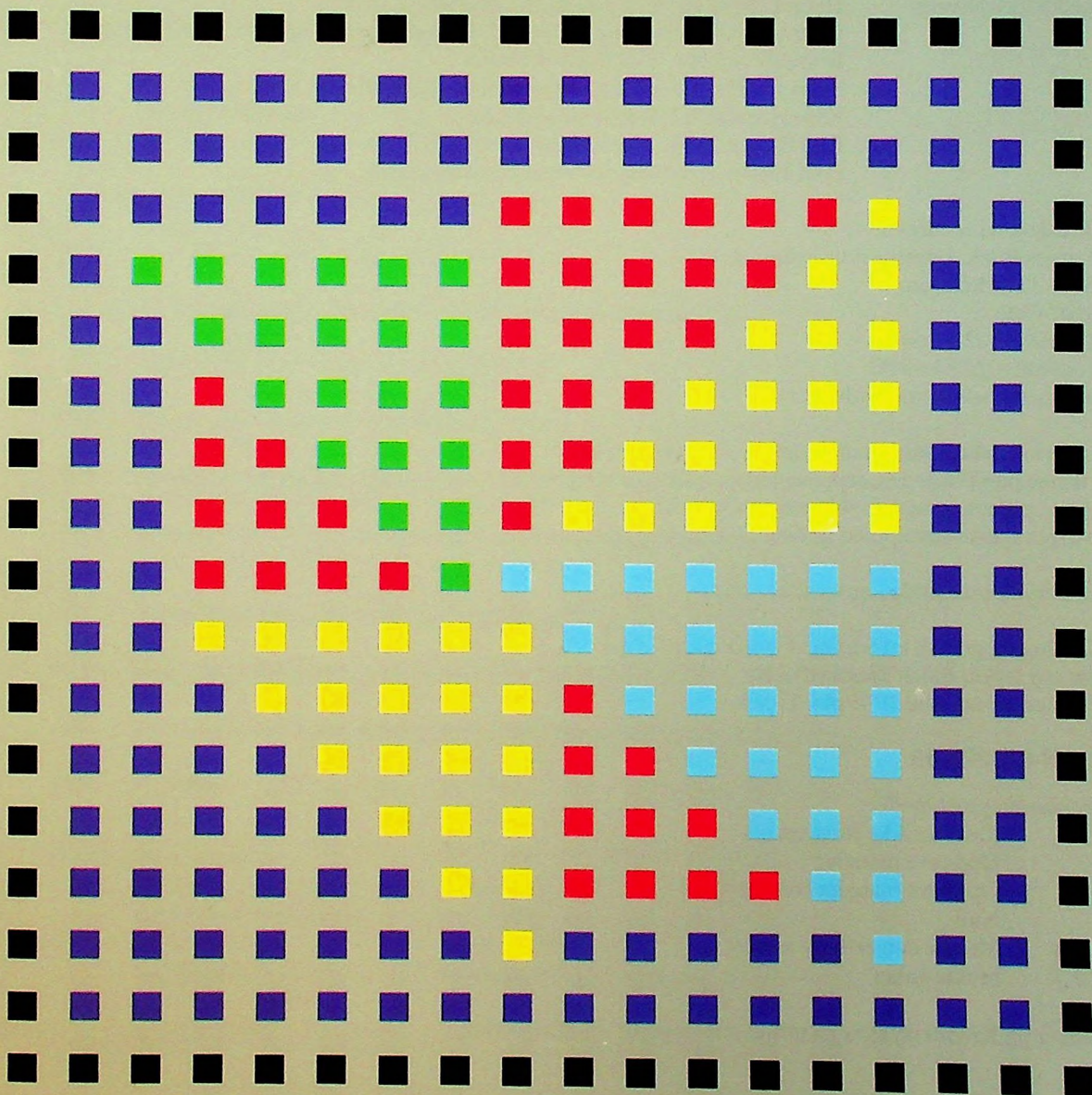
Penger og Kreditt 1997/3

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

ARKIVEKSEMPLAR



NORGES BANK



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, Abonnementsservice
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: Harald Bøhn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, Avd. for finansielle instrumenter og betalingsystemer
Brynjulv Vollan, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling
Else Bøthun, Juridisk avdeling
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen

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.

INNHold

- 299 Et tungt ansvar
Leder

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

- 300 Inflasjonsrapport
Temaer utdypet i egne rammer:
– Virkninger av en mer ekspansiv finanspolitikk og gjeninnhenting av lønnsnivået
– Mobiliteten i bygge- og anleggsbransjen
- 323 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar
- 335 Internasjonal økonomisk utvikling
Aktuell utdyping:
- 349 – Vil prosessen fram mot ØMU ha virkninger for konjunktorene i Europa?

Artikkelstoff og tabelldel:

- 357 Ny 100-kroneseddel og 1-kronemynt
- 359 EUs monetære union og kravene til offentlige finanser
Anders Svor
- 368 Historiske valutakurser fra 1819 til 1996
Jon Petter Holter
- 379 Norges Banks nye oppgjørssystem – NBO
Elisabeth Holvik og Dag-Inge Flatraaker
- 387 Risiko og kapitalforvaltning i livsforsikringsselskapene
Harald Karlsen og Robin R. Nilsen
- 398 Utenlandske direkte investeringer i Norge fram til og med 1996
Bjørn Wamli og Svein O. Hansen
- 402 Nye arbeidsnotater og reprints fra Norges Bank
- 405 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1997
- 406 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 408 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Kvartalsoversikten:	24. september
Internasjonal utvikling:	9. september
Artikkelstoff:	24. september
Tabelldelen:	19. september

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

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

Inflasjonsrapporten gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en bred gjennomgang av situasjonen i norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen de neste 12-18 månedene. Sentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger av situasjonen i en leder foran rapporten.

Usikkerheten om den økonomiske utviklingen er større enn på lenge. Jo lenger norsk økonomi beveger seg vekk fra en langsiktig likevekt, desto større blir korreksjonen den dagen en slik utvikling ikke lenger kan opprettholdes. I denne inflasjonsrapporten har vi vist at lønns- og prisveksten lett kan bli langt høyere dersom noen av forutsetningene endres. Vi risikerer i så fall alvorlig ustabilitet i økonomien.

De politiske myndigheter har fastlagt en arbeidsdeling i den økonomiske politikken, hvor pengepolitikken oppgave

skal være å stabilisere den norske kronen mot europeiske valutaer. Norges Bank opptrer i samsvar med disse retningslinjene.

Ansvar for stabiliteten i norsk økonomi hviler på finanspolitikken og partene i arbeidslivet. I den aktuelle økonomiske situasjonen må de politiske myndigheter ta høyde for at pengepolitikken bidrar til å gjøre en allerede vanskelig utfordring enda mer krevende.

Kjell Storvik

1 UTSIKTER FOR INFLASJONEN

- 1.1 Nytt siden sist
- 1.2 Norges Banks inflasjonsanslag
- 1.3 Inflasjonsforventninger
- 1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Utdyping:

- Virkninger av en mer ekspansiv finanspolitikk og gjeninnhenting av lønnsnivået

2 RENTER, VALUTAKURS OG MONETÆRE STØRRELSER

- 2.1 Renter og valutakurs
- 2.2 Pengemengdevekst
- 2.3 Kredittvekst

3 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

- 3.1 Hovedtrekk
- 3.2 Husholdningenes tilpasning
- 3.3 Finanspolitikken
- 3.4 Investeringer
- 3.5 Utenrikshandelen

4 ARBEIDSMARKEDET OG KOSTNADSUTVIKLINGEN

- 4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet
- 4.2 Lønninger

Utdyping:

- Mobiliteten i bygge- og anleggsbransjen

Norges Bank anslår konsumprisveksten til 2¹/₂ prosent i 1997. Anslaget for 1998 er oppjustert til 2¹/₄ prosent. Høyere lønnsvekst og høyere vekst i importprisene har bidratt til oppjusteringen. Prisveksten i Norge anslås å bli noe høyere enn i utlandet.

Fallet i prisstigningstakt fra 1997 til 1998 skyldes først og fremst at konsumprisindeksen i år er drevet opp av avgiftsøkninger og høye elektrisitetspriser sist vinter. Korrigert for dette, anslås den «underliggende» prisveksten å øke fra 2 prosent i 1997 til 2¹/₂ prosent i 1998.

Norsk økonomi er inne i en sterk høykonjunktur. Kapasitetsutnyttelsen er høy, og sysselsettingen har økt mer enn ventet hittil i år. Risikoen for en vesentlig sterkere vekst i priser og lønninger enn anslått vurderes fortsatt som større enn den motsatte utviklingen.

Anslagene i inflasjonsrapporten bygger på sentrale forutsetninger om blant annet den økonomiske politikken. I et alternativt scenario har vi beskrevet en utvikling basert på en mer ekspansiv finanspolitikk og et brudd med moderasjonslinjen i lønnsoppgjørene tidligere i 1990-årene. Beregningen viser at det er lite som skal til før utviklingen i norsk økonomi kommer inn i et annet spor enn hittil. I løpet av en toårsperiode kan inflasjonen i et slikt scenario komme opp i området 3¹/₂-4¹/₂ prosent, med klare tegn til fortsatt økende prisstigning.

1.1 Nytt siden sist

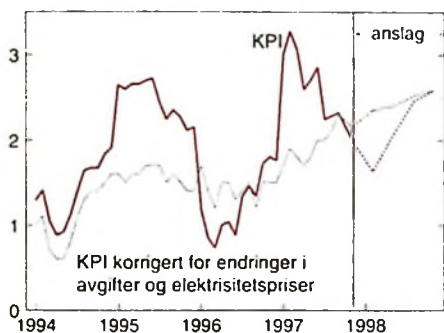
Konsumprisveksten – målt ved tolv månedersraten – har vist en avtakende tendens siden februar i år, da vekstraten var oppe i 3,3 prosent. De siste to månedene har prisveksten vært i overkant av 2 prosent. Dette forløpet i KPI-tallene må ses på bakgrunn av avgiftsendringer og endringer i strømpriser.

Korrigert for avgiftsendringer og strømpriser var den underliggende prisveksten 1,5 prosent i 1996. Den underliggende prisveksten har vært økende inneværende år og var i august 2,1 prosent.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært tiltakende de siste månedene, mens prisveksten på importvarer har vært moderat og har bidratt til å dempe den samlede prisveksten.

Det siste året har den norske konsumprisveksten også vært sterkere enn hos våre handelspartnere. Prisveksten hos handelspartnerne har imidlertid tatt seg noe opp de siste

Figur 1.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Historiske tall og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1.1 Konsumpriser i utlandet. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra året før. Consensus Forecasts i parentes¹⁾

	1997		1998	
USA	2 1/2	(2,4)	2 3/4	(2,7)
Japan	1 1/2	(1,6)	1	(0,8)
Tyskland	1 3/4	(1,8)	2	(2,1)
Storbritannia ²⁾	3	(2,6)	3 1/4	(2,8)
Sverige	1	(0,9)	2	(2,1)
Finland	1 1/4	(1,3)	1 1/4	(2,0)
Danmark	2 1/2	(2,2)	2 1/2	(2,6)
Norges handelspartnere	1 3/4	(1,8)	2 1/4	(2,2)
EU-12-landene ³⁾	2	(1,9)	2	(2,2)

¹⁾ Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private institusjoner, pr. august 1997.

²⁾ Anslag for Storbritannia fra Consensus Forecasts gjelder konsumprisindeksen eksklusive renteutgifter.

³⁾ Sammenveiet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank og Consensus Forecasts

månedene og var 2,0 prosent i august. I tillegg til de nasjonale konsumprisindeksene publiserer Statistisk sentralbyrå, i samarbeid med Eurostat, fra og med januar i år også harmoniserte prisindekser. Ifølge denne prisindeksen var prisveksten i EU-landene 1,7 prosent i juli i år, mens den norske prisveksten var 2,2 prosent denne måneden.

Tall for den økonomiske utviklingen hittil i år tyder på at vi i forrige inflasjonsrapport igjen undervurderte veksten i sysselsettingen, spesielt i bygge- og anleggsbransjen, men også i industri og varehandel. Det er også mulig at sysselsettingen i offentlig sektor kan bli høyere enn tidligere antatt.

Ifølge tall fra Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) og sysselsettingsregnskapet i kvartalsvis nasjonalegnskap har sysselsettingen økt med nærmere 65 000 personer i første halvår i år sammenliknet med første halvår i fjor. Sterk vekst i yrkesdeltakelsen begrenser imidlertid nedgangen i ledigheten. Tall fra Arbeidsdirektoratet indikerer at det stadig blir vanskeligere å få besatt ledige stillinger.

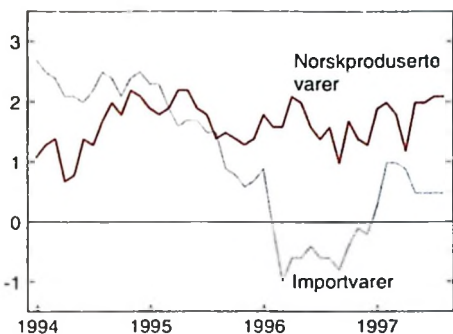
Kvartalsvis nasjonalregnskap for første halvår og utviklingen i korttidsindikatorer i løpet av sommeren viser at veksten i norsk økonomi er sterk for femte år på rad. I første halvår var det først og fremst betydelig vekst i investeringer og eksport som drev konjunkturoppgangen. Investeringsveksten i oljesektoren har gitt en kraftig etterspørselsimpuls til Fastlands-Norge. Også i industrien og bygge- og anleggsbransjen har investeringsveksten vært høy. Totalt økte etterspørselen fra Fastlands-Norge med 3,6 prosent fra første halvår 1996 til første halvår 1997.

Innskudds- og utlånsrentene hos bankene falt svakt fra første til annet kvartal i år. Norges Bank økte de administrerte rentene med 1/4 prosentpoeng 16. juli. Det var første renteøkning siden desember 1993. Flere finansinstitusjoner har etter dette hevet sine innskudds- og utlånsrenter med om lag 1/2 prosentpoeng.

Kredittveksten har vært sterk i år. Innenlandsk bruttogjeld økte med over 9 prosent fra juli i fjor til juli i år og er dermed vesentlig sterkere enn veksten i økonomien for øvrig. Tall for første kvartal indikerer at den høye veksten for bedriftenes del i noen grad skyldtes et skifte fra lån i utlandet til innenlandske lån. Økningen i kredittveksten skyldes imidlertid også utviklingen i husholdningssektoren. Kredittveksten til husholdningene var 7 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år. Veksten i kreditten reflekterer høy investeringsaktivitet hos bedriftene og husholdningene, men også høye og stigende priser i bolig- og aksjemarkedet.

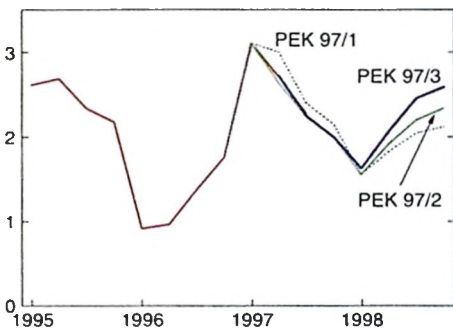
Aksjekursene steg kraftig fram til første halvdel av august. Etter et fall i slutten av måneden har kursene i september igjen steget opp mot toppnivået i august. Boligprisene var i andre kvartal 8 prosent høyere enn samme periode i fjor.

Figur 1.2 Konsumprisene eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Norsk-produserte varer og importerte varer. Prosent



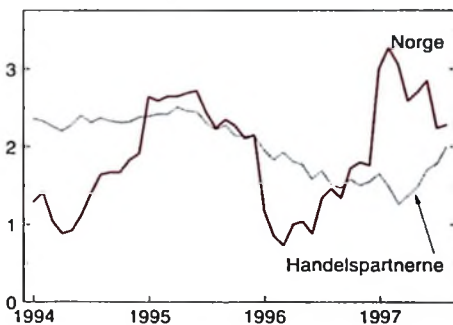
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolv måneders-vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.4 Konsumprisene i Norge og utlandet. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Forventningsbarometeret, som utarbeides av Sparebankforeningen, Norsk Gallup og Økonomisk Rapport, var i august høyere enn noen gang siden målingene startet i november 1992. Forventningsbarometeret måler folks økonomiske forventninger. Målingen ble foretatt etter at de store bankene hadde økt sine utlånsrenter. Det er en kraftig økning i andelen som mener at egen økonomi har hatt en gunstig utvikling siste år. Andelen som vil nedbetale på boliglån dersom husstandens økonomi blir bedre, er den laveste siden målingene startet.

1.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Gjennomsnittlig konsumprisvekst fra 1996 til 1997 anslås som sist til 2 1/2 prosent, mens anslaget for neste år er oppjustert fra 2 prosent til 2 1/4 prosent. Oppjusteringen på 1/4 prosentpoeng skyldes i hovedsak sterkere importprisvekst og noe høyere vekst i lønnskostnadene. Vi har også oppjustert husleiekostnadene som følge av sterk vekst hittil i år. Gjennomgangen i avsnitt 1.3 antyder at inflasjonsforventningene har økt siden forrige inflasjonsrapport.

Korrigert for avgifter og strømpriser anslår vi samlet sett den underliggende prisveksten til 2 prosent i år, økende til 2 1/2 prosent neste år. Erfaringsmessig tar det tid før press i realøkonomien slår ut i sterkere prisvekst. Vår tidshorisont i denne rapporten er trolig for kort til å fange opp alle virkningene av de faktorene som nå bidrar til økende prispress i norsk økonomi. Det er grunn til å anta at dersom den høye veksten i norsk økonomi fortsetter slik vi nå ser for oss, vil prisstigningen tilta ytterligere i løpet av 1998 og inn i 1999. Videre er anslaget for prisstigningen basert på fortsatt moderasjon i lønnsdannelsen, jf. nærmere drøfting av dette nedenfor og i avsnitt 1.4.

Prisstigningen hos våre handelspartnere holder seg moderat, til tross for at vekstutsiktene ser bedre ut. I USA og Storbritannia, hvor den økonomiske veksten har vært sterk de siste årene, vil valutakursappresieringen bidra til å dempe prisveksten. I Kontinental-Europa er konjunkturoppgangen i en startfase der blant annet husholdningenes konsum foreløpig utvikler seg relativt svakt. Prisveksten vil derfor ventelig holde seg moderat. Vi anslår en konsumprisvekst for handelspartnere på 1 3/4 prosent i 1997 og 2 prosent i 1998.

Valutakursen har de siste ukene styrket seg i forhold til nivået fra forrige inflasjonsrapport etter å ha vært noe svakere gjennom sommeren. Som en teknisk forutsetning legger vi også denne gang til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået fra siste måned videreføres ut prognoseperioden. Det gir samme valutakurs i år som i fjor og en gjennomsnittlig depresiering av industriens effektive valutakurs på 1 1/2 prosent fra 1997 til 1998. Prisveksten på importerte varer har hittil i år vært svak. Samlet antar vi at importprisene

faller med $\frac{3}{4}$ prosent i 1997. Svekkelsen av norske kroner fører isolert til økte importpriser neste år, og vi regner med en prisvekst på $1\frac{1}{2}$ prosent i 1998.

Lønnsveksten anslås til 4 prosent i år. Både sysselsetningsveksten og tilgangen til arbeidsstyrken har vært sterkere enn ventet i første halvår. Vi venter fortsatt høy vekst i etterspørselen etter arbeidskraft. Den registrerte ledigheten anslås nå lavere både i 1997 og 1998 enn i forrige inflasjonsrapport. Våre anslag innebærer samtidig at vi nå ser for oss et kraftigere fall i ledigheten fra i år til neste år. Med utgangspunkt i erfaringer for lønnsdannelsen, vil dette gi et selvstendig bidrag til lønnsveksten. På den annen side er eksportprisveksten inneværende år noe nedjustert sammenliknet med forrige gang. Isolert sett svekker dette lønnsomheten til eksportkonkurrerende bedrifter og bidrar til å redusere effekten av et strammere arbeidsmarked. For 1998 anslås lønnsveksten til $4\frac{1}{2}$ prosent, $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere enn forrige gang.

Strømprisene til norske husholdninger falt videre i sommermånedene, og ligger nå bare 2 prosent høyere enn før de begynte å stige høsten 1996. Utviklingen de siste månedene var om lag som forutsatt i forrige inflasjonsrapport, og vi har også beholdt forutsetningen om stabile strømpriser ut prognoseperioden. Endringer i strømprisene vil trekke opp den gjennomsnittlige konsumprisveksten fra 1996 til 1997, men redusere den gjennomsnittlige konsumprisveksten med om lag $\frac{1}{4}$ prosentpoeng fra 1997 til 1998.

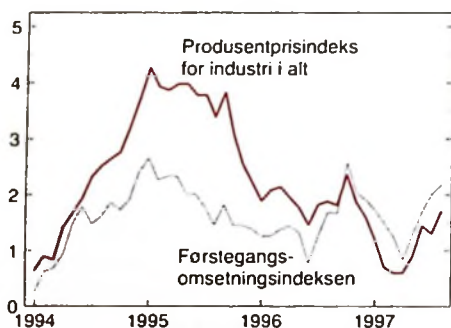
Avgiftsendringer preger fortsatt utviklingen i konsumprisindeksen. Bortfall av momskompensasjon fra juli 1996 og diverse avgifter fra januar 1997 trekker opp tolv månedersveksten i konsumprisene i inneværende år. For 1998 antar vi som en teknisk forutsetning at avgiftene justeres i takt med forventet prisstigning, det vil si at avgiftsendringer ikke gir et selvstendig bidrag til konsumprisveksten.

Vi la i forrige inflasjonsrapport til grunn at høy kapasitetsutnyttelse i store deler av økonomien, kombinert med fortsatt høy etterspørselsvekst, ville gi noe økte prismarginer både i år og neste år. Presstendensene i norsk økonomi vurderes nå som sterkere enn ved fremleggelsen av forrige inflasjonsrapport. Vi har likevel holdt fast på anslaget fra forrige gang, som innebærer at økte prismarginer isolert sett vil bidra med om lag $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere prisvekst i år og neste år. Det er lagt til grunn at blant annet en fortsatt strukturendring i detaljhandelen vil forhindre en sterkere økning i marginene og ytterligere prisoppgang på de fleste varer og tjenester.

1.3 Inflasjonsforventninger

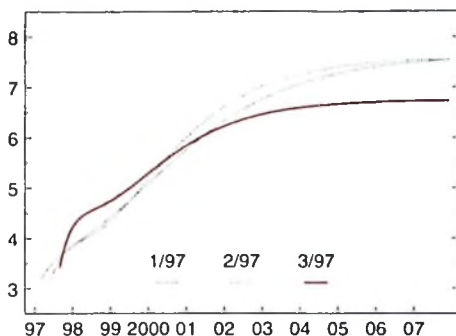
Tall fra Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer indikerer at bedriftene venter økte priser neste kvartal. Ifølge konjunkturbarometeret fra andre kvartal oppgav 16 prosent av

Figur 1.5 Engros- og produsentpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



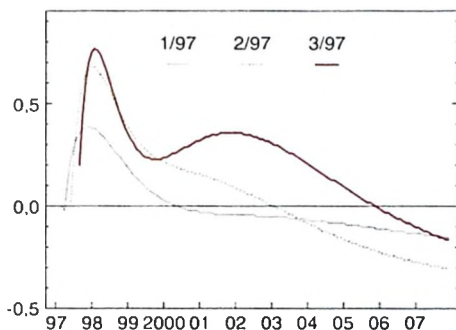
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.6 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 1.7 Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Tabell 1.2 Ulike institusjoners anslag for konsumprisutviklingen i Norge i 1997 og 1998¹⁾. Prosentvis endring fra året før:

	1997	1998
Finansdepartementet	2 1/2	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	2,1
OECD ²⁾	2,6	2,5
Norges Bank	2 1/2	2 1/4
Private institusjoner ³⁾		
høyeste anslag	2,9	3,4
gjennomsnitt	2,6	2,7
laveste anslag	2,4	2,0

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 14 private institusjoner

bedriftene at de ventet prisøkning i tredje kvartal for produkter levert til hjemmemarkedet. Andelen som venter økte priser neste kvartal, har økt litt siden sist. Bare 7 prosent av bedriftene venter prisnedgang.

Prisutviklingen på produsent- og engrosleddet kan gi indikasjoner på den fremtidige utviklingen i konsumprisene. Industriens produsentpriser har vist moderat prisutvikling det siste året, med en prisvekst på varer produsert for hjemmemarkedet på om lag 2 prosent, jf. figur 1.5. Engrosprisene for konsumvarer har også økt med om lag 2 prosent det siste året. Tolvmånedersraten har tatt seg noe opp de siste månedene, blant annet på grunn av økte matvarepriser.

Forventninger om fremtidig inflasjon avspeiler seg i terminrentekurven i penge- og valutamarkedet. Dersom realrenten er konstant, kan endringene i terminrentene tolkes som endringer i inflasjonsforventninger. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrentene for de nærmeste årene steget noe, se figur 1.6. En tolkning av dette kan være at det forventes noe høyere inflasjon de nærmeste årene enn ved forrige rapport.

I den grad renteforskjeller mellom land reflekterer inflasjonsforskjeller, kan differansen mellom norske og utenlandske terminrenter gi uttrykk for hvordan inflasjonsforventningene vis-à-vis utlandet utvikler seg. Det er grunn til å understreke at det er usikkert hvordan en kan tolke disse beregningene. Av figur 1.7 fremgår det at differansen i forhold til tyske terminrenter er positiv og har steget siden forrige inflasjonsrapport. 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. Tyskland er på vei opp av en lavkonjunktur, mens Norge er preget av høykonjunktur.

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 14 private institusjoner. Gjennomsnittlig forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,6 prosent i 1997 og 2,7 prosent i 1998, jf. tabell 1.2. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport er anslaget for 1998 oppjustert med 0,2 prosentpoeng. Spredningen i anslagene er redusert siden forrige rapport.

Samlet sett antyder indikatorene ovenfor en viss oppjustering av prisforventningene neste år sammenliknet med forrige kvartal.

1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Inflasjonsanslagene i denne rapporten er Norges Banks beste vurdering av utsiktene. Vi anser det som mest sannsynlig at et økende press i økonomien vil gi seg utslag i noe høyere lønnsvekst neste år. Samtidig vil den underliggende konsumprisveksten ta seg opp de nærmeste 15 månedene.

Anslagene i denne rapporten er i hovedsak beregnet på bakgrunn av vår makroøkonomiske modell RIMINI. På grunn av omleggingen av nasjonalregnskapet, hvor det fort-

satt ikke foreligger tilstrekkelig med tilbakegående data, er de siste to års utvikling i norsk økonomi ikke med i modellens erfaringsgrunnlag. Usikkerheten i anslagene er derfor større enn vanlig, og det har vært nødvendig å gjøre enkelte tilleggsforutsetninger. De mest kritiske forutsetningene gjelder lønnsdannelsen og privat spareatferd. Som sist har vi lagt til grunn at tidligere års moderasjon i lønnsoppgjørene vil få varige virkninger på lønnsnivået i årene som kommer. For husholdningene og bankene har vi i noen grad overprøvd modellen ved å anta at disse er mer forsiktige i sin atferd enn erfaringene tilsier.

Våre anslag er også i stor grad påvirket av sentrale forutsetninger om størrelser som ikke bestemmes i modellen. Dette gjelder i første rekke finanspolitikken, rente- og valutakursutviklingen, investeringene i oljesektoren og etterspørselsimpulsene fra utlandet.

Det er flere forhold som kan tenkes å gi høyere prisvekst enn vi har anslått:

- Vi har lagt til grunn en vekst i kommunalt konsum på linje med verdiskapingen i Fastlands-Norge, kombinert med relativt stram utgiftsvekst i staten. Det er en mulighet for at finanspolitikken blir mer ekspansiv enn vi har lagt til grunn. Virkningene av en mer ekspansiv finanspolitikk er drøftet nærmere i egen ramme.
- Vi har lagt til grunn at avgiftsopplegget ikke vil gi noe selvstendig bidrag til prisstigningen. Erfaringsmessig vil imidlertid et finanspolitisk opplegg med økning i utgiftene i noen grad finansieres med ytterligere avgiftsøkninger, som påvirker prisstigningen.
- Det er grunn til å understreke den betydelige usikkerhet som knytter seg til anslaget for lønnsveksten neste år. Anslagene i denne rapporten er basert på at lønnsnivået i Norge er vesentlig lavere enn det likevektsnivået som følger fra bruken av vår makroøkonomiske modell RIMINI. I referansebanen har vi forutsatt at lønnsandelen er varig endret som følge av moderat lønnsvekst tidligere på 1990-tallet. Med en ytterligere tilstramming i arbeidsmarkedet, slik vi nå anslår, kan det imidlertid reises spørsmål ved realismen i forutsetningen. Det er blant annet grunn til å anta at knapphet på arbeidskraft før eller senere vil slå ut i at ulike arbeidsgivere byr opp lønningene i konkurransen om arbeidskraften. Med fortsatt moderate inntektsoppgjør vil en slik atferd kunne slå ut i økende lønnsglidning. Det kan også vise seg vanskelig å gjennomføre inntektspolitikken med et strammere arbeidsmarked. Vi har imidlertid ikke grunnlag for å anslå nøyaktig når og ved hvilke sysselsettings- og ledighetsnivåer det vil skje et omslag i lønnsdannelsen. Virkningene av et brudd med moderasjonslinjen er drøftet nærmere i rammen.

- Norge har hittil rekruttert betydelige mengder arbeidskraft fra Norden som følge av et felles arbeidsmarked i flere bransjer. Denne utviklingen er forsterket av høy arbeidsledighet i Sverige og Finland. Dersom etterspørselen etter arbeidskraft øker i våre naboland, kan det lett forsterke knappheten på arbeidskraft i Norge. Mobiliteten i bygge- og anleggsbransjen er drøftet i egen ramme i kapittel 4.
- Den sterke kredittveksten kan medføre fare for fortsatt høy prisvekst for boliger og formuesobjekter. Sterk vekst i aksje- og boligpriser vil erfaringsmessig gi opphav til økt konsumetterspørsel, som igjen kan gi prisimpulser.

På den annen side er det enkelte forhold som kan gi lavere prisvekst enn vi har anslått:

- Vi har antatt at bidraget fra fortjenestemarginer trekker opp konsumprisanslaget både i år og neste år. Sterk konkurranse på omsetningsleddet kan imidlertid føre til at bedriftene reduserer sine prismarginer og dermed trekker konsumprisveksten ned. Slike forhold, i tillegg til sterk produktivitetsvekst, er blitt trukket fram som forklaring på lav lønns- og prisvekst i mange land.
- En internasjonal renteoppgang, for eksempel som følge av høyere økonomisk vekst i Kontinental-Europa, kan også føre til høyere renter i Norge. Det vil kunne dempe presset i norsk økonomi.

Flere produksjonssektorer er nær kapasitetsgrensen, og det er økende knapphet på innsatsfaktorer. En noe lavere etterspørsel vil neppe i særlig grad dempe prisstigningen, mens en noe høyere etterspørsel i denne situasjonen kan føre til vesentlig høyere lønns- og prispress. Vi anslår derfor risikoen for en vesentlig sterkere vekst i priser og lønninger samlet sett som større enn den motsatte utviklingen.

VIRKNINGER AV EN MER EKSPANSIV FINANSPOLITIKK OG GJENINNHEITING AV LØNNSNIVÅET

Våre anslag i inflasjonsrapporten bygger på enkelte sentrale forutsetninger om utforming- en av den økonomiske politikken og om atfer- den til viktige aktører i økonomien:

- En finanspolitikk om lag på linje med den som er blitt gjennomført de senere årene.
- Fortsatt moderasjon i lønnsdannelsen.
- Stabil rente- og valutakursutvikling.
- Ingen vesentlige endringer i spareatferden til husholdninger og bedrifter.

Med utgangspunkt i disse forutsetningene anslås utviklingen i realøkonomien og i priser basert på de erfaringer om norsk økonomis virkemåte som er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI.

Skulle utviklingen i enkelte av de sentrale politikkvariablene bli vesentlig annerledes enn forutsatt, vil norsk økonomi kunne få et helt annet forløp enn det vi nå anslår. Samtidig er det trekk ved situasjonen i norsk økonomi og den økonomiske politikken som nå kan virke mer usikre enn tidligere. Det gjelder blant annet hvordan det stramme arbeidsmarkedet kan tenkes å slå ut i lønnsnivået, og hvordan situa- sjonen i økonomien påvirker spareatferden i privat sektor. Det er også betydelig usikkerhet om innretningen av finanspolitikken i årene fremover, og om hvordan penge- og valuta- markedene vil reagere på utformingen av den økonomiske politikken.

Virkingen av endringer i noen sentrale størrelser er illustrert i denne rammen. Vi har valgt å fokusere på endringer i finanspolitik- ken og i lønnsdannelsen. Fordi tidshorizonten i inflasjonsrapporten er for kort til å fange opp hovedeffektene av slike endringer, er virk- ningsberegningene gjennomført fram til og med 1999, med utgangspunkt i en stilisert re- feransebane der utviklingen neste år i grove trekk videreføres.

Det må understrekes at når en endrer slike sentrale forutsetninger, kan det medføre virk- ninger som i neste omgang gir opphav til en- dringer også på andre områder, for eksempel med hensyn til husholdningenes spareatferd

eller utviklingen i penge- og valutamarkedene. Beregningene nedenfor tar ikke hensyn til sli- ke eventuelle reperkusjoner, og de må derfor oppfattes utelukkende som en isolert illustra- sjon og ikke som anslag på en alternativ utvik- lingsbane.

I denne rammen forutsettes en mer ekspan- siv finanspolitikk de neste årene. Vi legger her til grunn at offentlige utgifter reelt sett vokser med 8-9 milliarder (2 prosentpoeng) pr. år ut over det som ligger inne i referansebanen. Veksten i offentlig sysselsetting er tilsvarende økt med 2 prosentpoeng både i 1998 og 1999. Ifølge RIMINI-modellen virker dette på lønnsveksten i løpet av det første året og på prisstigningstakten først i det andre året. I 1999 blir lønnsveksten 2 prosentpoeng høyere og inflasjonen $\frac{3}{4}$ prosentpoeng høyere enn i referansebanen. Arbeidsledigheten kan bli vel 1 prosentpoeng lavere i 1999 sammenlignet med referansebanen som en følge av en slik omlegging av finanspolitikken.

For lønnsdannelsen har vi i referansebanen overstyrt de historisk baserte sammenhengene i RIMINI-modellen. Modellen og øvrige an- slag i beregningene predikerer samlet sett et likevektsnivå for lønnsnivået. Ifølge modellen vil derfor lav lønnsvekst ett år normalt bli hentet inn igjen til dette likevektsnivået over de neste årene. I anslagene i referansebanen er det imidlertid lagt til grunn at moderasjonslin- jen så langt på 1990-tallet har fått varig virk- ning på lønnsnivået. Anslaget i referansebanen for lønnsnivået i 1998 ligger således lavere enn det underliggende anslaget for likevekts- lønnsnivå.

Med den forutsetningen vi har gjort om fi- nanspolitikken i denne rammen, vil imidlertid arbeidsmarkedet bli så stramt at det kan synes urimelig å opprettholde forutsetningen om vi- dereføring av lønnsmoderasjonen. Vi har der- for i denne rammen også sett på konsekvensene av at man i løpet av de neste tre årene får en gjeninnhenting i lønnsnivået opp mot det likevektsnivået som vår samlede bruk av RI- MINI-modellen tilsier.

Virkingen av en mer ekspansiv finanspoli-

tikk og en lønnsmessig gjeninnhenting gir betydelig høyere lønnsvekst de kommende årene. Ifølge RIMINI-modellen kan lønnsveksten komme opp i nærmere 6 prosent neste år, betydelig høyere enn anslaget på 4 $\frac{1}{2}$ prosent i inflasjonsrapporten. Prisstigningen blir i så fall 2 $\frac{3}{4}$ prosent, $\frac{1}{2}$ prosentpoeng høyere enn i inflasjonsrapporten. Veksten i privat konsum og BNP for Fastlands-Norge blir også sterkere.

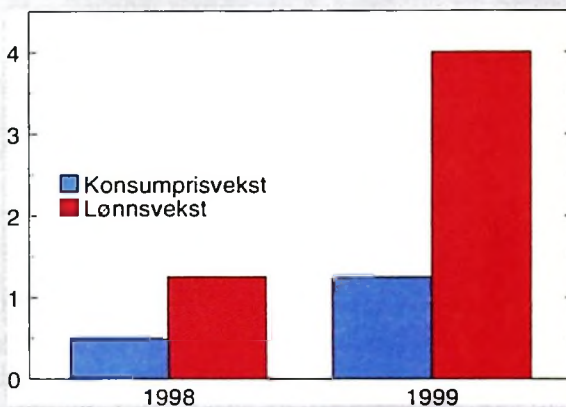
Effektene av en mer ekspansiv finanspolitikk og brudd i moderasjonslinjen i inntektsoppjørene vil for alvor gjøre seg gjeldende i 1999. Lønnsveksten vil kunne bli hele 4 prosentpoeng høyere enn i referansebanen. Dette vil øke husholdningenes inntekter, og ifølge RIMINI-modellen kan konsumveksten bli nærmere 1 $\frac{1}{2}$ prosentpoeng høyere i 1999 enn i referansebanen. Inflasjonen vil kunne bli 1 $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere enn hva den ellers ville ha vært, og kan komme opp i området 3 $\frac{1}{2}$ -4 $\frac{1}{2}$ prosent i 1999. Prisstigningen vil i et slikt forløp være tiltakende gjennom hele perioden og inn i år 2000. Veksten i BNP for Fastlands-Norge vil kunne bli nærmere 2 prosentpoeng høyere i 1999.

Det må antas at en slik utvikling ikke vil kunne opprettholdes over tid, og at den før eller senere må reverseres for å bringe økonomien tilbake til en balansert vekstbane.

Disse virkningsberegningene illustrerer at ved å endre sentrale forutsetninger som ligger til grunn for anslagene, vil den økonomiske

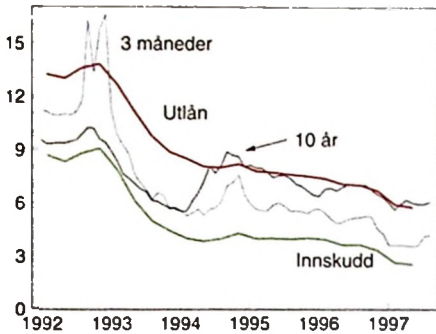
utviklingen komme inn i et annet spor enn hittil. Muligheten for å få til fortsatt lønnsmoderasjon avhenger både av forhold i og utenfor arbeidsmarkedet. Skulle innenlandsk etterspørsel øke ut over det vi har antatt i inflasjonsrapporten, for eksempel ved en mer ekspansiv finanspolitikk, vil vi få et strammere arbeidsmarked. Dette kan i seg selv svekke muligheten for fortsatt lønnsmoderasjon. Også forhold på tilbudssiden kan få avgjørende betydning. Vi kan således få liknende virkninger dersom andre forutsetninger enn de vi har tatt for oss, endrer seg. Det er for eksempel svært usikkert om det vil lykkes å øke yrkesdeltakelsen slik vi har antatt, uten at lønnsnivået presses opp.

Figur 1.8 Avvik fra årlige vekstrater i referansebanen. Prosentpoeng



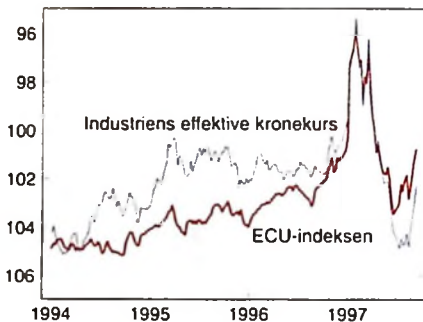
Kilde: Norges Bank

Figur 2.1 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, tremåneders eurokronerente og tiårs statsobligasjonsrente



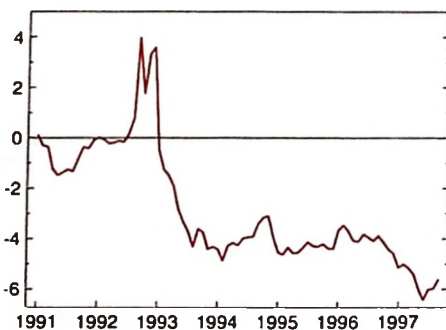
Kilde: Norges Bank

Figur 2.2 ECU-indeksen og industriens effektive kronkurs. Stigende kurve innebærer appresiering



Kilde: Norges Bank

Figur 2.3 Norges Banks monetære indeks (MCI). Januar 1992=0



Kilde: Norges Bank

2.1 Renter og valutakurs

Tremånedersrentene i pengemarkedet har steget fra 3,5 prosent til 3,9 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Stigningen i de kortsiktige rentene må blant annet ses i sammenheng med økningen i Norges Banks foliorente til bankene, fra 3,25 til 3,50 prosent, med virkning fra 16. juli. Nivået er likevel vesentlig lavere enn gjennomsnittet for 1996. I anslagene videreføres, som en teknisk forutsetning, siste måneds rentenivå ut prognoseperioden.

Den tyske tremånedersrenten har vært relativt konstant gjennom sommeren. Norsk pengemarkedsrente ligger nå om lag 0,5 prosentpoeng over den tyske renten og om lag 0,5 prosentpoeng under tilsvarende ECU-rente.

Norges Banks rentestatistikk viser at de rentene publikum står overfor, fortsatte å falle fra første til andre kvartal. Den gjennomsnittlige utlånsrenten fra forretnings- og sparebankene falt i denne perioden med 0,2 prosentpoeng til 5,8 prosent. Etter dette er det besluttet moderate renteøkninger i enkelte finansinstitusjoner. Flytende utlånsrente i Husbanken er nå om lag 3,8 prosent.

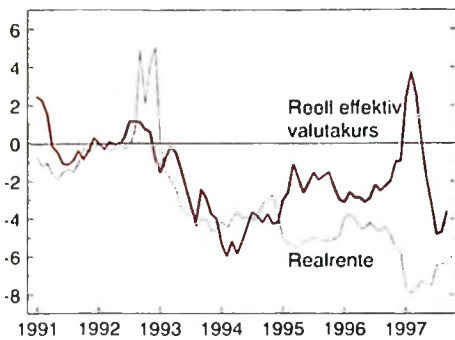
Etterspørselsbildet kan også være påvirket av langsiktige renter, selv om lån med lang rentebinding spiller en mindre rolle i Norge enn i mange andre land. Renten på tiårs statsobligasjoner har steget med 0,1 prosentpoeng til 5,8 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Differansen mot tilsvarende tysk rente er om lag 0,3 prosentpoeng.

Kronen har styrket seg med 1,8 prosent målt ved industriens effektive valutakurs og med 2,9 prosent mot teoretisk ECU siden forrige inflasjonsrapport. Som en teknisk forutsetning videreføres siste måneds gjennomsnittlige valutakursnivå ut prognoseperioden. Det innebærer at kroneverdien er omtrent uendret fra 1996 til 1997 målt med industriens effektive valutakurs, og en gjennomsnittlig svekkelse på 1 1/2 prosent fra 1997 til 1998.

Norges Banks monetære indeks er konstruert for å sammenfatte virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innenlandsk etterspørsel, jf. figur 2.3. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutaforholdene virker i mer ekspansiv retning på realøkonomien. Indeksen viste bare mindre svingninger de tre siste årene fram til i fjor høst. Fra høsten 1996 og til og med første halvår 1997 har lavere realrente bidratt til en mer ekspansiv pengepolitikk. Denne utviklingen ble til en viss grad motvirket av realappresieringen av kronen fram til januar 1997. Fram til og med andre kvartal svekket imidlertid kronen seg, slik at også bidraget fra valutakursen har vært ekspansivt.

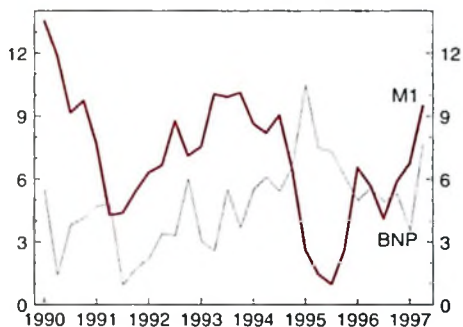
Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en

Figur 2.4 Komponentene i MCI.
Januar 1992=0



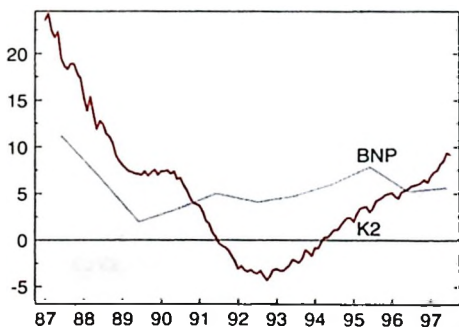
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Pengemengden M1 og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra samme periode året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 Innenlandsk kreditt i alt (K2) og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra samme periode året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

egen rapport i Penger og Kredit – Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar.

2.2 Pengemengdevekst

Utviklingen i pengemengden brukes i mange land som en indikator for fremtidig inflasjon. Undersøkelser på norske data tyder imidlertid på at det ikke er en nær sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i Norge, men det er funnet en relativt stabil sammenheng på lang sikt mellom endringer i pengemengden og vekst i nominelt bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge.

I løpet av første kvartal 1997 falt tolv månedersveksten i pengemengden (M2) fra 6 prosent til 0,9 prosent, men trenden har vært stigende måned for måned siden mars. M2 består av sedler og mynt, anfordringsinnskudd, ubenyttede kassekreditter og byggelån og tidsinnskudd. Ved utgangen av juli var årsveksten i M2 4,5 prosent. Fordelt på tilførselskildene var det i første kvartal en sterk inndragning ved sentralmyndighetenes inntektsoverskudd, spesielt lånetransaksjoner, som lå bak den lave veksten, mens det var utlån fra bankene som var den dominerende kilden til pengemengdeveksten i andre kvartal.

Det snevrere pengemengdebegrepet M1 (M2 fratrukket tidsinnskuddene) har vist sterk vekst så langt i 1997. M1 vokste med 8,4 prosent i de første syv månedene i år sammenliknet med samme periode i fjor. Det er godt over veksten i nominelt bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge, jf. figur 2.5.

2.3 Kredittvekst

Tolv månedersveksten i publikums innenlandske bruttogjeld (K2) var 9,1 prosent ved utgangen av juli. Årsveksten har stort sett vært jevnt tiltakende siden oktober 1992. Kredittveksten må ses på bakgrunn av de siste årenes rentefall og den gunstige konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Figur 2.6 viser utviklingen i årlige vekstrater for K2 og nominelt BNP for Fastlands-Norge fra 1987 til utgangen av juli i år. Den innenlandske kredittveksten, som på 1990-tallet stort sett har vært mindre enn veksten i verdiskapingen i fastlandsøkonomien, har i løpet av 1997 blitt sterkere enn veksten i nominelt BNP for Fastlands-Norge. Publikums samlede gjeldsbelastning i forhold til verdiskapingen i økonomien er imidlertid vesentlig lavere enn på slutten av 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet.

En oppsplitting av kreditten på de enkelte låntakersektorene viser at det fremdeles er de ikke-finansielle foretakene som står for den kraftigste kredittveksten. Tolv månedersveksten i foretakenes innenlandske gjeld var etter foreløpige beregninger om lag 19 prosent ved utgangen av annet kvartal. Denne veksten reflekterer i noen grad et skifte fra lån i utlandet til innenlandske lån. Det tilsvarende tallet for husholdningene var vel 7 prosent.

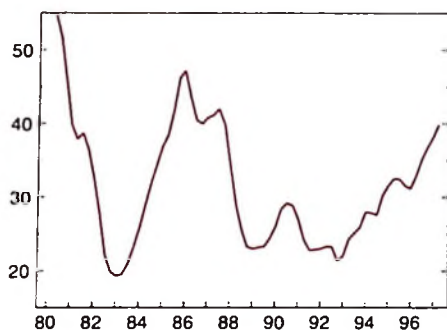
3 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

Tabell 3.1 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år.

	1996	1997	1998
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,7	3 3/4	3
Privat konsum	4,7	3 1/2	3 1/4
Offentlig konsum	3,3	2 3/4	2 1/4
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	6,6	6 1/4	3 1/2
Pålopte oljeinvesteringer	-4,4	27	4
Ekspert	10,0	5 3/4	6 1/2
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	16,0	7	10 3/4
Tradisjonelle varer	10,3	6	5
Import	6,5	8 1/2	4 3/4
Tradisjonelle varer	9,3	7	4
BNP	5,3	4	4
BNP, Fastlands-Norge	3,7	3 1/2	3

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.1 Indikator for ressursknapphet i industrien ifølge konjunkturbarometeret. Prosent av bedrifter som opplever produksjonsskranke



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

3.1 Hovedtrekk

Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at BNP for Fastlands-Norge i faste priser vokste med 2,4 prosent fra første halvår 1996 til første halvår 1997. Samlet innenlandsk etterspørsel økte med 4,8 prosent i tilsvarende periode. Oppgangskonjunktoren har nå vart i fem år. Vi ser for oss fortsatt høy etterspørselsvekst inneværende og neste år. Den høye veksten i etterspørselen har slått ut i en kraftig økning i importen.

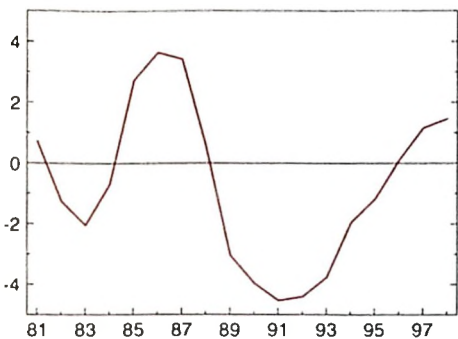
Oppgangen er bredt basert. Husholdningens konsum har vært, og vil fortsatt være, en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen. Konsumveksten henger sammen med sterk inntekts- og formuesvekst, blant annet som følge av verditviklingen på aksje- og boligmarkedet. Konsumveksten anslås til 3 1/2 prosent i år og 3 1/4 prosent neste år. Den høye konsumveksten innebærer en reduksjon i spareraten både i år og neste år.

Veksten i offentlig konsum ser ut til å øke, hovedsakelig som følge av høyere skatteinngang til kommunene enn tidligere antatt. Samlet legger vi til grunn at offentlig konsum øker med 2 3/4 prosent i 1997, mens veksten i 1998 anslås til 2 1/4 prosent. Det er betydelig usikkerhet i dette anslaget. Selv om vi har lagt til grunn noe sterkere utgiftsvekst i kommunene neste år enn anslått i Revidert nasjonalbudsjett, er vårt anslag relativt forsiktig sett i lys av den sterke inntektsveksten i kommunene.

Realinvesteringene er stadig på et høyt nivå. Foreløpige tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap viser at realinvesteringene i bedriftene i fastlandsøkonomien var drøye 5 prosent høyere i første halvår i år enn i første halvår i fjor. Vi anslår en investeringsvekst blant bedriftene i Fastlands-Norge på rundt 5 prosent inneværende år. Neste år anslår vi bedriftsinvesteringene til å vokse med om lag 1/2 prosent. Ekspertveksten for tradisjonelle varer var rekordhøy i 1996. Også i år er ekspertveksten sterk, om noe lavere enn fjoråret.

Knapphetsindikatorerne i figur 3.1 og 3.2 illustrerer at norsk økonomi nå er inne i en konjunkturfase med tiltakende knapphet på ulike innsatsfaktorer. Mulighetene for ytterligere produksjonsvekst er begrenset. I denne fasen av forrige høykonjunktur slo dette ut i prispress. Det er imidlertid grunn til å understreke usikkerheten rundt tallfestingen av det trendmessige BNP-nivået i figur 3.2. Blant annet vil de høye realinvesteringene over tid slå ut i økt produksjonskapasitet og trolig også sterkere produktivitetsvekst enn hittil i oppgangskonjunktoren. Kapitalintensiteten, det vil si kapitalbeholdningen som andel av bruttoproduktet, har imidlertid falt blant fastlandsbedriftene de siste årene,

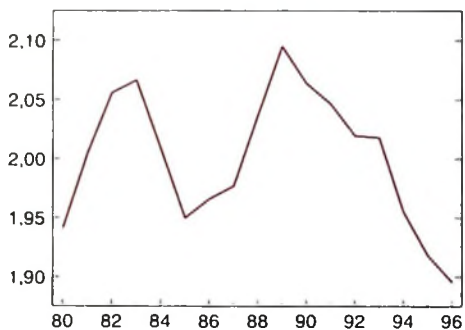
Figur 3.2 Produksjonsgap. *Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Prosentpoeng*



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Kapitalintensitet i bedrifter i Fastlands-Norge¹. *Kapitalbeholdning som andel av bruttoprodukt i faste priser*



¹ Tall fra Statistisk sentralbyrå for kapitalslit, og dermed kapitalbeholdning, finnes bare til og med 1994. For årene 1995 og 1996 har vi lagt til grunn at kapitalslitet som andel av bruttoproduktet utvikler seg i tråd med gjennomsnittet i perioden 1978-1994.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

jf. figur 3.3. Et fall i kapitalintensiteten innebærer at bruttoproduktet vokser raskere enn kapitalbeholdningen. Figur 3.3 indikerer således at kapasitetsutnyttelsen så langt har økt, til tross for høye investeringer.

3.2 Husholdningenes tilpasning

Husholdningenes konsumvekst har vært en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen. Til tross for flere år med sterk forbruksvekst er husholdningenes formuessituasjon stadig blitt styrket. Det henger sammen med den sterke inntektsveksten husholdningene har hatt, og med verdiutviklingen i bolig- og aksjemarkedet. Disse faktorene har bidratt til å legge grunnlaget for forbruksveksten.

Nedgangen i pengemarkedsrentene sist vinter utløste stor aktivitet i boligmarkedet, og bruktboligprisene økte med ytterligere 3 prosent i andre kvartal i år. Vi anslår en nominell økning i bruktboligprisene på 12 prosent inneværende år, og en ytterligere nominell økning på 7 prosent i 1998. Veksten i igangsettingen av nye boliger har vært sterk så langt i år, og som i forrige inflasjonsrapport anslår vi veksten i boliginvesteringene til 12 prosent i 1997. Vi venter fortsatt sterk vekst i boliginvesteringene neste år, om lag 14 prosent.

Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte privat konsum med 3,4 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Mens bilkjøpene, som bidrog sterkt til den kraftige konsumveksten i fjor, har flatet ut i inneværende år, fortsetter kjøp av varige konsumgoder som møbler, elektriske artikler og varige fritidsgoder å stimulere konsumutviklingen. Det er med andre ord fortsatt slik at det er den rentefølsomme del av konsumet som øker sterkest, mens det øvrige vare- og tjenestekonsumet viser en mer moderat utvikling.

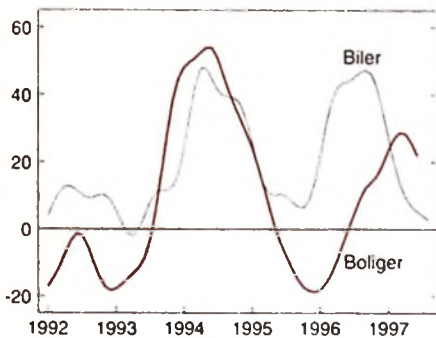
Vi venter at konsumveksten vil fortsette å være en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen de neste to årene. Dette må først og fremst ses på bakgrunn av fortsatt sterk realinntektsvekst for husholdningene samt utviklingen i husholdningenes finansielle formuesposisjon og i deres boligformue.

Vi anslår konsumveksten til 3 1/2 prosent i 1997 og til 3 1/4 prosent i 1998. Anslagene er uendret fra forrige inflasjonsrapport. Våre anslag innebærer at husholdningenes sparing som andel av disponibel inntekt vil reduseres i 1997 og 1998, slik at spareraten i 1998 blir om lag 4 1/2 prosent. Økningen i boliginvesteringene gjør at den finansielle sparingen vil avta.

3.3 Finanspolitikken

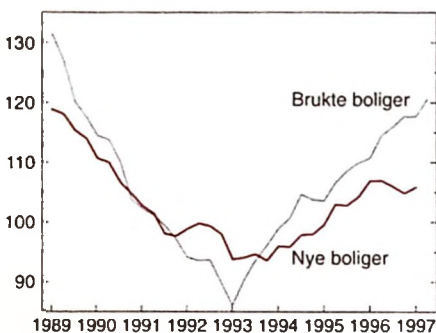
Forslagene til det finanspolitiske opplegget for 1997 i Revidert nasjonalbudsjett (RNB) ble kort omtalt i forrige inflasjonsrapport. Våre anslag for offentlig etterspørsel reflekterer i stor grad budsjettopplegget i RNB. Det er her lagt til

Figur 3.4 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal. Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



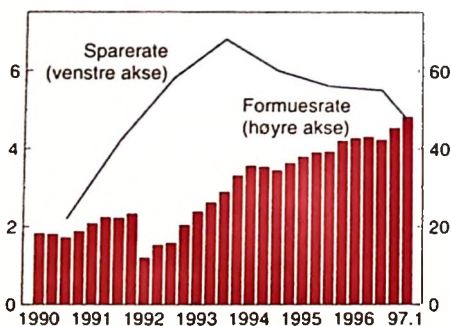
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.5 Realpriser på boliger. Indeks 1991=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

Figur 3.6 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

grunn en underliggende realvekst i statsbudsjettets utgifter på 1³/₄ prosent i år. Målt ved endringen i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerede budsjettoverskuddet, innebar budsjettopplegget i RNB for 1997 en innstramming i den innenlandske etterspørselen tilsvarende 1/2 prosent av BNP for Fastlands-Norge.

Vi anslø i forrige rapport en realinntektsvekst i kommunene på nærmere 4 prosent, mens kommunalt konsum ble ansløtt å øke med 3¹/₂ prosent i 1997. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap vokste det kommunale konsumet med 2,7 prosent fra første halvår i fjor til første halvår i år. Samtidig har investeringsveksten vært betydelig, spesielt i forbindelse med seksårsreformen i skolen. I andre halvår, når reformen er trådt i kraft, venter vi lavere investeringsvekst og høyere konsum. Tall fra skatteregnskapet viser at skatteinntektene til kommunene i løpet av de sju første månedene økte med 6,4 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. Den sterke veksten i kommunenes skatteinntekter må ses i sammenheng med den sterke sysselsettingsveksten hittil i år. Økte kommunale inntekter kan gi grunnlag for økte utgifter neste år. Vi legger fremdeles til grunn at kommunalt konsum vokser med 3¹/₂ prosent i 1997, men for 1998 er veksten oppjustert til 3 prosent, det vil si på linje med veksten i verdiskapingen i Fastlands-Norge. Samlet legger vi til grunn at offentlig konsum øker med 2³/₄ prosent i 1997, mens veksten i 1998 ansløes til 2¹/₄ prosent.

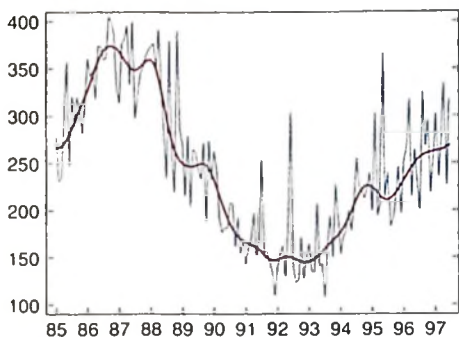
I RNB ble offentlige bruttoinvesteringer antatt å øke med 3¹/₂ prosent i faste priser fra 1996 til 1997, blant annet som følge av kommunale investeringer knyttet til grunnskole-reformen og økte bevilgninger til veibygging i statlig regi. Fra første halvår i fjor til første halvår i år vokste imidlertid offentlige bruttoinvesteringer med nærmere 9 prosent. I lys av dette har vi oppjustert ansløet for inneværende år til 7 prosent. I 1998 venter vi en økning i offentlige bruttoinvesteringer på om lag 3 prosent.

3.4 Investeringer

Realinvesteringene i bedriftene i fastlandsøkonomien var drøye 5 prosent høyere første halvår i år enn i første halvår i fjor, viser foreløpige tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap. Det var særlig industrien som bidrog til denne veksten. Høy kapasitetsutnyttelse og utsikter til produksjonsvekst både inneværende år og neste år peker i retning av fortsatt vekst i bedriftsinvesteringene.

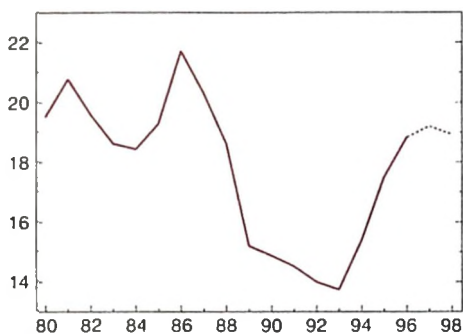
Statistisk sentralbyrås investeringstelling indikerer en viss avdemping av veksttakten i industriinvesteringene inneværende år. På den annen side har industriinvesteringene vokst med om lag 10 prosent første halvår i år sammenliknet med første halvår i fjor. Den høye importen av maskiner og transportmidler trekker i retning av et fortsatt høyt investeringsnivå, det samme gjør tall for igangsettingen av

Figur 3.7 Igangsetting av næringsbygg. 1000 kv. meter. Sesongjustert og trend



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.8 Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.2 Anslag for BNP i utlandet. Consensus forecasts i parentes. Prosentvis vekst fra foregående år

	1997		1998	
USA	3 3/4	(3,5)	2 1/4	(2,5)
Japan	2	(1,9)	2 1/2	(1,9)
Tyskland	2 1/4	(2,4)	2 1/2	(2,8)
Storbritannia	3 1/4	(3,5)	2 1/2	(2,5)
Sverige	2	(2,2)	3	(2,9)
Finland	4 3/4	(4,0)	3 1/2	(3,5)
Danmark	3	(3,0)	2 3/4	(2,9)
Norges handelspartnere ¹⁾	2 3/4	(2,7)	2 3/4	(2,8)

1) Vektet med eksportvekter

Kilde: Norges Bank og Concensus Forecasts

næringsbygg. De første syv månedene i år har igangsettingen av slike bygg økt med nærmere 10 prosent sammenliknet med samme periode i fjor.

Vi anslår en investeringsvekst i bedriftene i Fastlands-Norge på rundt 5 prosent inneværende år. Innenfor tjenesteyting og varehandel anslås veksten noe lavere enn dette, mens vi antar en litt høyere vekst i industrien. For 1998 ser vi for oss en avdemping av veksttaket, men investeringsnivået vil fortsatt være høyt. Investeringene knyttet til utbyggingen av den nye hovedflyplassen på Gardermoen vil avta kraftig fra 1997 til 1998. Dette motvirkes imidlertid noe ved den planlagte utbyggingen av gasskraftverk på Vestlandet samt enkelte store prosjekter innen kraftforsyningen. Samtidig indikerer investeringstillingen at industriinvesteringene vil fortsette å øke. Samlet anslår vi bedriftsinvesteringene til å vokse med om lag 1/2 prosent neste år.

Oljeinvesteringene vokser kraftig i år. Med en anslått vekst på 27 prosent er investeringene i oljesektoren nå dobbelt så store som boliginvesteringene i Norge. Statistisk sentralbyrås investeringsundersøkelse for tredje kvartal indikerer samtidig at oljeinvesteringene vil holde seg oppe på et høyt nivå neste år. Mens oljeinvesteringene falt i perioden 1994-1996, og således bidro til å dempe konjunkturoppgangen, anslår vi at disse investeringene både inneværende år og neste år vil bidra til betydelige etterspørselsimpulser rettet mot Fastlands-Norge.

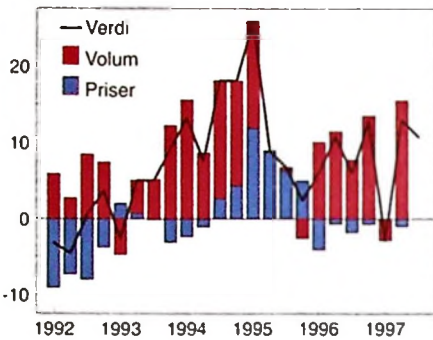
3.5 Utenrikshandelen

Vi venter en BNP-vekst hos handelspartnerne på 2 3/4 prosent i år og neste år, og dette er noe høyere enn tidligere forventet. Veksten synes særlig å bli sterkere enn tidligere antatt i USA og Storbritannia, men noe svakere i Asia. I Kontinental-Europa ser det ut til at den økonomiske veksten er i ferd med å ta seg opp. Så langt har den økonomiske oppgangen i Kontinental-Europa vært eksportdrevet. Vi forventer et tradisjonelt konjunkturforløp der investeringene etter hvert tar over som drivkraften bak den økonomiske utviklingen.

Eksporten av tradisjonelle varer var høy i første halvår i år. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap steg eksportvolumet med 5,9 prosent sammenliknet med tilsvarende periode i fjor. Eksportveksten i år er likevel dempet i forhold til fjoråret, da eksporten av tradisjonelle varer økte med 10,3 prosent og norsk næringsliv vant betydelige markedsandeler.

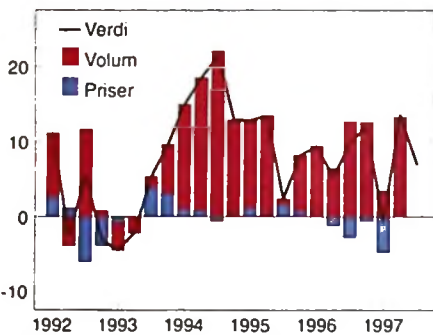
Tall fra utenrikshandelen så langt i tredje kvartal bekrefter fortsatt sterk vekst i eksportverdien, selv om dette også trolig reflekterer en viss prisvekst. Verdien av tradisjonell eksport lå nesten 13 prosent høyere i august i år enn i august i fjor. I gjennomsnitt anslår vi en volumvekst i tradisjonell eksport på 6 prosent i år og 5 prosent neste år. Øk-

Figur 3.9 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året for.



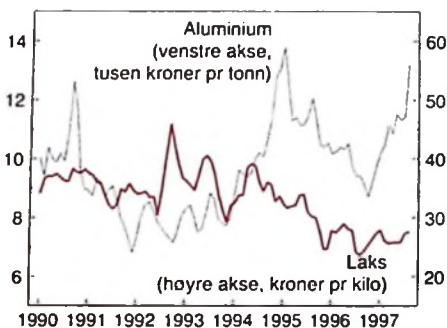
Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor. Kilde: SSB

Figur 3.10 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året for.



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i tredje kvartal i forhold til samme periode i fjor. Kilde: SSB

Figur 3.11 Prisutviklingen på aluminium og laks. Kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå og The Economist

ningen i anslaget for eksporten fra forrige inflasjonsrapport skyldes i første rekke noe høyere forventet markedsvekst i utlandet.

Importen av tradisjonelle varer har vært sterkere enn anslagene i forrige inflasjonsrapport. I forhold til første halvår i fjor vokste tradisjonell import med 8,7 prosent. Tendensen til økt importvolum gjennom året bekreftes av utenrikshandelstall for juli og august. Vi anslår en volumvekst i import av tradisjonelle varer på 7 prosent i 1997 og 4 prosent i 1998. Den samlede importveksten kan komme opp i nærmere 8½ prosent i år. Dette reflekterer blant annet investeringene i oljeutvinning og rørtransport og sterk vekst i nordmenns konsum i utlandet.

Norske eksportpriser avhenger i særlig grad av prisutviklingen i de internasjonale råvaremarkedene. Flere råvarepriser har vært svært volatile de siste årene. Gjennom 1996 falt prisene på metaller, treforedlingsprodukter og kjemiske råvarer. Totalt falt eksportprisene på tradisjonelle varer med 1,5 prosent fra 1995 til 1996.

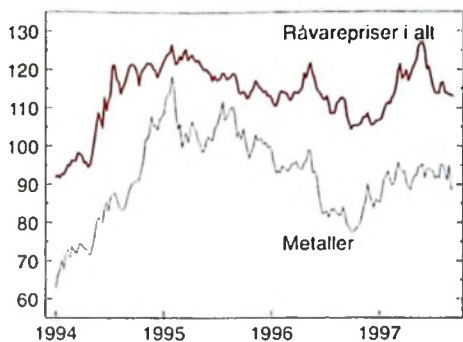
The Economists råvareprisindeks steg kraftig fram til midten av juni i år, men har i løpet av sommeren falt noe tilbake. De tre første kvartalene i år lå likevel råvareprisindeksen i gjennomsnitt om lag 8 prosent høyere sammenliknet med samme periode i fjor. Utviklingen i råvareprisindeksen reflekterer blant annet en markert oppgang i prisen på enkelte matvarer. Det er spesielt prisen på kaffe som har vist en tidvis kraftig økning, og i mai var prisen for enkelte kvaliteter den høyeste siden 1977. Men også prisen på metaller, og spesielt aluminium, har bidratt til bevegelsene i råvareprisindeksen. Holder dagens aluminiumspris seg ut året, blir veksten om lag 17 prosent i år sammenliknet med gjennomsnittsnivået i fjor, målt i norske kroner. Etter at lakseprisene falt noe fram mot sommeren, har prisen på laks de siste månedene steget opp mot nivået ved begynnelsen av året.

Oljeprisen falt fra om lag 24 dollar fatet ved årsskiftet til 17 dollar fatet i begynnelsen av juni. Gjennom sommermånedene lå oljeprisen relativt stabilt mellom 18 og 19 dollar fatet. Målt i norske kroner har oljeprisen økt fra 128 kroner fatet i juni til 134 kroner fatet i september.

I henhold til kvartalsvis nasjonalregnskap falt eksportprisene på tradisjonelle varer med 1,6 prosent hittil i år i forhold til samme periode i fjor. Vi venter at eksportprisene skal øke utover i annet halvår i år, blant annet som følge av høyere råvarepriser, og som helhet venter vi uendrede priser på tradisjonelle eksportvarer i gjennomsnitt. I 1998 legger vi til grunn at eksportprisene vil øke med 2 prosent.

Hittil i år er importprisene på tradisjonelle varer 2,5 prosent lavere enn tilsvarende periode i fjor. Dette kan delvis ses i sammenheng med den sterke kronekursen i vinter. Utviklingen i importprisene hittil i år er likevel noe svakere enn tidligere forventet. Etter en samlet vurdering er derfor

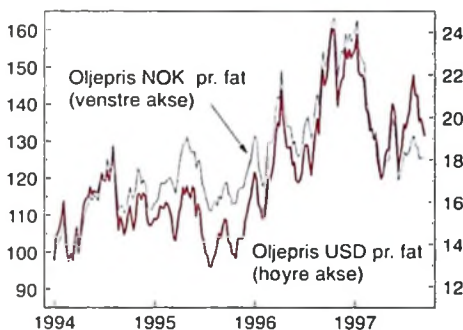
Figur 3.12 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller



Kilde: The Economist

anslaget for importprisene i år noe nedjustert, mens anslaget for 1998 er noe oppjustert i forhold til forrige inflasjonsrapport. I 1997 venter vi at importprisene for tradisjonelle varer vil falle med $\frac{3}{4}$ prosent i forhold til 1996, mens vi legger til grunn en prisvekst på $1\frac{1}{2}$ prosent i 1998.

Figur 3.13 Oljepriser i NOK og USD



Kilde: The Economist

4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

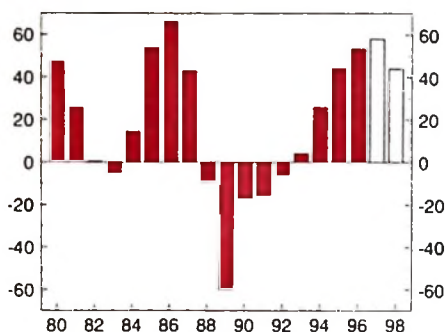
Den sterke sysselsettingsveksten vi så i fjor og i første kvartal i år, ser ut til å fortsette. Ifølge foreløpige tall fra AKU og kvartalsvis nasjonalregnskap har sysselsettingen vokst med 3 prosent første halvår i år sammenliknet med første halvår i fjor. Det tilsvarer nærmere 65 000 personer. Sysselsettingen økte særlig i privat tjenesteyting og i industri-, bygge- og anleggssektoren. Veksten hittil i år er sterkere enn vi la til grunn i vår forrige inflasjonsrapport, hvor vi anslo sysselsettingen til å vokse med 2¹/₄ prosent.

Samtidig med veksten i sysselsettingen har tilstrømmingen til arbeidsmarkedet vært betydelig. I løpet av første halvår i år økte arbeidsstyrken ifølge AKU med 50 000 personer, eller 2,2 prosent, sammenliknet med første halvår i fjor. Som andel av arbeidsstyrken gikk ledigheten ifølge AKU ned med 0,7 prosentpoeng i samme periode. Utviklingen bekreftes av Arbeidsdirektoratets tall for registrert ledighet, som viser en gjennomsnittlig nedgang i ledighetsandelen de første åtte månedene i år sammenliknet med samme periode i fjor på 0,9 prosentpoeng. Nedgangen i registrert ledighet er dermed noe større enn nedgangen i AKU-ledigheten. Dette skyldes i hovedsak en sterk økning i antall ungdom uten tidligere arbeidserfaring som nå ønsker arbeid. Disse regnes som arbeidsledige i AKU, men reflekteres ikke nødvendigvis i tallene fra Arbeidsdirektoratet fordi mange av dem ikke melder seg ledig ved arbeidskontorene.

På bakgrunn av informasjon om utviklingen i arbeidsmarkedet så langt i år, har vi valgt å justere opp anslagene for veksten i sysselsettingen og arbeidsstyrken for 1997. Sysselsettingen anslås nå å kunne vokse med om lag 2³/₄ prosent, eller bortimot 60 000 personer, fra 1996 til 1997. Veksten i arbeidsstyrken kan komme opp i 2 prosent i samme periode, noe høyere enn vi tidligere har lagt til grunn. Den registrerte ledigheten anslås nå til drøye 3¹/₄ prosent inneværende år, marginalt lavere enn anslaget i forrige inflasjonsrapport. AKU-ledigheten anslås til vel 4 prosent.

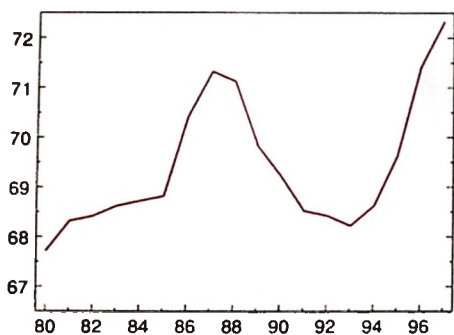
Fleksibiliteten i arbeidsmarkedet synes fremdeles å være stor. Til tross for en antatt sysselsettingsvekst de siste fire årene på om lag 180 000 personer, har AKU-ledigheten bare gått ned med rundt 40 000 personer. Dette skyldes at flere har kommet inn i arbeidsstyrken i takt med bedringen i arbeidsmarkedet. Yrkesdeltakelsen har vokst vesentlig raskere enn de 10 000-15 000 personer som årlig følger av rene demografiske forhold, og er nå enda høyere enn i den sterke konjunkturoppgangen på 1980-tallet. Denne utviklingen er i samsvar med tidligere erfaringer for hvordan

Figur 4.1 Sysselsatte personer. Endring fra året før. 1000 personer



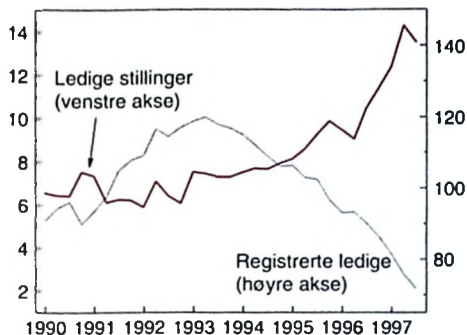
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder



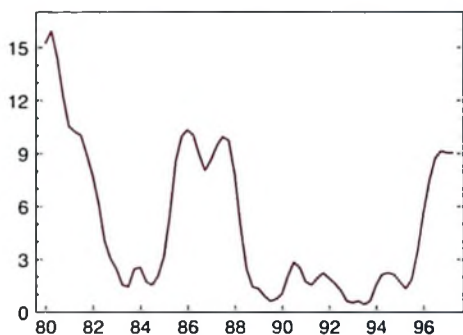
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.3 Registrert ledige personer og beholdning ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



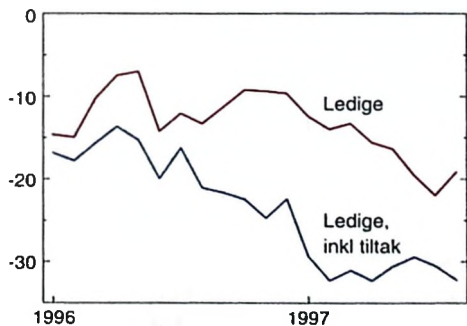
Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 4.4 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 Registrert ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak. Endring fra samme periode året før. 1000 personer



Kilde: Arbeidsdirektoratet

arbeidsstyrken utvikler seg i en høykonjunktur. Etter flere år med kraftig tilsig av nye arbeidstakere er det imidlertid svært usikkert om denne utviklingen kan fortsette uten at lønnsnivået presses opp. Det er i denne sammenheng klare tegn til at arbeidsmarkedet nå strammes til. Blant annet øker tilgangen på ubesatte ledige stillinger meget raskt.

For 1998 legger vi til grunn en fortsatt betydelig høyere vekst i arbeidstilbudet enn hva demografiske forhold alene skulle tilsi, og noe høyere enn i forrige inflasjonsrapport. En mer moderat etterspørselsvekst neste år vil trolig dempe sysselsettingsveksten i 1998 sammenliknet med inneværende år. For neste år anslår vi nå en sysselsettingsvekst på 2 prosent, $\frac{1}{2}$ prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. I tråd med den trendmessige nedgangen i gjennomsnittlig arbeidstid de siste årene har vi også for neste år tatt hensyn til en viss nedgang i gjennomsnittlig arbeidstid. Det reflekterer at vi ser for oss at noe av sysselsettingsveksten fortsatt vil komme som deltidssysselsetting. Sammenliknet med forrige rapport har vi videre lagt til grunn en noe sterkere sysselsettingsvekst i offentlig sektor neste år.

Disse justeringene fører til en noe større reduksjon i ledigheten fra 1997 til 1998 enn vi tidligere anslo. Den registrerte ledigheten anslås å falle fra drøyt $3\frac{1}{4}$ prosent i 1997 til om lag $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. AKU-ledigheten antas å komme ned i $3\frac{3}{4}$ prosent i 1998. Etter AKUs tidligere definisjoner tilsvarer dette en ledighet på $3\frac{1}{4}$ prosent eller noe lavere.

4.2 Lønninger

I forrige inflasjonsrapport anslo vi samlet årslønnsvekst til 4 prosent i 1997, økende til $4\frac{1}{4}$ prosent i 1998. Anslaget for i år var basert på resultatene fra årets lønnsoppgjør samt egne vurderinger for lønnsglidningen. Lønnsstatistikk fra NHO for første kvartal i år viste en noe lavere lønnsvekst for industriarbeidere enn det som lå til grunn for vårt lønnsanslag inneværende år. På den annen side var lønnsveksten i bygge- og anleggssektoren betydelig. Samtidig har vi indikasjoner på at lønnsveksten for funksjonærer innen LO/NHO-området blir vesentlig høyere enn for arbeidere. For offentlig sektor og tjenesteyting og varehandel har vi foreløpig ingen indikasjoner på at lønnsveksten skulle avvike fra vårt anslag forrige gang. Samlet har vi derfor valgt å beholde vårt anslag for lønnsveksten fra forrige inflasjonsrapport på 4 prosent for i år.

I vurderingen av lønnsutviklingen fremover er det flere forhold som trekker i retning av økt lønnspress:

- Vi har forutsatt at moderasjonslinjen i inntektsoppgjørene så langt på 1990-tallet videreføres. Skulle etterspørselsveksten i økonomien eller fleksibiliteten i

MOBILITETEN I BYGGE- OG ANLEGGSRANSJEN

Sysselsettingen innen bygge- og anleggsvirksomhet vokste ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap med nesten 10 prosent i andre kvartal i år i forhold til andre kvartal ifjor. I 1996 var det 88 000 personer i denne bransjen. Sysselsettingsstatistikken vil imidlertid bare til en viss grad fange opp utlendinger som arbeider i Norge, ettersom det bare er personer som tar seg jobb i en norskregistrert bedrift og flytter til Norge for mer enn seks måneder, som vil komme med. De som planlegger kortere opphold, vil ikke komme med i statistikken.

Tall fra Sentralskattekontoret for utenlandsaker viser at pr. september 1997 er det over 7 000 utlendinger som jobber i den norske bygge- og anleggsbransjen. Dette er en økning på over 50 prosent siden 1993. Omtrent halvparten av disse er svensker, mens nesten 8 prosent er finner og 7 prosent er dansker. I tillegg til dette kommer det i underkant av 6 000 utlendinger som arbeider i utenlandske selskaper som har kontrakter i Norge. Det totale antallet utenlandske bygge- og anleggsarbeidere i Norge er dermed nesten 13 000. I motsetning til sysselsettingsstatistikken omfatter disse tallene også personer som arbeider i Norge for kortere kontrakter enn et halvt år.

Et felles arbeidsmarked innen bygge- og anleggsbransjen har viktige implikasjoner for norsk økonomi:

- Tilførselen av utlendinger har vært viktig for gjennomføringen av store prosjekter som for eksempel Gardermo-utbyggingen

og nytt rikshospital. Tilstrømmingen av utenlandske arbeidstakere til Norge har trolig ført til et mindre stramt arbeidsmarked enn hva som ellers ville ha vært tilfellet.

- Mobilitet av arbeidskraft vil fortsatt kunne bidra til å dempe presstendenser i den norske konjunkturoppgangen. Arbeidskraften fra utlandet vil imidlertid kunne være flyktig. Dersom konjunktorene i utlandet tar seg opp, vil det kunne føre til press på lønningene i Norge om utenlandske arbeidstakere flytter tilbake til hjemlandet. Det ser nå ut til at konjunktorene i Sverige er i ferd med å snu.
- Sterkere konkurranse mellom norske og utenlandske firmaer i tiden fremover – i for eksempel anbudskonkurranser – kan tilsi en permanent dempende effekt på lønnsdannelsen.

Det er grunn til å tro at økt mobilitet av arbeidskraft gjør seg gjeldende i flere næringer enn i de tradisjonelle bransjene, som bygge- og anleggsbransjen og offshore. Også i helse- og sosialsektoren og deler av privat tjenesteyting har Norge nytt godt av mobiliteten i det nordiske arbeidsmarkedet. I forhold til den samlede sysselsettingen er imidlertid innslaget av utlendinger trolig fortsatt lite. Økt mobilitet over landegrensene vil neppe kunne motvirke press i store regioner, eller mer generelt i arbeidsmarkedet, på samme måte som ved mindre flaskehalser i enkelt næringer.

arbeidsmarkedet bli mindre enn lagt til grunn, kan arbeidsmarkedet bli så stramt at det lett kan oppstå et brudd med moderasjonslinjen. En slik utvikling er illustrert i rammen i kapittel 1.

- Det har i løpet av 1997 vært en kraftig økning i beholdningen av registrerte ledige stillinger. Sammenliknet med første halvår i fjor var det i første halvår i år om lag 40 prosent flere ledige stillinger, jf. figur 4.3. Samtidig har det vært en betydelig nedgang i antall registrerte ledige personer. Mens det for ett år siden var om lag ni ledige personer pr. ledig stilling, var dette forholdstallet kommet ned i nærmere fem første halvår i år. Det indi-

kerer at det stadig blir vanskeligere å få besatt de ledige stillingene som finnes, noe som lett kan føre til at lønningene drives oppover i konkurransen om kvalifiserte arbeidstakere.

- Det er mangel på kvalifisert arbeidskraft innen de fleste sektorer, men problemet er spesielt stort når det gjelder helse- og omsorgspersonell i offentlig sektor og i bygge- og anleggsbransjen. Også i deler av industrien synes mangelen på kvalifisert arbeidskraft å være et problem. Dette understrekes av tall fra Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer, som viser at nærmere 10 prosent av industriforetakene oppgir mangel på arbeidskraft som begrensende for produksjonen. Av figur 4.4 ser vi at mens denne andelen i første halvdel av 1990-årene lå nær null, er den nå oppe på samme nivå som under forrige høykonjunktur midt på 1980-tallet.
- Arbeidsdirektoratets tall over registrerte ledige personer viser en akselererende nedgang. Av figur 4.5, som viser endring i antall registrert ledige personer fra året før, ser en at nedgangen i den registrerte ledigheten har skutt fart i inneværende år. I august i år var det om lag 20 000 færre ledige personer enn i samme måned i fjor. I tillegg har det vært en reduksjon i antall personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak på drøyt 10 000 personer det siste året. Dersom denne tendensen til stadig økende nedgang i ledigheten holder seg, vil arbeidsmarkedet kunne bli betydelig strammere enn det vi har lagt til grunn i denne rapporten.

Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport, anslår vi nå noe lavere eksportprisvekst inneværende år. Isolert sett svekker dette lønnsomheten til eksportkonkurrerende bedrifter og trekker i retning av lavere lønnsvekst neste år enn det vi så for oss sist. På den annen side anslår vi nå den registrerte ledigheten både i 1997 og 1998 lavere enn i forrige inflasjonsrapport. Samtidig innebærer våre anslag et kraftigere fall i ledigheten fra i år til neste år. I vår makroøkonomiske modell RIMINI har både nivået og endringstakten på den registrerte ledigheten betydning for lønnsveksten. Ledigheten er nå nede på et nivå hvor erfaringene tilsier at relativt små endringer i ledigheten kan få relativt store utslag på lønnsveksten. Basert på dette anslår vi lønnsveksten neste år til 4¹/₂ prosent, en oppjustering på 1/4 prosentpoeng fra forrige gang. Vi har som vanlig antatt at lønnsnivået på varig basis blir liggende lavere enn det likevektsnivået som følger fra vår bruk av RIMINI-modellen, og vi har lagt til grunn at moderasjonslinjen de siste årene videreføres. Med våre anslag vil lønnsveksten i Norge likevel kunne bli 1 prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere fra 1996 til 1998. Usikkerheten i beregningene blant annet

knyttet til utviklingen i arbeidsmarkedet og i den samlede etterspørselen, trekker samlet sett i retning av at forverring-
en av den kostnadmessige konkurranseevnen lett kan bli
betydelig større enn dette.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

*Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet
fremgår*

	Regnskap 1996	1997	1998
Realøkonomi			
Privat konsum	4,7	3 1/2	3 1/4
Offentlig konsum	3,3	2 3/4	2 1/4
Bruttoinvesteringer i fast kapital i alt	-4,8	11	3 1/2
Oljeutvinning og rørtransport	-4,4	27	4
Fastlands-Norge	6,6	6 1/4	3 1/2
Bedrifter	11,1	4 3/4	1/2
Boliger	-6,0	12	14
Offentlig forvaltning	4,8	7	3
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	-4,7	3 3/4	3
Ekspert	10,0	5 3/4	6 1/2
Olje, gass og rørtransport	16,0	7	10 3/4
Tradisjonelle varer	10,3	6	5
Import	6,5	8 1/2	4 1/2
Tradisjonelle varer	9,3	7	4
BNP	5,3	4	4
Fastlands-Norge	3,7	3 1/2	3
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,5	2 3/4	2
Arbeidsstyrke, AKU	2,1	2	1 1/2
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,9	4 1/4	3 3/4
Priser og lønninger			
Konsumpriser	1,3	2 1/2	2 1/4
Årslønn	4,4	4	4 1/2
Importpris tradisjonelle varer	0,4	- 3/4	1 1/2
Ekspertpris tradisjonelle varer	-1,5	0	2
Råoljepris i kroner (nivå)	133	135	125
Utenriksøkonomi			
Ekspertoverskudd, mrd kroner (nivå)	93,0	95	93
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	72,7	85	85
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	7,1	7 3/4	7 1/4
Memo			
Husholdningenes sparinger	5,5	4 3/4	4 1/2

1 OVERSIKT

Frå midten av juni har krona styrkt seg med 2,8 prosent mot teoretisk ECU. Krona svekte seg i siste halvdel av juni, men har sidan midten av juli vist ein sterkare tendens.

Hittil i år har Noregs Bank kjøpt valuta for om lag 52 milliardar kroner, av dette 31 milliardar fram til Noregs Bank vedtok å redusere bruken av intervensjonar 10. januar (omtalt i Penger og Kreditt 1997/1). Det er kjøpt valuta for om lag 21 milliardar kroner sidan slutten av februar, noko som må sjåast i samanheng med oppbygginga av valutareservar for framtidig avsetning til Statens petroleumsfond. Noregs Bank har likevel ved somme høve intervenert for å jamne ut kurssvingingar.

Norske pengemarknadsrenter har stige noko sidan førre rapport. Dette reflekterer blant anna at Noregs Bank auka signalrentene sine med 0,25 prosentpoeng 16. juli. Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarande ECU-renter har gått frå -0,7 til -0,5 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har stige frå 0,3 til 0,5 prosentpoeng.

Sidan førre rapport har det ikkje vorte gjennomført pengepolitiske endringar i USA, Tyskland eller Japan. Signalrenta til Bank of England er derimot auka med til saman 0,5 prosentpoeng. Også Finland og Nederland har gjennomført mindre pengepolitiske tilstrammingar, medan signalrentene er sette ned med 0,5 prosentpoeng i Italia og Portugal.

Amerikanske dollar har styrkt seg i høve til japanske yen og tyske mark sidan midten av juni. Kurssvingingane mellom hovudvalutaene har vore store.

Lange renter, målte ved ti-års statsobligasjonsrenter, har dei seinaste månadene falle i dei fleste OECD-landa.

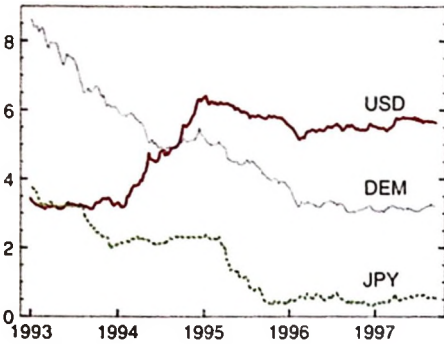
Dei norske tiårs statsobligasjonsrentene har falle med om lag 0,2 prosentpoeng sidan midten av juni. Totalindeksen for aksjar på Oslo Børs har stige med 34 prosent frå årsskiftet til midten av september.

Den innanlandske bruttogjelda til publikum (K2) auka med 9,1 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli. Tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda (M2), som varierte mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, var ved utgangen av juli på 4,5 prosent. Det snevrare aggregatet M1 voks med 10,2 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli i år.

Innskottsrenta til bankane fall med 0,1 prosentpoeng og utlånsrentene med 0,2 prosentpoeng frå første til andre kvartal 1997.

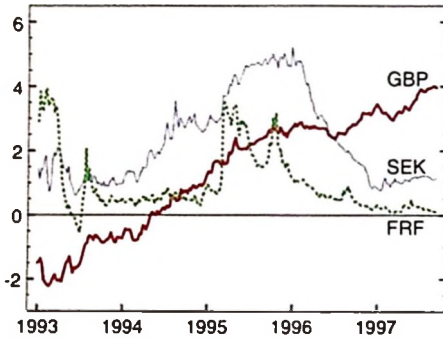
2 DEI INTERNASJONALE PENGE-, VALUTA- OG KAPITALMARKNADENE

Figur 2.1 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



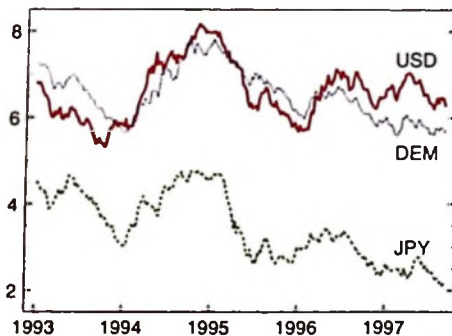
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.3 Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

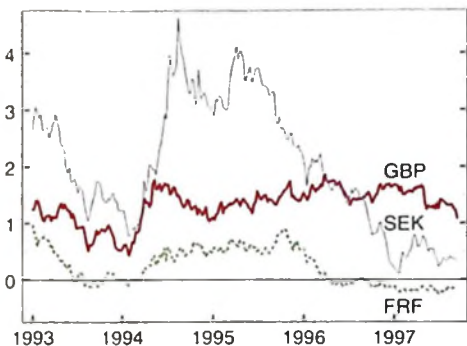
Sidan midten av juni har det ikkje vore gjort pengepolitiske endringar i USA, Tyskland eller Japan. I Storbritannia, Finland og Nederland har det vore tilstrammingar, mens det i Portugal og Italia har vore gjort lettingar i pengepolitikken.

Sidan førre rapport har dei korte rentene, målte ved tremånaders eurorente, auka i Storbritannia og Tyskland og halde seg relativt stabile i USA og Japan. Auken i dei korte rentene i Tyskland kan sjåast i samband med forventningar om at Bundesbank vil auke signalrentene sine for å dempe inflasjonseffektar frå utlandet av eit fall i valutakursen. I Tyskland var den årlege vekstraten for pengemengdeaggregatet M3 5,8 prosent i august, målt frå fjerde kvartal i fjor. Den tyske sentralbanken si målsone for annualisert M3-vekst er frå 3,5 til 6,5 prosent. Auken i dei korte rentene i Storbritannia reflekterer renteaugar frå den britiske sentralbanken. Bank of England auka signalrenta si, *minimum lending rate*, med 1/4 prosentpoeng både 10. juli og 7. august. Bankane si *base rate* har auka med 1 prosentpoeng sidan mai. Den finske sentralbanken auka 15. september anbudsrenta frå 3 til 3 1/4 prosent. Renteauken blei begrunna med tiltakande prispress i økonomien. I Italia og Portugal har dei korte rentene falle som følge av at sentralbankane i landa har redusert signalrentene sine.

Utvalde renteendringar internasjonalt

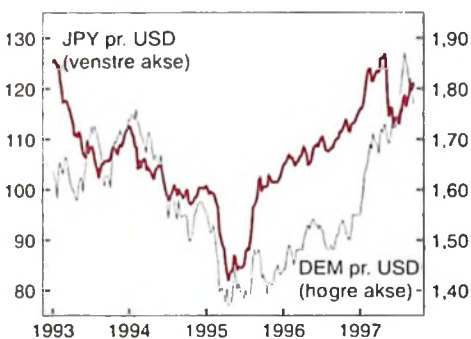
Land/rente	Dato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
Kanada			
Bank rate	26.6.	+25	3,50
Italia			
Diskontoen	27.6.	-50	6,25
Lombardrenta	27.6.	-50	7,75
Storbritannia			
Base rate	10.7.	+25	6,75
»	7.8.	+25	7,00
Nederland			
Special advances	11.7.	+10	3,00
Portugal			
Reporaenta	14.7.	-30	5,70
»	18.8.	-20	5,50
Intervensjonsrenta	14.7.	-30	5,40
»	18.8.	-20	5,20
Emergency lending rate	14.7.	-30	7,40
»	18.8.	-20	7,20
Finland			
Anbudsrenta	15.9.	+25	3,25

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



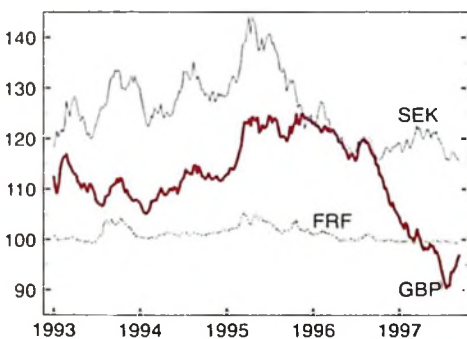
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5 Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

Frå midten av juni til slutten av juli har det i dei fleste OECD-landa vore eit markert fall i dei lange rentene. Trass i ein auke i august er dei lange rentene framleis lågare enn i midten av juni. Moderat prisstigning har verka til å trekkje dei lange rentene nedover i mange land. Innan Europa kan også redusert uvisse rundt etableringa av ØMU ha påverka lange renter. Fallet i desse rentene har vore særleg stort i Italia (100 basispunkt) og i Sverige, USA, Storbritannia og Japan (om lag 50 basispunkt). Japanske lange renter har etter dette kome ned på nivå rundt 2 prosent.

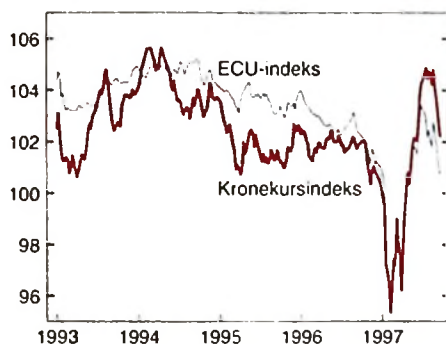
Sidan midten av juni har amerikanske dollar styrkt seg i høve til japanske yen og tyske mark. Det har samstundes vore store svingingar i kursane mellom hovudvalutaene. Den japanske valutaen svekte seg fram til andre halvdel av september til eit nivå rundt 122 yen pr. dollar, etter noteringar på om lag 111 yen pr. dollar i juni. Svekkinga av japanske yen kan sjåast i samanheng med ei svakare utvikling i japansk økonomi enn forventa og med valuta- og finanskriser i ei rekkje søraust-asiatiske land sidan inngangen til juli. Tyske mark vart i august notert til nivå i overkant av 1.89 mot amerikanske dollar, som er den svakaste noteringa sidan midten av oktober 1989. Tyske mark har etter dette styrkt seg, og andre halvdel av september var kursforholdet om lag 1.78.

Britiske pund og amerikanske dollar har styrkt seg i høve til kjernevalutaer i ERM, som tyske mark og franske franc. Dette kan sjåast i samanheng med endringar i forventningar hos marknadsaktørane om utsiktene for etablering av ØMU (Den økonomiske og monetære unionen innan EU) og utveljinga av deltakarlanda. Forventningane til marknadsaktørane har svinga i retning av ein breitt samansett valutaunion frå starten, og dette kan ha verka til å svekkje dei tradisjonelt sterke ERM-valutaene. Styrkinga av britiske pund reflekterer også renteaукane i Storbritannia.

Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i midten av september 9 prosent, uendra frå førre rapport. Irske pund har gjennom perioden vore den sterkaste valutaen i ERM, mens franske franc har vore den svakaste.

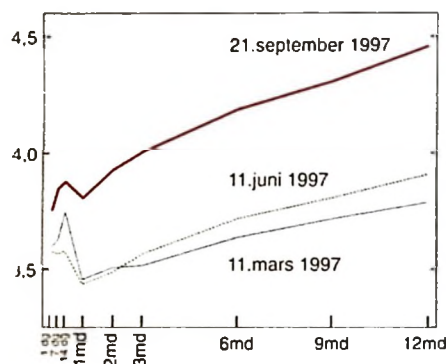
3 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

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



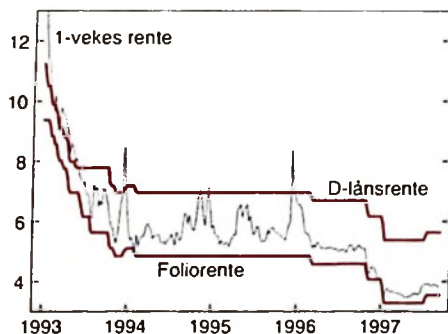
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

3.1 Valutamarknaden

Den norske krona har så langt i år styrkt seg med 1,4 prosent målt mot ECU. Sidan førre rapport har krona styrkt seg med 2,8 prosent. Kronkursen har variert mellom 99,4 og 104,0 målt ved ECU-indeksen, og 24. september var nivået 99,4.

Sidan førre rapport har krona styrkt seg med 3,3 prosent mot tyske mark, mens den effektive valutakursen til industrien har styrkt seg med 1,6 prosent. Overfor amerikanske dollar har krona i den same perioden svekt seg med 0,7 prosent.

Noregs Bank har hittil i år kjøpt valuta for om lag 52 milliardar kroner, samanlikna med 90,7 milliardar kroner for heile 1996. Frå årsskiftet til 10. januar i år kjøpte sentralbanken valuta for 31 milliardar kroner. I perioden frå 10. januar til 27. februar handla ikkje Noregs Bank i den norske valutamarknaden. Etter at Noregs Bank i slutten av februar tok opp att valutakjøpa for avsetning til Statens petroleumsfond, er det kjøpt valuta for om lag 21 milliardar kroner. Noregs Bank har òg ved nokre høve intervenert for å jamne ut kurssvingingar. Bakgrunnen for slike operasjonar er det gjort greie for i ei pressemelding den 17. juni.

I 1996 vart om lag 46 milliardar kroner sette av til Statens petroleumsfond. For 1997 reknar ein med å setje av om lag 57 milliardar kroner til fondet (Revidert nasjonalbudsjett).

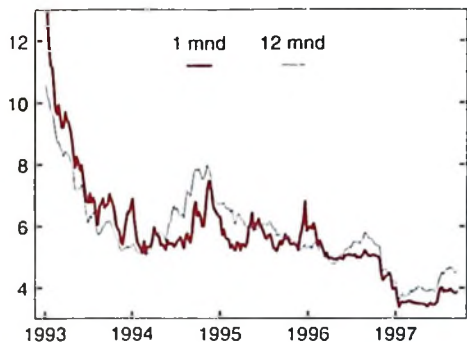
3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

Renteutviklinga

Rentene i den norske pengemarknaden har stige noko sidan førre rapport. Dette må ein sjå i samband med at Noregs Bank i slutten av juni og byrjinga av juli la ut F-innskott med fast rente og at Noregs Bank med verknad frå 16. juli auka signalrentene med 0,25 prosentpoeng. Bankane sine folio- og dagslånsrenter i sentralbanken vart etter renteauken høvesvis 3,50 og 5,50 prosent.

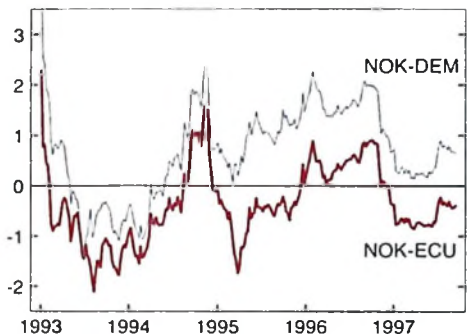
Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter for løpetider frå ei veke til og med tre månader) har stige frå om lag 3,5 prosent i midten av juni til knapt 3,9 prosent. Avkastningskurva i pengemarknaden har vorte brattare sidan midten av juni.

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



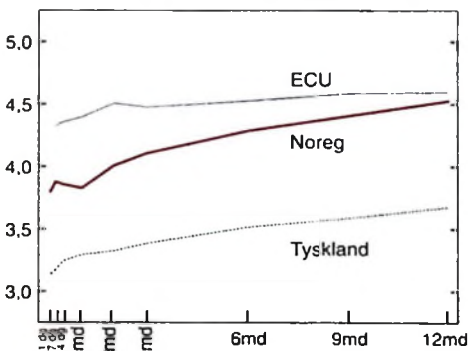
Kjelde: Noregs Bank

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. 22. september 1997



Kjelde: Noregs Bank

Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter har lege mellom -0,3 og -0,7 prosentpoeng. For perioden sedd under eitt er differansen endra med 0,2 prosentpoeng, frå -0,7 til -0,5 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har stige med 0,2 prosentpoeng, frå 0,3 til 0,5 prosentpoeng.

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å fastleggje ein korridor for rentenivået avgrensa av dei såkalla signalrentene, det vil seie renta bankane får på innskotta sine på foliokonto i Noregs Bank (foliorenta) og renta bankane må betale når dei tek opp dagslån i Noregs Bank (D-lånsrenta). Innanfor rentekorridoren kan Noregs Bank påverke rentenivået i pengemarknaden gjennom tilførsel og inndraging av kronelikviditet til banksystemet. Ved bruk av likviditetspåverkande instrument motverkar Noregs Bank sesongsvingingar i likviditeten til bankane som mellom anna følgjer av inn- og utbetalingar frå staten.

I juni var det eit underliggjande likviditetsoverskott i marknaden. Årsaka til dette var særleg forfall av eit statssertifikatsslån (SS43) 18. juni. Noregs Bank la i løpet av månaden ut to F-innskott for å trekkje inn likviditet. Interesse blant bankane var relativt låg, og overskottslikviditeten i andre halvdel av juni vart stor, også etter dei likviditetspåverkande operasjonane til Noregs Bank. Den faktiske likviditeten (bankane sine plasseringar på foliokonto i Noregs Bank) var i gjennomsnitt 11,2 milliardar kroner.

I juli var det òg eit stort underliggjande likviditetsoverskott før dei likviditetspåverkande transaksjonane til Noregs Bank. Det vart trekt inn likviditet ved i alt 11 F-innskott. Filarar av utanlandske bankar fekk ta del ved F-innskottsauksjonane frå 1. juli (jf. rundskriv til finansinstitusjonane nr. 3/17. juni 1997). Med fleire deltakarar vart det lettare for Noregs Bank å trekkje inn ønskt likviditetsvolum frå marknaden. Bankane hadde i gjennomsnitt 6,7 milliardar kroner ståande inne på foliokonto i Noregs Bank i juli.

I august var den underliggjande overskottslikviditeten noko mindre. Det vart trekt inn likviditet ved sju F-innskott. Bankane sine gjennomsnittlege plasseringar på foliokonto i Noregs Bank var 7,2 milliardar i august.

Det store likviditetsoverskottet, også etter dei likviditetspåverkande transaksjonane til Noregs Bank, har verka til at dei korte pengemarknadsrentene har vorte liggjande nær foliorenta, i nedre del av rentekorridoren. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no om lag 0,2 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla¹⁾

	1997				
	apr	mai	juni	juli	aug
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	-2,9	1,7	-6,0	-19,1	-11,6
Av dette					
D-lån	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
F-lån/innskott	-3,0	1,0	-6,3	-19,2	-11,7
anna finansiering	0,0	0,6	0,3	0,0	0,0
D-lånstilgang, mrd kr	4,0	3,9	4,1	4,3	4,3
Bankane sine likvide reservar i form av folio- innskott i Noregs Bank	8,2	8,0	11,6	7,0	7,3
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,44	3,40	3,44	3,68	3,66
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	- 3,52	-	-	-	-

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)**

	1995	1996	1996	
			jan	aug
Statssertifikat	43,5	50,0	33,0	70,5
Banksertifikat	50,8	90,5	63,8	69,0
Kreditsertifikat	18,5	20,3	12,6	12,9
Lånesertifikat	57,3	73,4	42,6	49,8
Finanssertifikat	9,3	3,7	2,5	3,6
Utanlandske sertifikat i NOK	3,7	1,0	1,0	0,0
I alt	183,4	238,8	155,5	205,8

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

Kjelde: Noregs Bank

Dagslånramma for bankane i Noregs Bank har vore uendra og lik sju prosent av utrekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus dagslånsgjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av dagslånstilgangen har vore knapt 1 prosent i juni, vel 3 prosent i juli og vel 1 prosent i august.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av statsverksemda, samstundes som utleggingane blir tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. I dei seinare åra er det stort sett vorte 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.

I 1997 er statssertifikata brukte meir aktivt i likviditetsstyringa enn tidlegare. Staten har òg gjennomført *ad hoc*-emisjonar for å motverke likviditetstilførsel som kjem av Noregs Banks valutakjøp og sesongmessig tilførsel frå staten.

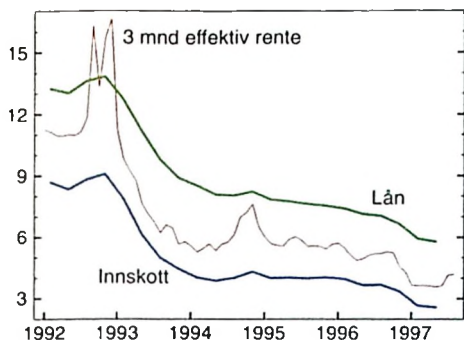
Av omsyn til likviditeten i andrehandsmarknaden har ein teke sikte på å byggje opp nye statssertifikatslån gjennom ein ny-emisjon og ei utviding av eksisterande lån pr. månad. Jamt over vil fire uteståande lån framleis dekkje løpetider opp til eitt år.

Såleis vart det 9. juli lagt ut eit nytt tolv-månaders sertifikat (SS48) på 5 milliardar kroner. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 500 millionar kroner. Rentene på statssertifikat blir fastsette ved auksjon, og vegd gjennomsnittrente for emisjonen vart 4,16 prosent. Også 6. august vart det lagt ut eit nytt statssertifikat (SS49) på 5 milliardar kroner, til ei vegd gjennomsnittrente på 4,01 prosent. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 500 millionar kroner. Denne utlegginga vart rekna som ein *ad hoc*-emisjon, då den ikkje var planlagd i auksjonskalenderen for statspapir. I august vart lånet SS49 utvida med 4 milliardar kroner til ei vegd gjennomsnittrente på 4,22 prosent. I september vart lånet SS48 utvida med 3 milliardar kroner, til ei vegd gjennomsnittrente på 4,34 prosent.

I 1997 er det fram til og med august emittert statssertifikat for 205,8 milliardar kroner. Dette var 32 prosent meir enn for den same perioden i 1996. I 1996 og 1995 vart det emittert sertifikat for høvesvis 238,8 og 183,4 milliardar kroner. Uteståande beholdning av sertifikat var 115,3 milliardar kroner ved utgangen av juni, der 27 milliardar var statssertifikat.

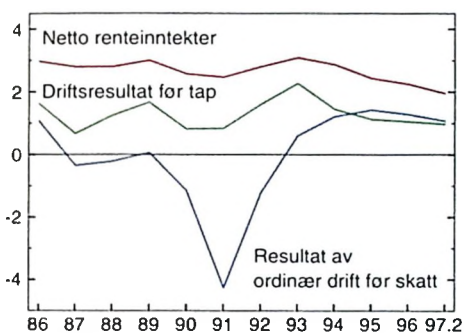
Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er forretnings- og sparebankar forutan forsikringsselskap. Beholdningane til desse sektorane var vel 81 prosent av uteståande beholdning ved utgangen av 1996, og vel 66 prosent ved utgangen av juni 1997. Andre store eigargrupper ved utgangen av juni 1997 var andre føretak (knapt 11 prosent), offentlege finansføretak (knapt 6 prosent) og andre finans-

Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente



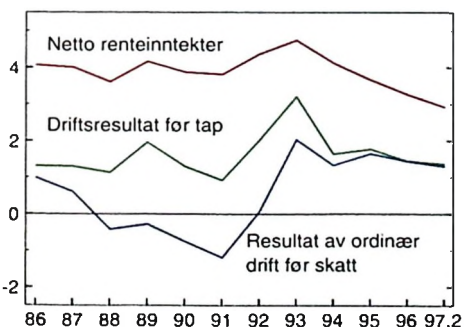
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.8 Hovudtal for resultatata til forretningsbankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.9 Hovudtal for resultatata til sparebankane (dei 30 største). Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Kjelde: Noregs Bank

føretak (vel 5 prosent). Utlendingar har tradisjonelt investert lite i statssertifikat. Ved utgangen av juni eigde utlendingar vel 8 prosent av den uteståande behaldninga av statssertifikat, samanlikna med om lag 1 prosent ved årsskiftet og 26 prosent ved utgangen av februar. Utlendingane sine kjøp av statssertifikat dei første månadene av 1997 hadde samanheng med at statssertifikatmarknaden vart brukt som eit alternativ til valutaterminmarknaden.

I 1997 er det fram til og med august omsett sertifikat for knapt 217 milliardar kroner på Oslo Børs, der vel 85 milliardar vart omsette i januar. Statssertifikat har stått for om lag 85 prosent av omsetninga. I august i år var omsetninga av sertifikat vel 21 milliardar kroner.

3.3 Renteutviklinga i finansinstitusjonane

Bankane

Den gjennomsnittlege utlånsrenta i bankane fall ytterlegare i andre kvartal 1997. Utlånsrentene på lån der kundane oppfyller skyldnadene sine, fall med 0,2 prosentpoeng, til 5,8 prosent. Innskottsrentene fall med 0,1 prosentpoeng i gjennomsnitt, til eit nivå på 2,5 prosent ved utgangen av andre kvartal.

Utlånsrentene til kredittføretaka fall i andre kvartal med 0,3 prosentpoeng, til 6,2 prosent ved utgangen av kvartalet. Utlånsrentene til livselskapa fall med 0,1 prosentpoeng, til 5,1 prosent.

3.4 Resultatutviklinga i finansinstitusjonane

Forretningsbankane sitt resultat av ordinær drift etter tap og skatt var i andre kvartal 1997 på om lag 1,1 milliardar kroner, tilsvarande 0,81 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK).² Dette var eit svakare resultat enn i første kvartal 1997 og andre kvartal 1996, både rekna i kroner og som del av GFK. Det same gjeld for driftsresultatet før tap.

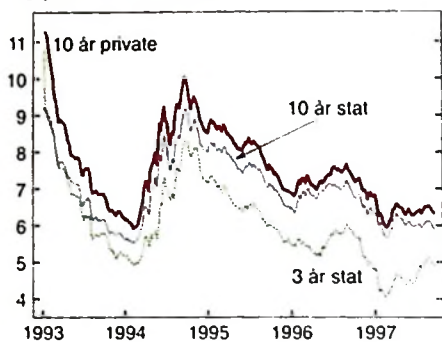
Sparebankane sitt resultat av ordinær drift etter tap og skatt var i første kvartal 1997 om lag 0,5 milliardar kroner, tilsvarande 0,78 prosent av GFK.³ Dette var langt lågare enn for både det føregåande kvartalet og andre kvartal i 1996, anten ein reknar i kroner eller som del av GFK. Driftsresultatet før tap viste om lag same utviklinga.

Kredittføretaka sitt gjennomsnittlege resultat av ordinær drift etter tap og skatt var på 0,62 prosent av GFK i andre kvartal 1997. Dette var eit sterkare resultat enn i føregåande kvartal og i andre kvartal 1996. Det tilsvarande talet for finansieringsselskapa var 2,65 prosent av GFK, som var ein nedgang frå første kvartal 1997 og andre kvartal 1996.

² Inkluderer morbankar og utanlandskeigde filialar.

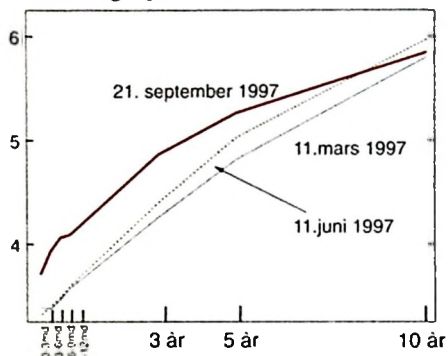
³ Dei 30 største sparebankane.

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



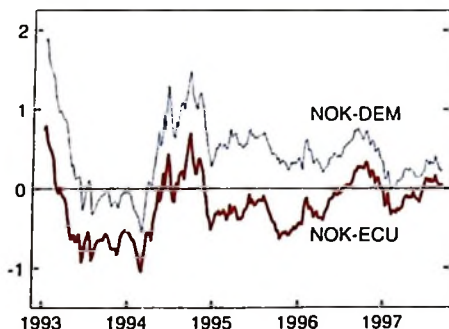
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.3 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

4 KAPITALMARKNADENE

4.1 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Sidan førre rapport har rentene på norske statsobligasjonar stige med om lag 0,2 prosentpoeng i gjennomsnitt. Det er berre rentene på obligasjonar med korte løpetider som har stige, for lengre løpetider har renta falle. Renta på norske tiårs statsobligasjonar var 24. september 5,8 prosent, 0,2 prosentpoeng under nivået i midten av juni.

Differansen mellom renta på norske og tyske tiårs statsobligasjonar var 0,2 prosentpoeng 23. september, uendra frå 11. juni. Tilsvarande rentedifferanse overfor teoretisk ECU har gått frå -0,1 prosentpoeng til null over den same perioden. Effektiv rente på tyske statsobligasjonar og teoretisk ECU-obligasjonar var 23. september respektive 5,6 og 5,8 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar på Oslo Børs fram til utgangen av august i år var på 871 milliardar kroner, ein auke på 20 prosent samanlikna med same periode i 1996. Dagleg gjennomsnittsomsetning var i august 4,0 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer, med 89 prosent av totalomsetninga hittil i år. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på 95 milliardar kroner fram til utgangen av august, og var for det meste lån emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

Frå januar til august i år vart det emittert obligasjonar for 50,5 milliardar kroner, mot 47,8 milliardar kroner i dei same månadene året før. Private bankar har om lag dubla bruttoemisjonane i høve til same perioden i fjor, og deira part av samla emisjonsbeløp var over 50 prosent.

Statsobligasjonslånet S 465 blei utvida med 2,0 milliardar kroner 22. september. Den effektive renta blei 5,62 prosent. Totalt uteståande i dei tonegivande statsobligasjonslåna er 118 milliardar kroner, fordelte på fem lån.

Eigarstruktur

Ved utgangen av 2. kvartal 1997 viser mellombelse tal frå Verdipapirsentralen at forsikringsselskapa stod som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på

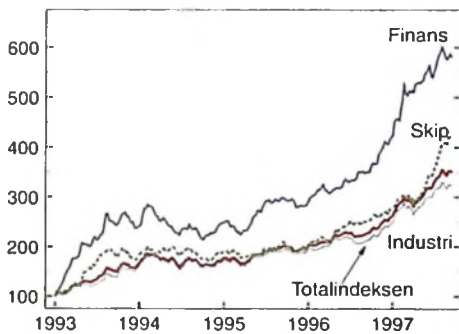
Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹⁾
Bruttoemisjonar av ihendehavarobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1995	1996	1996 jan-aug	1997 jan-aug
Statsforvaltninga	21,1	21,0	15,0	10,0
Statsbankar og statsforetak	7,5	7,6	6,6	3,5
Private bankar og forsikringsselsk.	10,0	23,2	15,6	26,8
Kredittforetak og finansieringsselskap	10,0	7,0	4,8	4,7
Private og kommunar	7,7	9,5	4,7	4,7
Utanlandske låntakarar	1,2	1,6	1,1	0,8
I alt	57,6	69,9	47,8	50,5

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

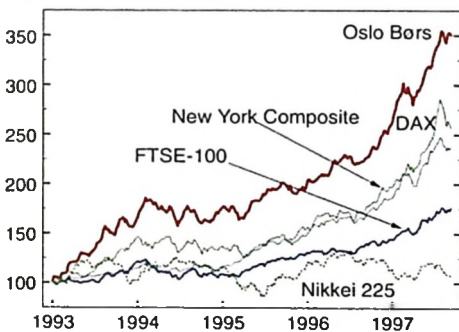
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Oslo Børs

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



Kjelde: Oslo Børs

43 prosent av ein samla marknadsverdi på 368 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og sikringsfonda til bankane) hadde ein eigardel på i underkant av 19 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga eigde vel 11 prosent. Utlendingane sin eigardel var ved utgangen av 2. kvartal i overkant av 5 prosent.

4.2 Aksjemarknaden

Kursutviklinga

Totalindeksen og samtlege delindeksar ved Oslo Børs har vist ein stigande trend sidan 1995. I 1997 har totalindeksen stige med om lag 34 prosent fram til midten av september (veke 38). Skipsindeksen og finansindeksen⁴ har stige mest, med høvesvis vel 50 og om lag 37 prosent. Totalindeksen nådde eit toppnivå tidleg i august, for så å falle nokså jamt resten av månaden. Ved utgangen av august var totalindeksen om lag 3,5 prosent lågare enn toppnoteringa. Kursane steig noko i september.

Med unntak av den japanske marknaden, har dei internasjonale aksjemarknadene viste i figur 4.5 stige nokså jamt sidan 1995. Hittil i 1997 (veke 38) har den tyske DAX-indeksen stige mest, med 38 prosent. Indeksane i New York og London steig begge med vel 22 prosent i denne perioden, mens den japanske aksjeindeksen fall med knapt 8 prosent. Aksjemarknadene i USA, Storbritannia og Tyskland nådde eit vendepunkt tidleg i august, og tok til å falle. DAX-indeksen fall mest i august, med knapt 10 prosent frå toppnoteringa. Fallet i aksjekursane på New York-børsen var på linje med reduksjonen i totalindeksen for Oslo Børs. Kursutviklinga i det amerikanske og dei europeiske aksjemarknadene snudde i september, men det var berre i New York ein nådde høgare kursnivå enn ved inngangen til august. Aksjekursane i Japan heldt fram med å falle.

Omsetning og marknadsverdi

Omsetninga av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs var på vel 205 milliardar kroner dei første åtte månadene i år, om lag 40 prosent høgare enn i same perioden i 1996. Veksten i omsetning, som må sjåast i samanheng med sterk oppgang i aksjekursane, var størst blant selskapa noterte på SMB-lista (små og mellomstore bedrifter). Industrisektoren stod for den største omsetninga. På dei første åtte månadene i år auka marknadsverdien av eigenkapitalinstrumenta noterte på Oslo Børs med 119 milliardar kroner.

⁴ Finansindeksen som vart 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 Børs. Milliardar kroner

	1995	1996	1.1.-31.08.97
<i>Omsetning:</i>			
Totalt	156,7	231,7	205,3
Bank	13,7	19,3	21,3
Forsikring	7,3	8,8	9,0
Industri	96,7	132,7	119,9
Skip	26,4	46,3	28,2
SMB	8,5	16,2	21,0
Grunnfond	4,0	8,2	5,7
Marknadsv Verdi	289,8	389,4	508,4

Kjelde: Oslo Børs

Tabell 4.3 Emisjonar over Oslo Børs. Millionar kroner

	1995	1996	1.1.-31.08.97
Totalt	7 632	9 020	4 848
Av dette utlandet	97	1 867	423
Bank	0	139	0
Forsikring	10	8	0
Industri	1 967	3 516	1 514
Skip	3 763	1 970	1 459
SMB	1 234	1 393	1 817
Grunnfond	561	127	58

Kjelde: Oslo Børs

Emisjonar

Frå årsskiftet og fram til utgangen av august 1997 var det emittert aksjar for vel 4,8 milliardar kroner, inkludert emisjonar i samband med børsnotering. Dette er om lag 600 millionar kroner mindre enn i den same perioden i 1996. Retta emisjonar utgjorde vel 3,3 milliardar kroner i dei første åtte månadene i år. SMB-føretaka står for den største delen av emittert kapital hittil i år. Bank og forsikring har emittert lite dei tre siste åra. Hittil i år (17. september) er 37 nye selskap noterte på Oslo Børs. Totalt var det notert 197 selskap på Oslo Børs ved utgangen av august.

Aksjonærstruktur

Ved utgangen av august 1997 var utlandet den største eigar-sektoren i norske børsnoterte selskap, med om lag 34 prosent av marknadsv verdien. Eigardelen for utlendingar har auka jamt dei siste åra. Dei største norske eigarane, føretakssektoren, har redusert eigarskapen sin noko sidan 1995. Forsikringsselskapa har over tid hatt ein relativt stabil eigardel. Privatpersonar har redusert eigardelen sin hittil i 1997, men dette bør sjåast i samanheng med sterk vekst i verdipapirfonda sin del.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

Kredittindikatorane

Den innanlandske bruttogjelda (K2) til publikum gjekk opp med 9,1 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli, mot 9,3 prosent i tolv månadersperioden juni 1996 - juni 1997. Tolv månadersveksten på 9,1 prosent tilsvarer ein auke i kreditten på vel 87 milliardar kroner. Årsveksten har stort sett vore aukande sidan oktober 1992.

Den underliggjande veksten, det vil seie veksten i gjennomsnittleg uteståande kreditt siste tremånadersperiode i høve til den føregåande tremånadersperioden rekna om til årleg rate, var 11,7 prosent ved utgangen av juli, mot 12,5 prosent (reviderte tal) ved utgangen av føregåande månad. Hittil i år har den underliggjande veksten variert mellom 6,4 prosent (februar) og 12,5 prosent (juni).

Av komponentane bak veksten i den innanlandske bruttogjelda til publikum var det sertifikatgjelda som hadde den prosentvis sterkaste tolv månadersveksten. I absolute tal var det likevel veksten i utlåna frå dei private bankane som hadde mest å seie. Blant dei kjeldene der kreditten vart redusert, viste marknadslåna den sterkaste prosentvise nedgangen, mens utlåna frå livsforsikringselskapa stod for det største fallet rekna i kroner.

Pengemengdeveksten

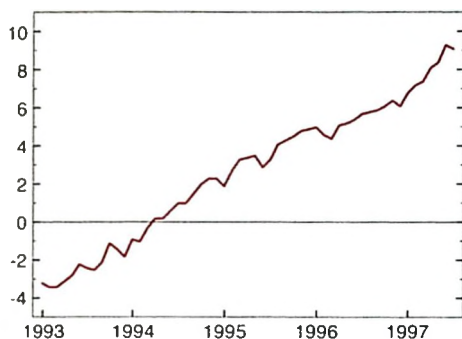
Tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda M2 varierte mellom 2,5 prosent (august) og 8,9 prosent (mars) i 1996, og var på 6,0 prosent ved utgangen av året. I det første kvartalet i år fall tolv månadersveksten til eit botnpunkt på 0,9 prosent i mars, men har sidan stige månad for månad. Ved utgangen av juli var tolv månadersveksten i pengemengda 4,5 prosent, ein auke på 0,4 prosentpoeng i høve til månaden før.

Fordelt på tilførselskjelder var det i første halvår i år ei sterk inndraging ved sentralstyresmaktene sine lånetransaksjonar og inntekstoverskott. Den svake likviditetsveksten i første kvartal har særleg samanheng med publikum sine kjøp av statspapir. Utlån frå bankane har vore den dominerande kjelda til pengemengdeveksten i dei seinaste månadene (sjå tabell 23a i tabellvedlegget).

Ifølgje mellombelse tal auka den underliggjande veksten i pengemengda frå 6,3 prosent i juni til 12,9 prosent i juli. Den underliggjande veksten har vore aukande tre månader på rad.

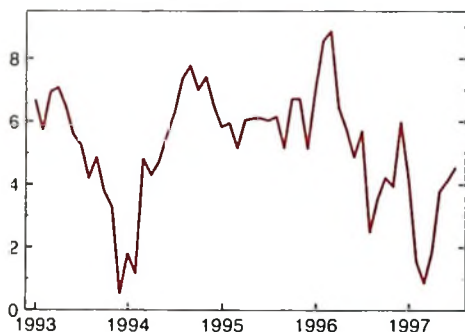
Det noko snevrare pengemengdeaggregatet M1, som tilsvarer M2 eksklusive tidsinnskott, voks med 10,2 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli i år.

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 Motpostane til Noregs Banks valutaintervensjonar overfor bankane.¹⁾

	1996	1997 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	-90	-50,0
1. Spot	-90	-50,0
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-24	-29,2
1. Spot ³⁾	-11	-8
2. Termin ³⁾	-13	-21,2
C. Norske sektorar, utanom bankane	-66	-39,7
1. Spot ³⁾	-57	9,3
2. Termin ³⁾	-7	-32,1
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	-2	-16,8
D. Anna	0	18,9
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	170,5	213,8⁴⁾

- 1) For nærmare detaljar sjå tabell 48 i tabelldelen bak i heftet.
- 2) Veke 1-37.
- 3) Positive tal inneber valutasal frå bankane. Negative tal inneber at bankane har kjøpt valuta.
- 4) Utgangen av august.

Kjelde: Noregs Bank

Endringar i somme gjelds- og fordringspostar hos publikum

Det er ikkje produsert nye transaksjonstal (beholdningsendringar justerte for omvurderingar) for endringar i fordringar og gjeld for publikum (private og kommunar) sidan førre rapport, som dekte første kvartal 1997.

Kapitalrørsler og valutareservane

Hittil i år (veke 36) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 50 milliardar kroner frå bankane.

Tabell 5.1 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1996 og hittil i 1997. Motstykket til bankane sitt sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for knapt 29 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og valutakjøp for knapt 40 milliardar kroner frå norske aktørar. Nettokrava kundane har i valuta overfor bankane, gjekk ned med knapt 17 milliardar kroner.

Dei internasjonale reservane var på knapt 214 milliardar kroner ved utgangen av august, og verdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var på knapt 51 milliardar kroner.

MED AKTUELL UTDYPING: VIL PROSESSEN FRAM MOT ØMU HA VIRKNINGER FOR KONJUNKTURENE I EUROPA?

Det er mange positive utviklingstrekk i internasjonal økonomi. Inflasjonen er på et lavt nivå i stadig flere land. Veksten i verdensøkonomien ser i innværende år ut til å bli den sterkeste så langt på 1990-tallet. Den raske veksten ventes å fortsette neste år. Som gruppe anslås utviklingslandene å få en vekst på over 6 prosent både i år og neste år, mens transformasjonsøkonomiene i år ventelig vil oppleve positiv vekst for første gang på 1990-tallet. Industrilandene som gruppe har også høy vekst. Kontinental-Europa henger noe etter, men veksten er i ferd med å ta seg opp.

Rente- og valutakursutviklingen vil i hovedsak bidra til å gi mer like vekstrater mellom de store industrilandene: De kortsiktige realrentene er tilpasset konjunktursituasjonen. Valutakursutviklingen gir vekstimpulser i Tyskland og Japan, mens den bidrar til å dempe veksten i USA og Storbritannia. Jevnere vekst vil bidra til å dempe prispresset i landene med høyest vekst og til å få utnyttet mer av de ledige ressursene i landene med lav vekst.

Det er mer usikkert om finanspolitikken bidrar til mer jevnt fordelt vekst mellom de store industrilandene. Landene med den svakeste veksten har størst behov for å rette opp statsfinansene. Imidlertid har utviklingen i USA de siste fem årene vist at finanspolitisk konsolidering ikke nødvendigvis gir svakere vekst, fordi en fallende offentlig etterspørsel ble kompensert av en stigende privat etterspørsel. Sammen med lave renter og en depresiering av valutaene til landene med lavest vekst gjør dette at vi på tross av finanspolitisk konsolidering tror de store industrilandene vil få mer lik vekst i tiden fremover.

Prosesen fram mot ØMU er en viktig faktor for konjunkturutviklingen i Europa. I en egen aktuell utdyping drøftes hvilke konjunkturimpulser denne prosessen har gitt og kan tenkes å gi de nærmeste to årene. Det er rimelig å anta at lavere renter og en depresiering av valutaene i Kontinental-Europa har virket ekspansivt, mens usikkerheten knyttet til om ØMU blir realisert, hvilke land som blir med, og usikkerheten om innretningen av den økonomiske politikken i ØMU, kan ha virket kontraktivt. Fjerningen av denne usikkerheten vil i seg selv ventelig virke ekspansivt.

1 GLOBAL ØKONOMISK UTVIKLING

Vekstraten for verdensøkonomien anslås for innværende år til 4^{1/2} prosent, om lag ett prosentpoeng over den gjennomsnittlige veksttakten de siste tyve år. Samtidig er inflasjonen i både utviklingsland og industriland på et lavt nivå sammenliknet med de siste tiårene. Den internasjonale økonomiske utviklingen er kjennetegnet ved stadig mer handel og tettere integrasjon landene imellom. Volumet av verdenshandelen er anslått til å vokse med om lag 7 prosent i år, også det klart høyere enn den trendmessige veksten fra 1970-tallet og fram til i dag.

Et økende antall utviklingsland og transformasjonsøkonomier har en sterk økonomisk utvik-

ling og blir tettere integrert i verdensøkonomien. Dette er en utvikling en venter vil fortsette i årene som kommer. I en del asiatiske land har det vært noe markedsturbulens de siste månedene, men dette forandrer ikke bildet av at også denne regionen vil ha høy vekst i tiden fremover. I en egen ramme diskuteres den senere tids utvikling i enkelte asiatiske økonomier. Veksten for industrilandene som helhet er sterk, men preget av markante forskjeller mellom land med høy vekst, som USA og Storbritannia, og land med svak vekst, som Japan og toneangivende land i Kontinental-Europa. Det er imidlertid tegn til at veksten også i de sistnevnte landene er i ferd med å ta seg opp.

Markedsturbulens i asiatiske økonomier

I den siste tiden har flere asiatiske økonomier opplevd turbulens i finansmarkedene. Det er særlig aksje- og valutamarkedene som har vært utsatt. Utover sommeren har markedsturbulensen både tiltatt i styrke og omfattet flere land.

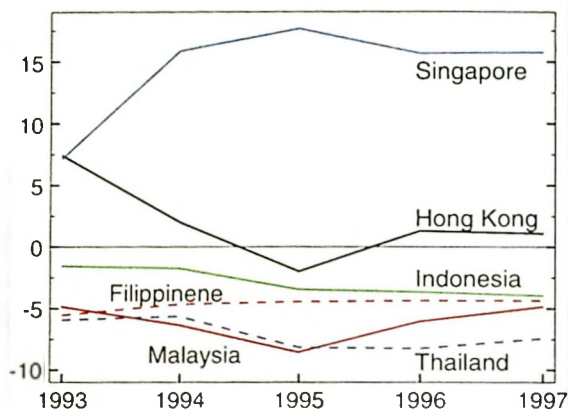
I Thailand forsøkte sentralbanken å forsvare valutaen, men gav til slutt opp. I juli depresierte valutaen 23 prosent mot amerikanske dollar, og med ytterligere 7 prosent i august. Også Indonesia måtte gi opp forsvaret av sin valuta, og den depresierte med 20 prosent mot amerikanske dollar i løpet av kort tid. Mens Hong Kong klarte å holde sin faste kurs mot amerikanske dollar, depresierte valutaen i Singapore med 6 prosent, i Malaysia med 16 prosent og på Filippinene med 15 prosent fra 1. juli til 1. september. Utover i august spredte uroen i valutamarkedene seg også til aksjemarkedene i flere asiatiske land. I løpet av måneden falt børskursene med 18 prosent i Hong Kong, 9 prosent i Singapore, 32 prosent i Indonesia, 20 prosent i Malaysia, 23 prosent på Filippinene og 23 prosent i Thailand.

Det er flere grunner til turbulensen i finansmarkedene. Den kanskje viktigste fremkommer i figuren, som viser driftsbalanseunderskuddet som andel av BNP i landene. Mens Hong Kong og Singapore har hatt overskudd på driftsbalansen med utlandet, har de andre landene hatt til dels store underskudd. Dette gjelder særlig Thailand og Malaysia, men også i noen grad Filippinene og Indonesia. Aktørene i finansmarkedene synes å ha vært av den oppfatning at underskuddene ikke er i samsvar med langsiktig balanse i økonomiene, og at for lite har vært gjort for å prøve å rette opp situasjonen. Snarere har situasjonen blitt forverret fordi flere av landene har søkt å opprettholde verdien på sin valuta mot dollar, som har appresiert over de siste to årene. Således har konkurransevnen blitt redusert, mens det med bakgrunn i de store driftsbalanseunderskuddene hadde vært behov for en bedring. Som følge av dette har aktørene i finansmarkedene fått svekket tillit til den økonomiske utviklingen og solgt store mengder valuta og aksjer. Prosessen kan i noen grad ha blitt selvforsterkende ved at myndighetene i enkelte av landene har vist

manglende vilje til å takle den underliggende økonomiske situasjonen, og isteden har møtt markedsturbulensen med støttekjøp og reguleringer.

Det kan synes paradoksalt at markedsturbulensen også i noen grad har omfattet landene

Driftsbalanseunderskudd. Prosent av BNP



Mens enkelte av landene har overskudd på driftsbalansen med utlandet, har landene hvor markedsturbulensen begynte til dels store driftsbalanseunderskudd.

Kilde: IMF

som ikke synes å ha ubalanser i økonomiene. En viktig grunn er nok at disse landene ligger geografisk nært og har en stor del av sin handel med landene hvor markedsaktørene mener det er økonomiske ubalanser. Således vil depresierende valutakurser i landene med ubalanser kunne fordre valutakursendringer også i de andre landene. Det er imidlertid verdt å legge merke til at valuta- og aksjekursendringene er minst i Hong Kong og Singapore, som ikke har underskudd på driftsbalansen.

Samtidig med at en del ubalanser i asiatiske økonomier må takles, er det viktig å ikke la dette overskygge den gode økonomiske utviklingen det tross alt har vært og er i regionen. Den økonomiske veksten har vært høy, og mye av driftsbalanseunderskuddene skyldes høye private investeringer i landene. Det indikerer at landene også i årene som kommer vil ha høy økonomisk vekst.

2 KONJUNKTURIMPULSER I DE STORE INDUSTRILANDENE

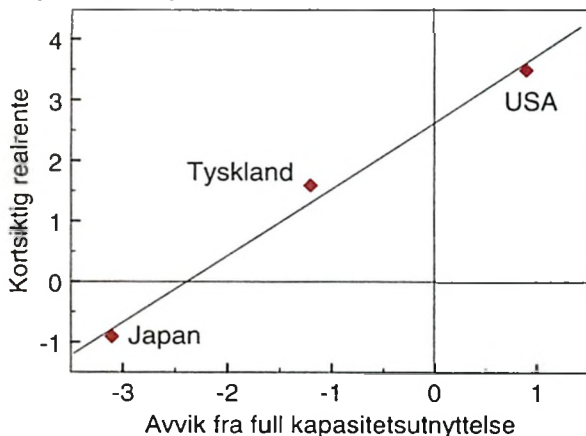
Pengepolitikken

Pengepolitikken påvirker den økonomiske aktiviteten først og fremst gjennom å påvirke rente- og valutakursutviklingen. Nivået på renter og valutakurser tyder på at pengepolitikken bidrar til å gi mer jevn vekst landene imellom i tiden fremover. Men bildet er ikke entydig. Mens valutakursutviklingen de siste to årene gir landene med den svakeste veksten de sterkeste vekstimpulsene, trekker den senere tids utvikling i langsiktig rentenivå i motsatt retning.

Kortsiktige realrenter er tilpasset kapasitetsutnyttelsen i hovedlandene

I land med flytende valutakurs kan renten brukes til å påvirke konjunkturutviklingen både gjennom den direkte renteeffekten på innenlandsk etterspørsel og indirekte gjennom virkningen på

Figur 1. Kortsiktig realrente og kapasitetsutnyttelse



Figuren viser hvordan de kortsiktige realrentene er tilpasset konjunktursituasjonen. Kortsiktig realrente er beregnet som differansen mellom nominell effektiv tremånedersrente i august og Norges Banks anslag for konsumprisveksten i innværende år. Avvik fra full kapasitetsutnyttelse er beregnet som det prosentvise avviket mellom faktisk og potensielt BNP. Potensielt BNP er det antatte langsiktige likevektsnivået for bruttonasjonalproduktet, definert som det høyest mulige nivået på BNP som ikke genererer stadig økende inflasjon. Et positivt tall indikerer at BNP ligger over det langsiktige likevektsnivået, mens et negativt tall indikerer at BNP ligger under det langsiktige likevektsnivået.

Kilde: OECD og Norges Bank

valutakursen. USA, Tyskland og Japan har flytende valutakurs seg imellom og har derfor god mulighet for å søke å stabilisere konjunkturutviklingen gjennom rentepolitikken. De tre store flytekurslandenes bruk av pengepolitikken i konjunkturstyringen gjennom rentekanalene er illustrert i figur 1. Figuren viser sammenhengen mellom kortsiktige realrenter og graden av ledig produksjonskapasitet i økonomiene. USA, hvor kapasitetsutnyttelsen ligger over det langsiktige likevektsnivået, har det høyeste nivået på de kortsiktige realrentene. Japan, som har mest ledig produksjonskapasitet, har det laveste realrentenivået.

Mens de pengepolitiske styringsrentene er blitt holdt uendret i Japan og Tyskland i innværende år, ble federal-funds-renten i USA økt med 1/4 prosentpoeng i mars. Markedet synes å forvente en ytterligere tilstramming i amerikansk pengepolitikk mot slutten av året. En kan heller ikke utelukke at de pengepolitiske styringsrentene blir hevet i Tyskland og Japan. I Tyskland kan depresieringen av valutaen og begynnende konjunkturoppgang etter hvert øke sannsynligheten for renteøkning. Dersom konjunkturoppgangen i Japan vedvarer, øker dette sannsynligheten for renteøkning også her.

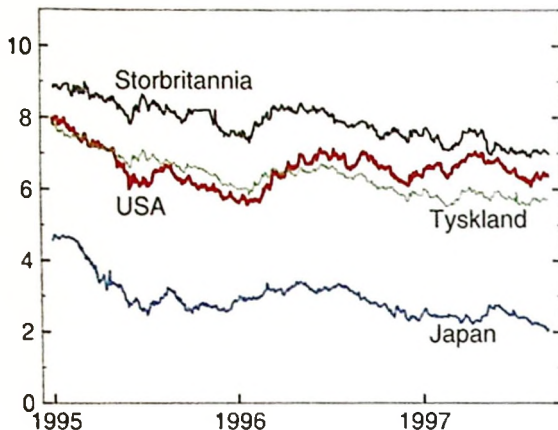
De ulike nivåene på de kortsiktige realrentene indikerer at pengepolitikken er utformet med tanke på forskjeller i landenes konjunkturfase. Ulikheten i kortsiktige realrenter vil derfor bidra til å utjevne vekstforskjeller hovedlandene imellom.

Utviklingen i langsiktige renter gir et mer blandet bilde...

Nivået på de langsiktige rentene kan også til en viss grad sies å bidra til konvergens i vekstratene i tiden fremover¹. Som vi ser i figur 2 har USA det høyeste langsiktige nominelle rentenivået blant de tre store flytekurslandene, mens Japan har det laveste nivået. Siden våren 1996 har det tyske langsiktige nominelle rentenivået ligget under det amerikanske. Selv om nivået på de langsiktige rentene i landene trekker i retning av utjevning av forskjellene i vekstrater, kan en ikke fastslå dette med samme sikkerhet som når

¹ I denne rapporten brukes for enkelthets skyld langsiktige nominelle renter istedenfor langsiktige realrenter, slik at en slipper å spesifisere inflasjonsforventningene for det neste tiåret.

Figur 2. Langsiktige renter i USA, Tyskland, Japan og Storbritannia. Nominell 10 års statsobligasjonsrente (daglige observasjoner).



Storbritannia og USA, som er inne i en høykonjunktur, har et høyere rentenivå enn Tyskland og Japan, som har mer ledig kapasitet i økonomien.

det gjelder innretningen av de kortsiktige rentene. I tillegg til at noe av forskjellen bare kan skyldes at inflasjonsforventningene er ulike, er det særlig to grunner til dette.

For det første har en de siste månedene sett en bevegelse i det langsiktige nominelle rentenivået som isolert sett går i motsatt retning av det som bidrar til konvergens i vekstratene. I USA, som er inne i en langvarig høykonjunktur, har de langsiktige nominelle rentene falt med 0,6 prosentpoeng siden 1. april. I Tyskland og Japan er fallet på 0,3 prosentpoeng. Fallet i det langsiktige rentenivået bidrar i alle landene til sterkere vekst, men impulsen er sterkest der konjunkturutviklingen er sterkest fra før. De siste månedene har det derfor vært en bevegelse i de langsiktige rentedifferansene som isolert sett forsterker forskjellene i konjunktursituasjonen mellom landene. Dette gjelder også om vi ser på utviklingen i Storbritannia, som i likhet med USA er inne i en høykonjunktur. Her har det langsiktige rentenivået falt med 0,7 prosentpoeng siden 1. april.

For det andre vil mange hevde at selv om det langsiktige nominelle rentenivået i Tyskland ligger lavere enn i USA, er forskjellen svært liten konjunktursituasjonen tatt i betraktning. Rentedifferansen mellom landene er om lag 0,7 prosentpoeng, mens differansen mellom USA og Japan er over 4 prosentpoeng. I Tyskland er det langsiktige rentenivået av større betydning for

realøkonomien enn i USA, fordi mye av utlåne til privat sektor i Tyskland har langsiktig rentebinding. Et høyt nivå på de langsiktige rentene i Tyskland i forhold til den konjunktursituasjonen landet befinner seg i, kan derfor virke bremsende på den økonomiske oppgangen.

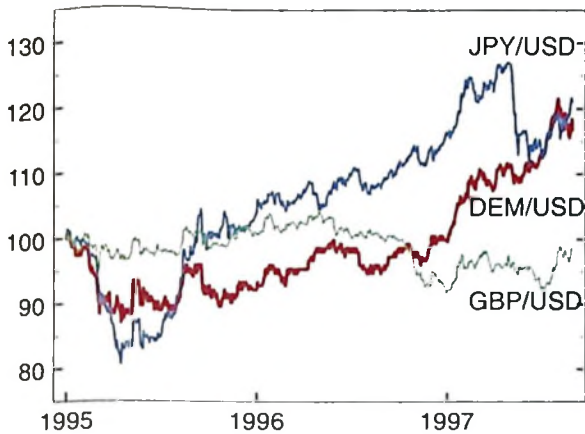
I USA har rentene falt som følge av at det på tross av den sterke veksten og høye kapasitetsutnyttelsen har vært færre tegn på tiltakende inflasjon enn mange ventet. Dette rentefallet har smittet over på andre land. I Storbritannia synes i tillegg markedet å ha forventninger til at den nye regjeringens opplegg vil innebære en samlet politikkinnetning som ikke gir store ubalanser i økonomien. I den grad fallet i det langsiktige rentenivået internasjonalt de siste månedene også har gitt lavere langsiktige realrenter, bidrar det til å holde den sterke veksten i verdensøkonomien oppe. Blant de store landene representerer likevel utviklingen i rentedifferanser en fare for at det først og fremst er landene med en høy vekst fra før som får de sterkeste vekstimpulsene. Imidlertid kan utviklingen raskt snu, og reduksjonen i rentedifferansene kan nettopp være en indikasjon på at veksten i Japan og Tyskland er i ferd med å ta seg opp i forhold til i USA.

...mens valutakursutviklingen trekker i riktig retning

Figur 3 viser utviklingen i noen hovedvalutaer. Vi ser at siden sommeren 1995 har både tyske mark og japanske yen svekket seg i forhold til amerikanske dollar. De siste par årene har det vært store bevegelser mellom hovedvalutaene. Verdien av britiske pund mot dollar har vært stabil siden sommeren 1995. Det britiske pundet har således styrket seg mot tyske mark og japanske yen i takt med dollaren.

Det er rimelig å anta at depresieringen av tyske mark og japanske yen siden sommeren 1995 har virket ekspansivt i Tyskland og Japan, mens appresieringen av amerikanske dollar og britiske pund har virket kontraktivt i USA og Storbritannia. En svekkelse av valutaen til et land gjør at importen blir dyrere i forhold til hjemmeproduerte varer. Dette gjør at landets bedrifter blir mer konkurransedyktige på hjemmemarkedet. I tillegg vil konkurransekraften øke på eksportmarkedene, siden landets varer faller i pris regnet i fremmed valuta. En svekket valuta virker

Figur 3. Valutakursutvikling for tyske mark, japanske yen og britiske pund relativt til amerikanske dollar (daglige observasjoner, 1.1.95 = 100). Stigende kurve betyr sterkere dollar:



Mens tyske mark har svekket seg med 31 prosent og japanske yen med 43 prosent i forhold til amerikanske dollar siden 1. juli 1995, har britiske pund beholdt sin verdi i forhold til dollaren. I inneværende år har kursen på tyske mark svekket seg med om lag 17 prosent mot dollar. Kursen på japanske yen svekket seg i første halvår, men styrket seg kraftig i løpet av sommeren, før den igjen svekket seg noe. Sammenliknet med kursnivået ved årsskiftet har kursen svekket seg 4 prosent mot dollar.

altså ekspansivt gjennom en reduksjon av importen og en økning i eksporten. Valutakursutviklingen mellom hovedvalutaene de siste par årene har gitt styrket konkurransekraft til land med svak konjunkturutvikling i forhold til land med sterkere utvikling.

En kan stille spørsmål ved hvor sterke konjunkturimpulsene fra endrede valutakurser er på kort sikt. De siste årene er det påfallende hvor store fluktasjoner det har vært i valutakursene sammenliknet med fluktasjonene i landenes driftsbalanse². Siden valutakursutviklingen først og fremst antas å påvirke importen og eksporten, kan dette synes overraskende. Stabiliteten i landenes driftsbalansetall i en periode med store valutakurssvingninger kan tyde på at valutakursens konjunkturvirkning på kort sikt er begrenset. En viktig grunn kan være at mange eksporter

og importører reduserer kursusikkerheten ved bruk av terminmarkedet. Det er gode muligheter for å terminsikre seg på opp til 12 måneders sikt, og det er særlig større bedrifter som benytter seg av dette. Videre kan valutakursutviklingen på kort sikt først og fremst slå ut i importørers og eksportørers driftsmarginer. Så lenge disse forblir positive, velger foretakene fortsatt å opprettholde handelen med utlandet.

Det følger ikke av dette at valutakursutviklingen er uten betydning for landenes økonomiske utvikling. Dersom det nivået som vi nå ser på valutakursene mellom de store landene, vedvarer, vil det få konsekvenser for beslutninger om å investere, beslutninger om hvilke markeder en vil være representert i, og om eksisterende produksjon skal endres. Kanskje er det gjennom slike beslutninger valutakursutviklingen har størst betydning for den økonomiske utviklingen. Hvor sterke vekstimpulser de store kursendringene mellom hovedvalutaene gir, vil da være et spørsmål om hvorvidt de nye kursnivåene vedvarer.

Den amerikanske dollaren har styrket seg samtidig som USA har hatt det høyeste rentenivået. Dette impliserer at avkastningen av plasseringer i amerikanske dollar har vært svært mye høyere enn avkastningen av å plassere i tyske mark eller japanske yen. En mulig forklaring på dette er at veksten og vekstutsiktene i USA gjennomgående har utviklet seg mer positivt enn markedet har forventet.

Pengepolitikens betydning for konjunkturutviklingen

Hovedkonklusjonen av det ovenstående er at både rente- og valutakursutviklingen den siste tiden trekker i retning av konvergens i vekstratene i tiden fremover. Usikkerheten knyttet til denne konklusjonen dreier seg særlig om tre forhold. Det første er om reduksjonen i differanser mellom de langsiktige rentene vedvarer, det andre om nivået på de tyske langsiktige rentene er lavt nok til å gi sterke vekstimpulser, og det tredje om varigheten i valutakursendringene de siste to årene.

Det er også grunn til å tro at rente- og valutakursutviklingen gir mer like inflasjonsrater i tiden fremover enn hva som ellers ville vært tilfellet. Det er flere grunner til dette. For det første at prispresset blir utjevnet mellom landene når konjunkturutviklingen blir utjevnet. For det an-

² Stabiliteten i landenes driftsbalanse de siste årene fremkommer i figur 4 i diskusjonen av finanspolitikken nedenfor.

dre at appresiering bidrar til lavere importert inflasjon i USA og Storbritannia. For det tredje bidrar depresiering til høyere inflasjon i Tyskland og Japan, selv om omsetningsleddet på grunn av mye ledig kapasitet nok i stor grad velger å la økte importpriser slå ut i reduserte fortjenestemarginer.

Finanspolitikken

I de senere årene har det vært markerte forskjeller i finanspolitikken i USA, Tyskland og Japan. Den ulike finanspolitikken går sammen med ulik etterspørselsutvikling i privat sektor i landene. USA, som har strammet inn mest i finanspolitikken, har hatt den sterkeste utviklingen i privat etterspørsel. Dette er en viktig grunn til at landet som har kommet lengst i den finanspolitiske

konsolideringen, også har den sterkeste veksten de siste årene. Følgelig er det ikke slik en kanskje kunne vente, at de som fører den mest kontraktive finanspolitikken også har den svakeste konjunkturutviklingen.

Motvirkende effekter av offentlig og privat etterspørsel

For å vise samspillet mellom offentlig og privat etterspørselsutvikling er det nyttig å ta utgangspunkt i de tre begrepene offentlig budsjettbalanse, privat spareoverskudd og driftsbalanse. I en egen ramme viser vi hvordan begrepene er definert, hvordan de henger sammen og hvorfor de belyser innretningen av innenlandsk etterspørsel.

Offentlig budsjettbalanse, privat spareoverskudd og driftsbalanse

Privat sektors inntekter kan enten anvendes til kjøp av konsumvarer, til realinvesteringer eller til finansinvesteringer. Den andelen av inntekten som brukes til konsum og realinvesteringer, genererer vare- og tjenesteetterspørsel i økonomien, mens andelen av privat sektors inntekter som brukes til finansinvesteringer, ikke genererer etterspørsel etter varer og tjenester. Nettofinansinvesteringenes andel av inntekten til privat sektor sier på denne måten noe om etterspørselsimpulsen fra sektoren. Jo større andelen nettofinansinvesteringer er, jo mindre andel av inntekten i privat sektor brukes til å etterspørre realgoder. Nettofinansinvesteringene kan være positive eller negative. Negative nettofinansinvesteringer betyr at en del av etterspørselen er lånefinansiert.

Nettofinansinvesteringene til privat sektor beregnes ved å se på differansen mellom det privat sektor sparer og det privat sektor investerer i realkapital. Siden nettofinansinvesteringene sier hvor mye sparemidler privat sektor bidrar med til andre sektorer i økonomien etter å ha brukt en del av sin sparing til å finansiere egne realinvesteringer, betegnes nettofinansinvesteringene også som det private spareoverskuddet. Det er denne betegnelsen vi gjennomgående bruker i teksten. Når det private spareoverskuddet som andel av BNP øker, må det enten bety at privat sektor bruker en mindre andel av BNP til å etterspørre konsumvarer eller

at de bruker en mindre andel av BNP til å etterspørre investeringsvarer. Et økt spareoverskudd indikerer på denne måten en svakere etterspørselsimpuls fra privat sektor.

Spareoverskuddet fremkommer da på følgende måte:

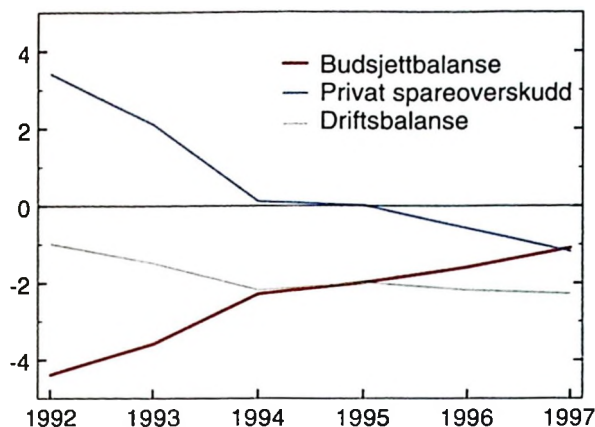
$$\begin{aligned} \text{nettofinansinvesteringer} &= \\ \text{disponibel inntekt} - \text{konsum} - \text{realinvesteringer} &= \\ \text{sparing} - \text{realinvesteringer} &= \\ \text{spareoverskudd} & \end{aligned}$$

På samme måte som endringer i det private spareoverskuddet (eller nettofinansinvesteringene) kan brukes som et mål på etterspørselsimpulsen fra privat sektor, kan endringer i den offentlige budsjettbalansen (eller offentlig sektors nettofinansinvesteringer) brukes som et mål på etterspørselsimpulsen fra offentlig sektor. Den offentlige budsjettbalansen sier noe om hvor stor den offentlige etterspørselen er i forhold til de offentlige inntektene. Budsjettbalansen kan være positiv eller negativ.

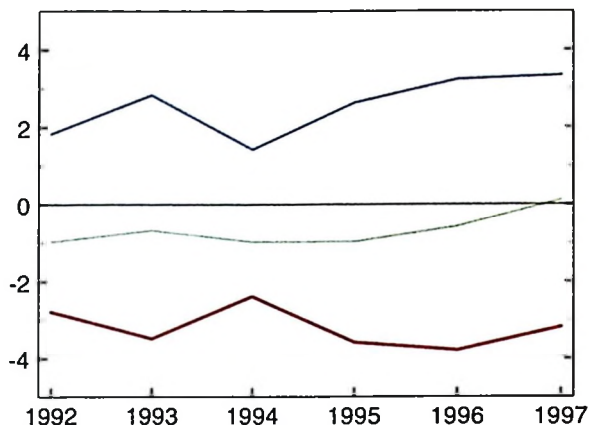
Summerer vi det private spareoverskuddet og det offentlige budsjettoverskuddet, får vi landets samlede nettofinansinvesteringer, eller økningen i nettofordringer på utlandet (når vi ser bort fra kursendringer). Denne økningen er lik overskuddet på driftsbalansen. Dersom summen av det private spareoverskuddet og den offentlige budsjettbalansen er negativ, har vi et underskudd på driftsbalansen.

Figur 4. Offentlig budsjettbalanse, privat spareoverskudd og driftsbalanse i USA, Tyskland og Japan. Prosent av BNP.

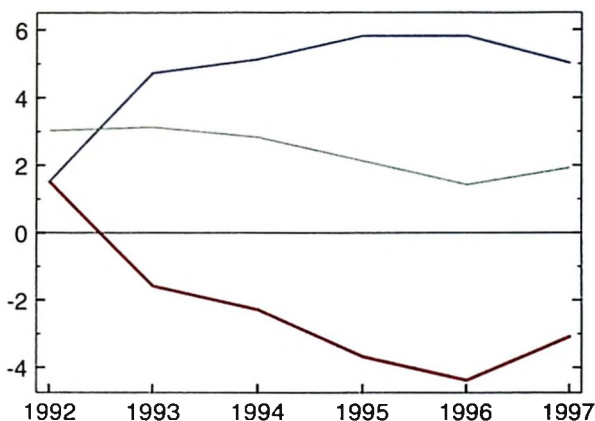
a. USA



b. Tyskland



c. Japan



Figuren viser utviklingen og sammenhengen mellom offentlig budsjettbalanse, privat spareoverskudd og resultatet på driftsbalansen i perioden 1992-1997. Overskuddet på driftsbalansen fremkommer som summen av det private spareoverskuddet og det offentlige budsjettoverskuddet, slik at kurvene markert med rødt og blått summerer seg til den grønne kurven.

Kilde: Norges Bank

USA har redusert det offentlige budsjettunderskuddet fra 4,4 prosent av BNP i 1992 til anslåtte 1,1 prosent av BNP i 1997. Som vist i figur 4 har den kraftige reduksjonen av det offentlige budsjettunderskuddet gått hånd i hånd med et markant fall i det private spareoverskuddet, slik at privat sektor har brukt en større andel av sine inntekter til å etterspørre konsum- og investeringsvarer. Spareoverskuddet på 3,4 prosent av BNP i 1992 er snudd til et spareunderskudd anslått til 1,2 prosent av BNP i 1997. Fallet i spareoverskuddet på 4,6 prosent av BNP er større enn bedringen i budsjettbalansen på 3,3 prosent av BNP. Den reduserte etterspørselsstimulansen fra offentlig sektor er mer enn oppveid av økt etterspørsel fra privat sektor.

Siden det private spareoverskuddet er redusert

mer enn bedringen i den offentlige budsjettbalansen, har underskuddet på den amerikanske driftsbalansen økt i perioden. Mens driftsbalanseunderskuddet var på 1 prosent av BNP i 1992, anslås det å bli 2,3 prosent av BNP i 1997.

Fra 1992 til 1997 har budsjettunderskuddet i Tyskland fluktuert rundt 3 prosent av BNP. Det aktivitetskorrigerede budsjettunderskuddet er redusert i perioden, men den svake konjunkturutviklingen har bidratt til å øke det faktiske underskuddet. I perioden som helhet har budsjettunderskuddet økt fra 2,8 til 3,2 prosent av BNP. Figur 4 viser at det også for Tyskland er en klar motsatt bevegelse i fluktuationene i den offentlige budsjettbalansen og i det private spareoverskuddet. Den tyske økonomiske utviklingen er derfor også kjennetegnet ved motvirkende effekt

av offentlig og privat etterspørsel. Men i motsetning til i USA er den offentlige budsjettbalansen blitt forverret og det private spareoverskuddet har økt.

Kontrasten med USA kommer enda klarere fram ved å se på Japan. Mens budsjettoverskuddet var på 1,5 prosent av BNP i 1992, anslås et budsjettunderskudd på 3,1 prosent av BNP i inneværende år. Den ekspansive finanspolitikken går sammen med en kontraktiv etterspørselsvirkning fra privat sektor, som har redusert andelen av inntekten som brukes til konsum og realinvesteringer. Økningen i det private spareoverskuddet er mindre enn forverringen i den offentlige budsjettbalansen, og driftsbalanseoverskuddet anslås å ha blitt redusert med 1,1 prosentpoeng av BNP i perioden.

For USA, Tyskland og Japan er det en klar motsatt bevegelse i den offentlige budsjettbalansen og i det private spareoverskuddet. I USA har privat etterspørsel tatt over for offentlig etterspørsel. Dette forklarer at USA har hatt høy vekst til tross for innstramminger i finanspolitikken. I Tyskland og Japan har privat etterspørsel utviklet seg svakt. Dette forklarer at veksten har vært lav i Tyskland, og forklarer hvorfor en ekspansiv finanspolitikk i Japan ikke har generert høyere vekst. Etterspørselsendringene i privat og offentlig sektor har kompensert hverandre i landene, men på ulik måte.

Hvorfor motsatt etterspørselsstimulans fra offentlig og privat sektor?

At endringer i den offentlige og private etterspørselen har bidratt til å oppveie hverandre, reiser naturlig spørsmålet om hva denne negative samvariasjonen skyldes. For konjunkturvirkningen av finanspolitikken er det sentrale spørsmålet om finanspolitikken er blitt endret som et resultat av bevegelsene i privat etterspørsel, eller om det er privat etterspørsel som er blitt endret som et resultat av finanspolitikken. I en egen ramme diskuterer vi hvorfor etterspørselsstimulansen fra offentlig og privat sektor har motvirket hverandre i landene i perioden 1992-1997. Det er forskjeller landene imellom. I Tyskland har automatiske stabilisatorer gjort at den offentlige etterspørselen har økt når den private etterspørselen har utviklet seg svakt. I Japan har privat etterspørsel utviklet seg enda svakere enn i Tyskland, og i tillegg til automatiske stabilisatorer har finanspolitikken *aktivt* vært forsøkt brukt for å motvirke den lave veksten. For USA gir diskusjonen i rammen indikasjoner på at årsakssammenhengen er motsatt. Når det offentlige har redusert sitt budsjettunderskudd, har privat sektor respondert ved å øke sin etterspørsel. Slik har responsen til privat sektor motvirket de kontraktive effektene av en strammere finanspolitikk. I rammen diskuteres hvilke økonomiske mekanismer som kan ha gitt et slikt resultat.

Hvorfor motsatt etterspørselsstimulans fra offentlig og privat sektor?

Figur 4 viser en klar motsatt sammenheng mellom etterspørselsimpulsen fra privat og offentlig sektor for de store industrilandene i de siste fem årene. Men figuren sier lite om *hvorfor* vi har en slik sammenheng. For å analysere konjunkturutviklingen av finanspolitikken er det imidlertid dette som er det sentrale. I denne rammen drøftes årsakssammenhengen mellom den offentlige budsjettbalansen og det private spareoverskuddet for de tre landene.

USA: Bedre budsjettbalanse, og private investeringer tar seg opp

Finanspolitikken i USA har i de senere årene blitt styrt ut fra et underliggende mål om at de offentlige budsjetter skal være i balanse i år

2002. Den gradvise reduksjonen i budsjettunderskuddet er et resultat av dette og ikke av en aktiv stabiliseringspolitikk. Det betyr ikke at reduksjonen i budsjettunderskuddet har kommet uten hjelp fra den gode konjunkturutviklingen. Et høyt aktivitetsnivå bidrar til redusert budsjettunderskudd både fordi skatteinntektene går opp og konjunkturavhengige utgifter som arbeidsledighetstrygd går ned.

Hvor mye av reduksjonen i budsjettunderskuddet som skyldes slike automatiske stabilisatorer, gir utviklingen i det såkalte strukturelle budsjettunderskuddet et anslag på. Det strukturelle budsjettunderskuddet korrigerer det faktiske budsjettunderskuddet for konjunkturbetingede inntekter og utgifter og gir et bilde av den underliggende innretningen av finanspoli-

tikken. I USA er det strukturelle budsjettunderskuddet redusert med 2,6 prosentpoeng av BNP de siste fem årene, mens det faktiske budsjettunderskuddet er redusert med 3,3 prosentpoeng av BNP. Målt på denne måten har den gode konjunkturutviklingen i USA bidratt til å redusere budsjettunderskuddet med 0,7 prosentpoeng (3,3 - 2,6) av BNP, mens de resterende 2,6 prosentpoeng av BNP skyldes den underliggende omleggingen av finanspolitikken. Selv om konjunkturutviklingen har bidratt til å redusere budsjettunderskuddet, kan denne bare forklare en liten del av den finanspolitiske konsolideringen vi har vært vitne til.

En permanent omlegging av finanspolitikken i retning av redusert budsjettunderskudd kan oppfattes som et signal til privat sektor om at nødvendig fremtidig skattebelastning går ned sammenliknet med den en uendret politikk vil gi. Dette kan gi lavere privat spareoverskudd både gjennom økt konsum og økte realinvesteringer. Konsumet øker og sparingen reduseres fordi fremtidig skattebelastning går ned, og fordi bedre balanse i offentlige budsjetter kan bidra til å redusere usikkerheten om den fremtidige økonomiske utviklingen. Investeringene øker av samme grunn. Lavere skatter øker forventet avkastning av å investere, og redusert usikkerhet minsker sannsynligheten for feilinvesteringer. En del vil også hevde at en finanspolitisk konsolidering virker ekspansivt ved å redusere det langsiktige rentenivået, og på denne måten bidrar til et lavere spareoverskudd gjennom økt etterspørsel etter konsum- og investeringsvarer.

Tyskland: Automatiske stabilisatorer

I Tyskland viser det strukturelle underskuddet motsatt utvikling av det faktiske budsjettunderskuddet. Selv om det faktiske budsjettunderskuddet har økt med 0,4 prosent av BNP de siste fem årene, er det strukturelle underskuddet redusert med 1,7 prosent av BNP. Det indikerer at det er en underliggende finanspolitisk konsolidering på gang i Tyskland, om enn i mindre grad enn i USA. Men den underliggende konsolideringen av finanspolitikken er blitt dominert av den svake konjunkturutviklingen, og det faktiske budsjettunderskuddet har økt.

En hovedgrunn til den dårlige veksten i Tyskland og andre kontinentaleuropeiske land er

svak utvikling i privat etterspørsel. Dette omfatter både konsum- og investeringsvarer. De fleste observatører anser lav tillit til den fremtidige økonomiske utviklingen som viktig for å forklare den lave etterspørselen. Forverringen i de tyske budsjettene synes i stor grad å være et resultat av at privat sektor har generert lav etterspørsel og vekst og derigjennom presset underskuddet opp. De automatiske stabilisatorene har gitt en motsatt samvariasjon mellom privat og offentlig etterspørsel.

Japan: Keynesiansk motkonjunkturpolitikk

Japan skiller seg fra USA og Tyskland ved at både det faktiske og det strukturelle budsjettunderskuddet har økt fra 1992 og fram til i dag. Det faktiske underskuddet har økt med 4,6 prosentpoeng av BNP, mens det strukturelle har økt med 2,7 prosentpoeng av BNP. Forskjellen mellom de to forklares av de automatiske stabilisatorene, som altså har gitt en økning i budsjettunderskuddet på 1,9 prosentpoeng av BNP.

Den andre hovedgrunnen til det økte budsjettunderskuddet i Japan er at en har søkt å bruke finanspolitikken svært aktivt i motkonjunkturpolitikken, bl.a. i form av flere finanspolitiske tiltakspakker. Konjunkturutviklingen har både indirekte gjennom de automatiske stabilisatorene, og direkte gjennom en aktiv motkonjunkturpolitikk, hovedansvaret for det økte budsjettunderskuddet. Den offentlige politikken synes å være en respons på økt privat spareoverskudd og påfølgende svak utvikling i privat etterspørsel. Det er rimelig å anta at den svake utviklingen i privat etterspørsel delvis kan spores tilbake til lav tillit til den økonomiske utviklingen bl.a. på grunn av ustabilitet i det finansielle system. Dette utelukker ikke at deler av endringen i det private spareoverskuddet er initiert av et økende budsjettunderskudd, noe som i så fall kan forklare den manglende effekten finanspolitikken synes å ha hatt med å få opp etterspørselen og veksten i Japan de siste årene.

Konjunkturvirkningen av finanspolitikken

Det ovenstående viser at for å finne konjunkturvirkningen av finanspolitikken er det ikke tilstrekkelig å se på finanspolitikken alene. En

må også se på samspillet mellom etterspørselsutviklingen i privat og offentlig sektor. De siste fem årene har det i de store industrilandene gjennomgående vært en tendens til en motvirkende konjunkturimpuls fra privat og offentlig etterspørsel. USA har hatt god konjunktur utvikling med en redusert andel av etterspørselen fra offentlig sektor og en økt andel av etterspørselen fra privat sektor. I Tyskland og Japan har konjunktur utviklingen vært svak, og andelen

av etterspørselen fra privat sektor er redusert, mens andelen av etterspørselen fra offentlig sektor har økt.

Dersom privat sektor motvirker endringer i etterspørselen fra offentlig sektor, blir det vanskeligere å bruke finanspolitikken for å påvirke endringer i samlet etterspørsel. På den annen side betyr dette at en finanspolitisk konsolidering gir mindre kontraktiv virkning enn hva som ellers ville vært tilfellet.

Fremtidig vekst og inflasjon er avhengig av hvordan det private spareoverskuddet har endret seg

Dersom det private spareoverskuddet går ned, har det på kort sikt liten betydning for konjunktur utviklingen om dette skyldes økt konsum eller økte realinvesteringer, siden begge deler bidrar til økt etterspørsel. På mellomlang sikt er det imidlertid viktig om et redusert privat spareoverskudd har sin opprinnelse i økt konsum eller i økte realinvesteringer. Selv om etterspørselsstimulansen er den samme, er tilbudsresponsen forskjellig. Når et fall i spareoverskuddet skyldes økte realinvesteringer, gir dette økt produksjonskapasitet, og den kortsiktige etterspørselsdrevne veksten gir på mellomlang sikt rom for tilbudsrevet vekst uten prispress. Når et fall i spareoverskuddet skyldes økt konsum, får en ikke den samme virkningen på økonomiens produksjonskapasitet, og vekst vil lettere generere prispress.

Målt som andel av BNP skyldes om lag $\frac{3}{4}$ av fallet i det private spareoverskuddet i USA at de private realinvesteringene har økt, mens om lag $\frac{1}{4}$ skyldes økt konsum og påfølgende redusert privat sparing. Private realinvesteringer utgjorde godt under 13 prosent av BNP i 1992, mens de forventes å utgjøre over 16 prosent av BNP i 1997. Dette, sammen med sterk økonomisk vekst, gjør at de private realinvesteringer forventes å ligge hele 48 prosent høyere i inneværende år sammenlignet med 1992.

I Tyskland har spareoverskuddet økt først og fremst fordi konsum etterspørselen har falt, slik at den private sparingen som andel av BNP har økt. I Japan skyldes om lag $\frac{1}{3}$ av økningen i det private spareoverskuddet reduserte realinvesteringer, mens de resterende $\frac{2}{3}$ skyldes redusert konsum og påfølgende økt privat sparing.

I USA er altså etterspørselsøkningen fra privat sektor de siste årene koblet med økt produksjonskapasitet, fordi det i stor grad er private realinvesteringer som har gitt høy etterspørsel. Dette er en gunstig utvikling i den forstand at den økte produksjonskapasiteten reduserer risikoen for at prisveksten skal øke mye selv om den økonomiske veksten forblir høy. Den private investeringsveksten gjør også at det er mindre grunn til å bekymre seg om det økende underskuddet på driftsbalansen enn om denne økningen hadde kommet som et resultat av redusert sparing og økt konsum. Investeringene bedrer produksjonskapasiteten og gjør det i neste omgang lettere å betjene utenlandsgjelden. Det betyr ikke at driftsbalanseunderskuddet i USA bør ses på uten bekymring. Et høyere driftsbalanseunderskudd i USA kan presse verdensmarkedsrentene opp ved at landet legger beslag på en økende del av verdens sparing.

For både Tyskland og Japan er det positivt for fremtidig vekst at økningen i spareoverskuddet i hovedsak skyldes økt privat sparing og bare i liten grad reduserte private realinvesteringer. Ved at det først og fremst er sparingen som har økt, har ikke den svake utviklingen i etterspørselen i så stor grad gitt seg utslag i lavere vekst i produksjonskapasiteten. Dette, sammen med mye ledig kapasitet på grunn av den svake konjunktur utviklingen, gjør at det også i disse landene skulle være mulig med høy vekst uten at inflasjonen tar seg vesentlig opp.

Finanspolitikkenes betydning for konjunktur utviklingen

Tyskland og Japan har som et resultat av høye budsjettunderskudd behov for å føre en strammere finanspolitikk enn USA i årene fremover. Samtidig har økningen i produksjonskapasitet

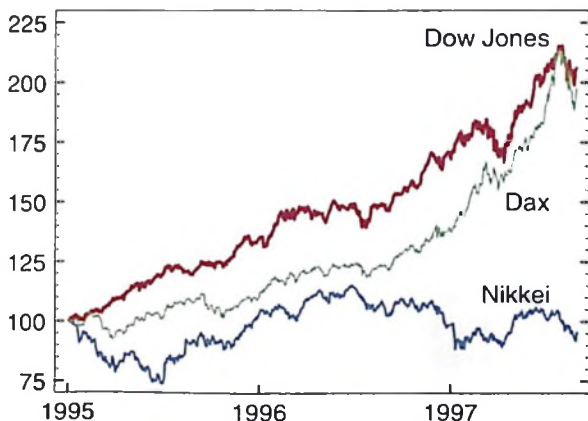
på grunn av økte investeringer vært mest markant i USA. Disse faktorene kan kanskje trekke i retning av at forskjellene i økonomisk vekst mellom landene vil vedvare, eller endog øke, i de nærmeste årene. Men finanspolitikkenes virkning kan ikke studeres uavhengig av privat sektors respons. Det er mulig at en finanspolitisk konsolidering også i Tyskland og Japan kan generere en økt privat etterspørsel, slik at finanspolitikkenes kontraktive virkning motvirkes. Selv om investeringene har økt mest i USA, er det Tyskland og Japan som har mest ledig produksjonskapasitet på grunn av den svake konjunkturutviklingen de siste årene. På denne bakgrunn er det ikke opplagt at innretningen av finanspolitikken trekker i retning av mer ulik vekst mellom landene i de nærmeste årene. Sett i sammenheng med innretningen av pengepolitikken venter vi snarere at det motsatte er tilfellet.

Andre viktige faktorer for konjunkturutviklingen

Finansmarkedene

Figur 5 viser aksjekursutviklingen i USA, Tyskland og Japan. Både i Tyskland og USA har det vært en fordobling av aksjekursene i løpet av de siste par årene. I Japan har økningen vært liten,

Figur 5. Aksjekursutviklingen i USA, Tyskland og Japan (daglige observasjoner).



Figuren viser aksjekursutviklingen 1995-1997 i USA representert ved Dow-Jones-indeksen, i Tyskland representert ved DAX-indeksen og i Japan representert ved Nikkei-indeksen. Siden inflasjonen er lav i landene, vil ikke utviklingen i realverdien av indeksene gi et vesentlig endret bilde.

og har vært kjennetegnet ved større bevegelser rundt trenden. Selv om børskursene har gått litt ned den seneste tiden, har de i inneværende år økt med 23 prosent i USA og hele 68 prosent i Tyskland, mens kursene har falt med 4 prosent i Japan.

Fra tidligere vet vi at sjokk i det amerikanske aksjemarkedet raskt kan forplante seg til andre aksjemarkeder (selv om utviklingen i USA og Japan de siste årene viser at aksjemarkedene også kan utvikle seg svært ulikt mellom land). Dette er nok litt av grunnen til den store interessen for utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet, selv om kursstigningen i Tyskland har vært langt sterkere enn i USA i inneværende år³. Det er vanskelig å ta stilling til hvor godt aksjekursutviklingen reflekterer underliggende økonomiske forhold. Mange vil være av den oppfatning at bedriftenes reelle verdi ikke kan øke så mye på så kort tid. På den annen side kan det anføres to argumenter for at oppgangen i USA i alle fall delvis reflekterer underliggende økonomiske forhold og ikke overdreven optimisme. For det første er økningen i privat etterspørsel primært et resultat av en kraftig økning i investeringsnivået de senere år. Dette tyder på at den sterke veksten vi har sett i stor grad er tilbuds-drevet, noe den lave inflasjonen også er en indikasjon på. En tilbuds-drevet vekst vil være mer varig fordi den er et resultat av økt produksjonskapasitet og representerer økte verdier i bedriftene. For det andre er veksten i andre formuespriser langt svakere enn børsutviklingen. I første halvår var veksten i amerikanske aksjekurser nesten ti ganger så høy som prisveksten på bruktboliger. Det kan tyde på at det er gode utsikter for bedriftene, og ikke en generell etterspørselsvekst med inflasjon i alle formuesobjekter, som ligger til grunn for aksjekursutviklingen. Dette står i kontrast til situasjonen i Japan på slutten av 1980-tallet, hvor det var høy inflasjon i alle formuespriser.

Den sterke veksten i aksjekursene kan altså delvis spores tilbake til gode utsikter for bedriftene, selv om mange vil mene at det er vanskelig å forklare hele oppgangen med slike faktorer. Dette gjør det ekstra viktig å følge nøye med i utviklingen den nærmeste tiden. Utviklingen i en

³ Ser en på avkastningen i felles valuta modifieres dette bildet, siden den amerikanske dollaren har styrket seg i forhold til tyske mark.

del asiatiske land den senere tiden viser at aksjemarkedet kan være svært følsomt. Dersom det viser seg at forventningene om fremtidig inntjening i selskapene er overdrevent optimistiske, vil dette kunne medføre en korreksjon i aksjekursene.

Prosessen fram mot ØMU

I den aktuelle utdypingen drøfter vi mulige konjunkturvirkninger av prosessen fram mot ØMU. Her peker vi på at utviklingen har gitt, og kan gi, både positive og negative vekstimpulser til europeiske økonomier. I mange europeiske økonomier har konvergensprosessen gitt et kraftig fall i inflasjon og i langsiktige rentedifferanser mot Tyskland. Særlig gjennom renteutviklingen har prosessen gitt ekspansive konjunkturimpulser. Usikkerheten knyttet til om ØMU blir realisert, hvilke land som blir med og om innretningen av den økonomiske politikken i ØMU, kan imidlertid ha bidratt til å dempe innenlandsk etterspørsel i landene og dermed hatt negative konjunkturimpulser. Men usikkerheten kan også ha medført redusert etterspørsel etter landenes valutaer og ha bidratt til depresieringen av kontinental-europeiske valutaer i forhold til amerikanske dollar og britiske pund. På denne måten kan usikkerheten ha virket ekspansivt gjennom valutakursutviklingen. For en detaljert drøfting av konjunkturvirkningene av prosessen fram mot ØMU, viser vi til den aktuelle utdypingen nedenfor.

Arbeidsledigheten i Kontinental-Europa

Mens arbeidsledigheten i USA og Storbritannia ligger på et forholdsvis lavt nivå, er ledigheten i Kontinental-Europa fortsatt høy. Mye av ledigheten reflekterer lite fleksible arbeidsmarkeder. Det gjør at det kan være begrenset hvor effektiv den makroøkonomiske politikken er til å redusere ledigheten. Det høye nivået på ledigheten kan også i seg selv være konjunkturdempende, ved at det genererer lav etterspørsel. Det er særlig tre grunner til dette. Den første er at etterspørselen etter varer og tjenester blir lavere når færre er i inntektsgivende arbeid. Den andre grunnen er at det ofte vil være grupper med lav inntekt og dermed høy konsumtilbøyelighet som blir ledige, og etterspørselen til disse reduseres relativt mye ved en inntektsnedgang. Den tredje er at arbeidsledigheten genererer usikkerhet og dårligere fremtidsutsikter også for de som har jobb, noe

som resulterer i høyere sparing og lavere etterspørsel.

Selv om veksten i Kontinental-Europa tar seg opp, er det liten grunn til å vente en markert nedgang i arbeidsledigheten den nærmeste tiden. I starten av en konjunkturoppgang vil sysselsettingen øke mindre enn det veksttaket i økonomien isolert sett skulle tilsi. Etter en konjunktur-nedgang vil bedriftene kunne øke produksjonen uten å øke sysselsettingen vesentlig, fordi de under en konjunkturedgang har en arbeidsstokk større enn det produksjonen tilsier. I Europa har dette momentet særlig relevans, fordi reguleringer på arbeidsmarkedet, så som oppsigelsesvern, gjør at bedriftene vanskeligere kan tilpasse arbeidsstokken til konjunktursituasjonen. Det er derfor grunn til å tro at nyansettelser kun vil foregå i begrenset omfang i starten på konjunkturoppgangen. Dette, sammen med mer effektiv bruk av kapitalutstyret, gjør at det tidlig i oppgangen først og fremst er produktiviteten som øker.

Senere i oppgangen ventes imidlertid sysselsettingen å øke. Det kan imidlertid tenkes at etterspørselseffekten av dette blir mindre enn ved tidligere konjunkturoppsving. Årsaken til dette er at andelen sysselsatte i deltidsarbeid og på tidsbegrensede arbeidskontrakter har vært økende i flere europeiske land. Det er ikke urimelig å vente at denne tendensen, som isolert sett bidrar til å bedre fleksibiliteten til bedriftene med å tilpasse arbeidsstokken til konjunktursituasjonen, vil fortsette. En voksende andel av deltids- og midlertidig sysselsetting vil bidra til å øke den gjennomsnittlige jobbusikkerheten, noe som i seg selv kan resultere i at en større del av inntekten spares.

Konjunkturutsiktene

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 1997 og 1998. Nedenfor gir vi anslag for vekst og inflasjon hos enkelte av våre viktigste handelspartnere, og gir så en nærmere begrunnelse for anslagene for enkelte av landene.

BNP-veksten anslås til 2³/₄ prosent for Norges handelspartnere i inneværende og neste år.

Vi venter at inflasjonen hos Norges handels-

partnere fortsatt vil holde seg lav. Mens anslagene gir en inflasjon på $1\frac{3}{4}$ prosent i 1997, venter vi at inflasjonen neste år vil øke til $2\frac{1}{4}$ prosent.

Tabell 1 Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra forrige år

	1995	1996	1997	1998
USA	2,0	2,4	$3\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{4}$
Japan	1,4	3,5	2	$2\frac{1}{2}$
Tyskland	1,9	1,4	$2\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Frankrike	2,1	1,5	$2\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Storbritannia	2,7	2,3	$3\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{2}$
Sverige	3,6	1,1	2	3
Finland	5,1	3,3	$4\frac{3}{4}$	$3\frac{1}{2}$
Danmark	2,6	2,7	3	$2\frac{3}{4}$
Norges handelspartnere	2,6	2,0	$2\frac{3}{4}$	$2\frac{3}{4}$

Kilde: IMF, OECD, Concensus Forecasts, egne anslag

Tabell 2 Anslag for konsumpriser. Prosentvis vekst fra forrige år

	1995	1996	1997	1998
USA	2,8	2,9	$2\frac{1}{2}$	$2\frac{3}{4}$
Japan	-0,1	0,1	$1\frac{1}{2}$	1
Tyskland	1,8	1,5	$1\frac{3}{4}$	2
Frankrike	1,9	2,0	$1\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{2}$
Storbritannia	3,5	2,4	3	$3\frac{1}{4}$
Sverige	2,9	0,7	1	2
Finland	1,0	0,6	$1\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$
Danmark	2,1	2,1	$2\frac{1}{2}$	$2\frac{1}{2}$
Norges handelspartnere	2,4	1,8	$1\frac{3}{4}$	$2\frac{1}{4}$

Kilde: OECD, Concensus Forecasts, egne anslag

Oppgangskonjunktoren i USA de siste årene har vært uvanlig i den forstand at det har vært lite prispress til tross for lav arbeidsledighet og solid vekst over lengre tid. I tillegg til de økte realinvesteringene er det flere forhold som kan ha bidratt til dette. På den ene side kan det skyldes strukturelle endringer i økonomien, som økt jobbusikkerhet, økt produktivitet og økt internasjonal konkurranse. Slike endringer gjør at økonomien kan vokse mer uten at inflasjonen tiltar. I tillegg til strukturelle endringer i økonomien har også den sterke dollaren, lavere råvarepriser og endringer i beregningsmetoden for konsumprisindeksen bidratt til å holde den målte prisstigningen nede.

BNP-veksten var 4,9 prosent i sesongjustert

årlig rate i 1. kvartal, og 3,6 prosent i 2. kvartal. Økt konsum og økte investeringer (inkludert økte lagerinvesteringer) var de viktigste årsakene til den høye veksten. Nettoeksporten på sin side gav et negativt vekstbidrag. Den økonomiske veksten i andre halvdel av 1997 og i 1998 vil trolig bli lavere enn veksten i første halvdel av inneværende år. Faktorer som bidrar til dette, er oppbyggingen av lagre i 1. halvår, den sterke dollarkursen, et høyt gjeldsnivå i husholdningene og forventninger om renteøkninger fra den amerikanske sentralbanken. Aksjemarkedet er sårbart for renteøkninger og svekkede forventninger om fremtidige overskudd, og reagerer derfor lett på nyheter om tiltakende prispress. En negativ korleksjon i aksjemarkedet vil virke dempende på den økonomiske veksten, mens en fortsatt vekst i aksjekursene vil ha en stimulerende effekt. Vi antar at BNP vil øke med $3\frac{3}{4}$ prosent i 1997 og $2\frac{1}{4}$ prosent i 1998. Konsumpris-anslagene våre for 1997 og 1998 er henholdsvis $2\frac{1}{2}$ og $2\frac{3}{4}$ prosent.

Oppgangen i Japan har befestet seg i 1996 og så langt i 1997. BNP økte med 3,5 prosent i 1996, og 6,4 prosent i sesongjustert årlig rate i 1. kvartal 1997. Mye av 1.-kvartalsveksten var imidlertid drevet av privat konsum som følge av hamstring før økningen av merverdiavgiften fra 3 til 5 prosent i april. Økt nettoeksport bidro også til å øke BNP-veksten i 1. kvartal, mens en reduksjon i offentlige investeringer gav et negativt vekstbidrag. Løpende indikatorer tyder på at veksten var negativ i 2. kvartal. Det lave rentenivået og en svakere japansk yen vil trolig føre til at privat forbruk og nettoeksport vil være viktige drivkrefter bak BNP-veksten i tiden fremover. Betydelige finanspolitiske tilstrammingstiltak kan på den annen side virke dempende på veksten. I tillegg er økonomien fremdeles sårbar for negative sjokk i finansmarkedene. Til tross for at veksten har tatt seg opp, er det fremdeles betydelig ledig kapasitet og lite prispress i økonomien. Som følge av merverdiavgiftsøkningen og en svakere japansk yen har prisene økt noe inneværende år. Vi har anslått en konsumprisvekst på $1\frac{1}{2}$ prosent inneværende år og 1 prosent i 1998. Videre antar vi en BNP-vekst i Japan på 2 prosent i 1997 og $2\frac{1}{2}$ prosent i 1998.

I Tyskland var BNP-veksten 1,6 prosent i sesongjustert årlig rate fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Korttidsstatistikken indikerer at den økonomiske aktiviteten tok seg ytterligere

opp i andre kvartal. Det er først og fremst produksjonen i eksportsektoren som øker, etter en kraftig forbedring av konkurranseevnen de seneste årene. Både moderate lønnsoppgjør og valutakursutviklingen har vært viktige drivkrefter bak konkurranseevneforbedringen. I tillegg er produktivitetsveksten i Tyskland tradisjonelt forholdsvis høy sammenliknet med for eksempel USA. Motstykket til produktivitetsveksten har vært en sterk økning i arbeidsledigheten, som i juli var oppe i 11¹/₂ prosent av arbeidsstyrken. Den positive utviklingen i eksportsektoren har etter hvert bidratt til en oppgang i investeringene. Denne vil trolig forsterkes gjennom andre halvår og bidra til at BNP-veksten blir 2¹/₄ prosent i år. Gjennom første halvår 1998 venter vi at forholdene i arbeidsmarkedet stabiliserer seg og gir impulser til sterkere vekst i husholdningenes konsum, slik at BNP-veksten tar seg opp til 2¹/₂ prosent neste år. Det er imidlertid betydelig risiko knyttet til antakelsen om en mer balansert utvikling i tysk økonomi, ikke minst fordi husholdningssektoren står overfor høy usikkerhet om fremtiden. Det har bl.a. vist seg vanskelig for regjeringen å få gjennomført den annonserte skattereformen, som var antatt å gi betydelige impulser både gjennom en generell skattelette og gjennom tilbudssideeffekter i økonomien. Det er mye ledig kapasitet i tysk økonomi, og prisene vokser moderat. Depresieringen av tyske mark fører isolert sett til høyere importpriser, men vi venter at omsetningsleddet i første omgang velger å presse fortjenestemarginene fremfor å øke prisene. Samlet ventes prisveksten å bli 1³/₄ prosent i år, økende til 2 prosent neste år.

Det realøkonomiske bildet i *Frankrike* er om lag det samme som i Tyskland, og det er de samme faktorene som driver utviklingen. BNP-veksten var 3 prosent i årlig rate fra første til andre kvartal i år, stimulert av sterk produksjonsopp-

gang i eksportsektoren og lagerinvesteringer. Privat konsum utviklet seg svakt. Arbeidsledigheten er rekordhøy og bidrar til økt usikkerhet i husholdningssektoren. Vi venter at investeringsveksten øker gjennom resten av året, og at en stabilisering i arbeidsmarkedet neste år vil gi positive impulser til privat konsum. BNP-veksten anslås til 2¹/₄ prosent i år, økende til 2¹/₂ prosent neste år. Prisveksten har falt markert det siste halve året. 12- månedersveksten har de siste månedene vært under en prosent, og med så vidt mye ledig kapasitet i økonomien venter vi at prisveksten kommer ned i 1¹/₄ prosent i år. Også i Frankrike bidrar valutakursutviklingen isolert sett til høyere vekst i importprisene, men prisveksten ventes å holde seg rundt 1¹/₂ prosent neste år.

Etter to år med vekstrater rundt 2¹/₂ prosent ventes den realøkonomiske aktiviteten å ta seg ytterligere opp i *Storbritannia* i år. Fra første til andre kvartal i år var vekstraten i økonomien 3,6 prosent regnet som sesongjustert årlig rate. Det er først og fremst innenlandsk etterspørsel som ventes å utvikle seg sterkt i år. Arbeidsledigheten er den laveste på 17 år, og har sammen med en oppgang i reallønnen og vekst i formuesverdier bidratt til solid vekst i husholdningenes inntekt og konsum. Veksten i økonomien forventes å forbli «ubalansert», i den forstand at kursutviklingen på britiske pund har bidratt til å svekke konkurranseevnen og dermed vekstbidraget fra nettoeksporten. Bank of England har strammet til i pengepolitikken ved å sette opp signalrenten med til sammen 1 prosentpoeng siden mai i år. De kontraktive impulsene fra pengepolitikken og valutakursutviklingen vil bidra til at BNP-veksten faller fra 3¹/₄ prosent i år til 2¹/₂ prosent neste år. Prisveksten ventes å øke til snaut 3 prosent i år og vil trolig øke ytterligere til 3¹/₄ neste år etter hvert som impulsene fra den lave importprisveksten avtar.

AKTUELL UTDYPING: VIL PROSESSEN FRAM MOT ØMU HA VIRKNINGER FOR KONJUNKTURENE I EUROPA?

1. Bakgrunn

Hvis EU-landene lykkes med å etablere Den økonomiske og monetære union 4. januar 1999, vil det etter all sannsynlighet bli med et stort antall land. Forventningen om bred deltakelse fra starten av har festet seg i løpet av det siste året. Så sent som i fjor sommer trodde mange at første gruppe bare ville bestå av seks til åtte land, og at de øvrige skulle tas opp etter hvert.

Det er først og fremst den uventet sterke konvergensen i de sør-europeiske landene som har aktualisert spørsmålet om bred deltakelse i ØMU. I perioden som er gått siden undertegningen av Maastricht-traktaten, har konvergenskriteriene spilt en viktig rolle i den økonomiske utviklingen i Europa. Konvergensprosessen kom relativt sent i gang. Resultatet er likevel at inflasjonen har falt betydelig, særlig i Sør-Europa. Samtidig er det offentlige underskuddet brakt ned i de fleste medlemsland, med Tyskland som et viktig unntak.

Denne utdypingen ser nærmere på hvilke konjunkturvirkninger konvergensprosessen har hatt og kan få i Europa i år og neste år. Vi fokuserer i første rekke på forhold knyttet til pengepolitikk og forsøker å kartlegge hvilke kanaler prosessen virker gjennom. Til tross for at pengepolitiske forhold som rente- og valutakursutviklingen trolig har virket ekspansivt det siste året, er det ingen sikre tegn til at den økonomiske veksten vil ta seg opp. Vi søker forklaringer i den usikkerheten som er knyttet til konvergensprosessen. Med relativt kort tid igjen til en avklaring om pengeunionen, kan det være grunn til å vente med konsum- og investeringsbeslutninger dersom ØMU er viktig for disse beslutningene.

2. Konvergenskriteriene: God utvikling i de fleste land

I mai 1998 vil Rådet (ved denne anledning bestående av stats- og regjeringssjefene i EU) med kvalifisert flertall stadfeste hvilke land som er kvalifisert for deltakelse i ØMU. Ifølge Maastricht-traktaten¹ skal EU-kommisjonen og EMI (Det europeiske monetære institutt, forløperen til Den europeiske sentralbank) legge fram rapporter for Rådet med en vurdering av om med-

lemslandene har oppnådd «en høy grad av varig konvergens med referanse til hvert lands oppfyllelse av følgende krav»:

- *Valutakursstabilitet*: valutakursen skal ha holdt seg innenfor normale svingningsmarginer i valutakurssamarbeidet ERM (Exchange Rate Mechanism) de siste to år og ikke ha blitt devaluert mot noen annen medlemsstat på landets eget initiativ.
- *Høy grad av prisstabilitet*: inflasjonen skal ikke være mer enn 1.5 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet av de tre landene med lavest inflasjon.
- *Konvergens i langsiktige renter*: renten på langsiktige nominelle renter skal ikke overstige gjennomsnittlig rente i de tre landene med lavest inflasjon med mer enn 2 prosentpoeng.
- *Langsiktig balanse i offentlige finanser*: offentlig sektors bruttogjeld skal ikke overstige 60 prosent av BNP. Det offentliges underskudd (målt som nettofinansinvesteringer) skal ikke overstige 3 prosent av BNP.

Videre skal Rådet vurdere resultatene av markedsintegrasjonen, utviklingen i betalingsbalansene, lønnskostnader pr. produsert enhet og andre prisindekser, samt sentralbankens legale status i de enkelte land. Traktaten åpner for en viss fleksibilitet hva gjelder innfrielse av kravene, spesielt med hensyn til offentlig sektor. I tilfelle av for stort budsjettunderskudd eller for stor offentlig gjeld skal Kommisjonen gi en vurdering av blant annet mellomlangsigte økonomiske og budsjettmessige forhold. En detaljert diskusjon av dette og bakgrunnen for Maastricht-traktatens krav til offentlige finanser er gitt i en egen artikkel² i denne utgaven av Penger og Kreditt.

2.1 Stabilitet i valutakurssamarbeidet, men irske pund nær grensen

Etter den siste kursjusteringen i fastkurssystemet ERM i mars 1995, hvor spanske pesetas og portugisiske escudos ble nedskrevet, har de fles-

¹ Traktatens artikkel 104c, 109j og protokoll 6

² A. Svor, «EUs monetære union og kravene til offentlige finanser»

te valutaer ligget i rimelig nærhet av sine sentralverdier. Unntaket er irske pund, som på grunn av sin tette økonomiske integrasjon med Storbritannia er blitt sterkt påvirket av den kraftige oppsiesingen i britiske pund. I ERM-systemet³ har det irske pundet vært opp til 11- 12 prosent sterkere enn den svakeste valutaen, som i store deler av 1997 har vært franske franc. Normalt vil lavere irske renter i forhold til andre land bidra til å dempe eller snu den oppsiesende tendensen i pundet. For irske myndigheter har derfor det fallende rentenivået i ERM-landene de siste årene skapt et dilemma. Det er allerede svært sterk vekst i irsk økonomi, og en egen irsk rentenedgang vil kunne bidra til økt inflasjon. Dermed står Irland i fare for å bryte et annet krav i Maastricht-traktaten. De øvrige landene har stort sett ligget innenfor en spredning i ERM-båndet i området 0-3 prosent, som er nær de svingningsmarginene som gjaldt da Maastricht-traktaten ble fremforhandlet.

Finland og Italia valgte å slutte seg til ERM høsten 1996. Den italienske liren hadde vært gjennom en turbulent periode etter at den ble presset ut av ERM fire år tidligere. Selv om traktaten formelt krever to års medlemskap i ERM forut for vurderingen av om landet er kvalifisert for ØMU (som vil finne sted i mai 1998), regner de fleste med at dette er uproblematisk for de to landene. Av EU-landene er det bare Storbritannia, Sverige og Hellas som nå ikke deltar i ERM.

Et paradoksalt resultat av konvergensprosessen har vært at tradisjonelt svake valutaer har inntatt posisjonen som de sterkeste i ERM-båndet. Tilsvarende har valutaer som er nært knyttet til tyske mark, og som vurderes som temmelig sikre deltakere i ØMU, falt ned til nedre del av båndet. Selv om av noen av landene kom med så sent som i fjor høst, virker det likevel som om al-

³ For å finne svakeste og sterkeste valuta i ERM-systemet, beregnes bilaterale kursen mellom alle valutaene. Disse kursene sammenliknes med de bilaterale sentralkursene. De valutaer som har størst avvik, utgjør den sterkeste og den svakeste valutaen i ERM-båndet. For de øvrige valutaene beregnes på samme måte relativ styrke i forhold til den svakeste valutaen i båndet. Landene har forpliktet seg til å gjennomføre tiltak for å hindre at den sterkeste valutaen ikke overstiger den svakeste med mer enn 16,1 prosent, målt i forhold sentralkursene. Regnet den andre veien skal den svakeste ikke svekkes mer enn 13,9 prosent i forhold til den sterkeste. Gjennomsnittet av disse to beregningsmåtene er fastsatt til 15 prosent. Litt upresist refereres svingningsmarginen derfor ofte som ± 15 prosent

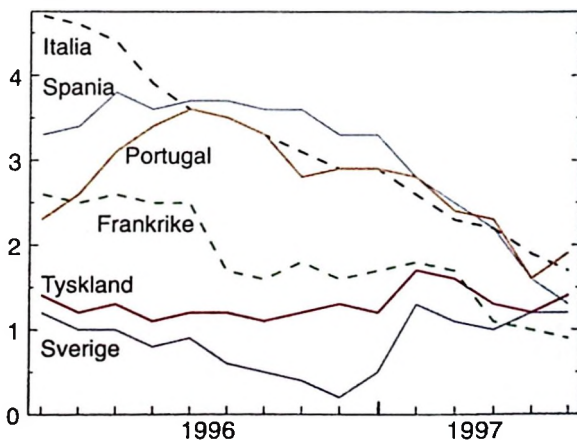
le ERM-landene så langt tilfredsstillende traktatens krav om valutakursstabilitet. En eventuell oppskrivning av sentralverdien for irske pund er trolig heller ikke noe problem (selv om dette innebærer en nedskrivning av alle de andre) ettersom traktaten bare nevner nedskrivning på eget initiativ som diskvalifiserende.

2.2 Inflasjonen har falt kraftig i Sør-Europa...

Med unntak av 1994 og 1995 har den økonomiske veksten i EU-landene vært nokså beskjeden på 1990-tallet. Med fravær av press i økonomien har inflasjonen i de toneangivende landene kommet ned på et lavt nivå siden 1995. Mer oppsiktsvekkende er det sterke fallet i inflasjonsratene vi har sett i de sør-europeiske økonomiene. I Spania, Portugal og Italia har inflasjonen falt med rundt to prosentpoeng det siste året, til et nivå på linje med de øvrige EU-landene. Det er bare Hellas som fortsatt skiller seg ut med relativt høy inflasjon, men også her er prisstignings-takten på vei nedover.

Siden januar i år har Eurostat publisert en harmonisert konsumprisindeks basert på sammenliknbare definisjoner og prosedyrer mellom land, se figur 1. Det er denne indeksen som vil danne grunnlaget for vurderingene fra Kommissjonen og EMI våren 1998. Forløpet for den harmoniserte inflasjonsindeksen avviker lite fra de nasjonale konsumprisindekser (i området -0,3 til 0,1 prosentpoeng). Det er bare Nederland, Finland og Hellas som har større avvik.

Figur 1. Harmonisert inflasjon, 12 måneders vekst



Kilde: Eurostat

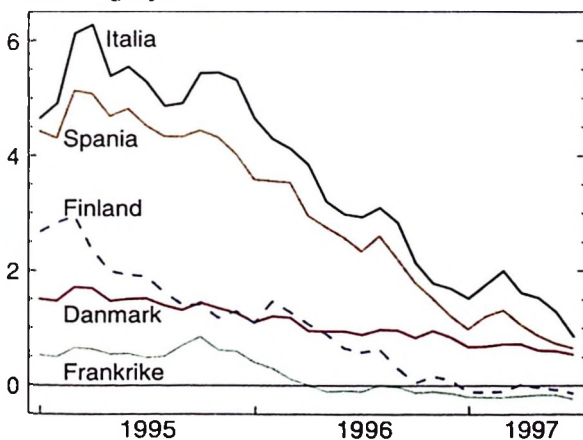
I øyeblikket har alle aktuelle medlemsland i ØMU en inflasjonsrate som ligger mindre enn 1,5 prosentpoeng over gjennomsnittet av de tre landene med lavest inflasjon (for tiden Sverige, Finland og Luxembourg). Riktignok krever traktaten (protokoll 6, artikkel 1) at inflasjonen skal beregnes som et gjennomsnitt av vekstratene de siste tolv månedene. Men selv etter denne definisjonen vil alle EU-landene utenom Hellas etter all sannsynlighet oppfylle inflasjonskravet når beslutningen om deltakelse i ØMU treffes.

2.3 ... og rentene har fulgt med nedover

Fallende inflasjonsrater og nedjusterte inflasjonsforventninger har også redusert rentedifferansene i Europa. Spesielt har land med tradisjonelt høye renter opplevd at differansen til Tyskland er blitt knappet inn etter hvert som sannsynligheten for bred deltakelse i ØMU har økt. Dette har sin forklaring i at fordringer utstedt i disse lands valutaer vil bli tilbakebetalt i felles valuta⁴. Avkastningsforskjellen mellom obligasjoner i ulike valuta vil da gjenspeile forskjeller i kredittisiko mellom utstederne; valutakursrisikoen er helt forsvunnet. ØMU er imidlertid ennå ikke etablert, og en kan forvente at rentedifferansene nå også gjenspeiler den usikkerheten som ligger i om ØMU blir realisert, hvilke land som blir kvalifisert og eventuell markedsturbulens fram mot 1999.

I øyeblikket er alle EU-landene bortsett fra Hellas vel innenfor marginen i traktaten, det vil

Figur 2. Rentedifferanse mot Tyskland. 10 års statsobligasjoner



Kilde: Norges Bank

si at den langsiktige renten skal være lavere enn to prosentpoeng over renten i de tre landene med lavest inflasjon. Også om man legger til grunn traktatens krav (protokoll 6, artikkel 4) om at dette skal gjelde som et gjennomsnitt over siste 12 måneder, vil de tidligere høyrentelandene Italia, Portugal og Spania om kort tid etter all sannsynlighet oppfylle kravet.

2.4 Gradvis bedring i statsfinansene

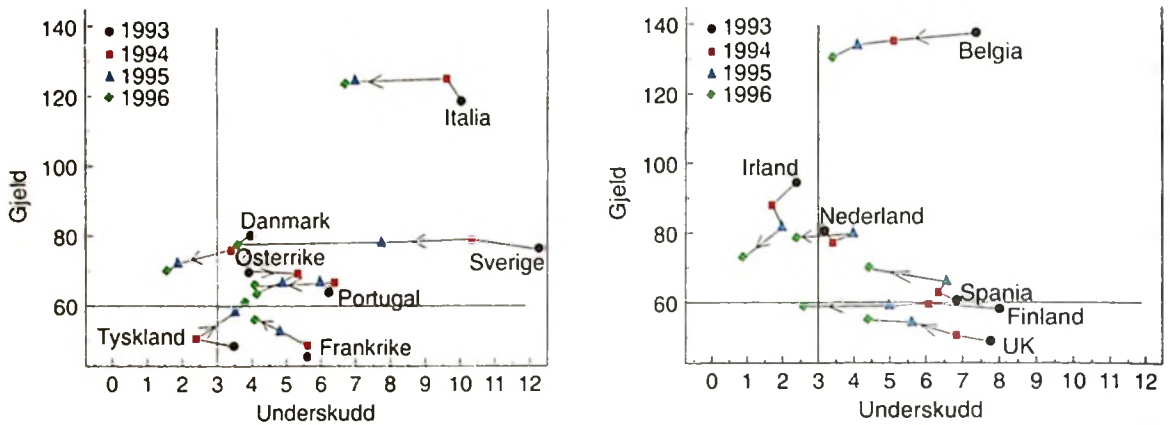
I de fleste EU-land startet innstramningen i statsfinansene etter at underskuddet hadde nådd en topp i 1993 på 6,2 prosent av BNP for EU samlet. Ved siden av Danmark, Luxembourg og Irland, som de siste år har oppfylt Maastrichtkriterienes krav til offentlig underskudd, klarte Nederland og Finland i løpet av fjoråret å få underskuddet ned under 3 prosent. Det er bare Tyskland som hadde en økning i underskuddet både i 1995 og 1996. For 1997 har EU-kommisjonen lagt til grunn at alle land utenom Italia og Hellas klarer referanseverdien på 3 prosent. IMF anslår underskuddet til noe over 3 prosent i Tyskland, Frankrike og Italia. En nærmere drøfting av statsfinansene i Tyskland er gitt i hoveddelen av denne rapporten.

Gjeldssituasjonen for offentlig sektor har forverret seg de siste årene. Etter at gjennomsnittlig bruttogjeld på begynnelsen av 1990-tallet var 60 prosent, økte den jevnt til 73,2 prosent i 1996. Både Frankrikes og Tysklands statsgjeld økte i fjor, og Tysklands ligger nå over referanseverdien.

I øyeblikket er det bare Luxembourg, Irland, Nederland, Finland og Danmark som formelt er tatt av listen over land med for høyt underskudd. Underskuddet er brakt ned i flere land, blant annet ved hjelp av engangstiltak, men det er lite trolig at alle landene kommer under grensen på 3 prosent av BNP. I vurderingen av de enkelte land vil både EU-kommisjonen og EMI trolig se på både 1997 og anslag for 1998 for å få et inntrykk av holdbarheten i utviklingen. Traktaten åpner for fleksibilitet i kravene til offentlige finanser. Det er grunn til å tro at kravet om en varig holdbar bedring av statsfinansene vil være viktigere enn om kravene oppfylles på desimalen.

⁴ Fra valutaunionen etableres i 1999 vil alle nasjonale valutaer formelt være ulike denomineringer av euro inntil de avskaffes, senest første halvår 2002

Figur 3. Offentlig underskudd og bruttogjeld 1993-96. Prosent av BNP



Kilde: EU-kommisjonen

3. Konjunkturvirkninger av konvergensprosessen

Når en skal vurdere konjunkturutviklingen i Europa og i hvilken grad konvergensprosessen fram mot ØMU påvirker konjunktursituasjonen i Europa, kan en skille mellom tre kilder:

a) Sannsynligheten for at ØMU blir realisert

Overgang til felles valuta og markedets vurdering av sannsynligheten for at dette skjer, vil ha direkte virkninger på blant annet renter og investeringer. Dette gjelder uavhengig av de spesifikke konvergenskriteriene i Maastricht-traktaten. Virkningene kan være ulike fra land til land, avhengig av om markedet oppfatter landet som «in» eller «out/pre-in»⁵.

b) Konvergenskriteriene

Tilpasningen til konvergenskriteriene i Maastricht-traktaten vil ha realøkonomiske effekter gjennom blant annet strammere offentlige finanser og lavere inflasjon. Dette virker tilbake på forventningsdannelsen, se punkt a).

⁵ I diskusjonen om ØMU brukes ofte begrepene «ins» og «outs» som betegnelser på henholdsvis de landene som kommer med og de som blir stående utenfor i 1999. For å understreke traktatens mål om at alle som ønsker skal komme med på sikt, har EU-kommisær for økonomiske og finansielle affærer Yves Thibault de Silguy i stedet tatt i bruk begrepene «ins» og «pre-ins».

c) Andre realøkonomiske forhold

Konjunktorene vil selvsagt også påvirkes av forhold som ikke kan knyttes direkte til konvergensprosessen.

Vi vil nå se nærmere på a) og b); forhold under punkt c) er omtalt under konjunkturoversikten i hoveddelen av denne rapporten. De samlede virkningene av punktene a) og b) på konjunkturforløpet i Europa vil nedenfor omtales som konvergensprosessen. Det er selvsagt ikke lett å skille mellom impulser fra konvergensprosessen og andre realøkonomiske forhold. Vi vil derfor nøye oss med å peke på virkninger som det er rimelig å anta kan knyttes til punktene a) og b), og vi legger hovedvekten på pengepolitiske forhold og forventningsdannelse.

Siste fase av prosjektet om Den økonomiske og monetære union er innføringen av felles valuta fra 1999. Dette avslutter en prosess som startet med etableringen av Det indre marked og fortsatte med markedsintegrasjon og konvergens. Selve innføringen av felles mynt er i hovedsak et pengepolitisk prosjekt (selv om det også her er viktige realøkonomiske implikasjoner) som er avhengig av tillit i markedet for å bli gjennomført. Dermed blir finansielle størrelser som renter og valutakurser viktige indikatorer på troverdigheten i prosessen. De blir også sentrale når en ser på hvilke konjunkturimpulser som følger fra konvergensprosessen.

Pengepolitikken virker på konjunkturforløpet gjennom to kanaler⁶: renter og valutakurser. Begge hører med i konvergenskravene i Maastricht-traktaten. Disse kanalene blir selvfølgelig påvirket av underliggende forventninger, spesielt om tre forhold:

- sannsynligheten for at ØMU blir realisert som planlagt
- hvilke land som blir med fra starten
- usikkerhet om hva slags pengepolitikk ESB (Den europeiske sentralbanken) vil føre når den blir etablert.

Spekulasjon og usikkerhet om disse forholdene virker ikke bare gjennom rente- og valutakurskanalen, men kan også påvirke privat atferd direkte, og dermed aktørers konsum- og investeringsbeslutninger. Ettersom denne usikkerheten har sitt utspring i tredje fase av ØMU-prosjektet, nemlig innføringen av felles valuta, vil vi i denne utdypingen betrakte usikkerheten i konvergensprosessen som en selvstendig pengepolitisk kanal som virker på konjunkturforløpet. Nedenfor ser vi nærmere på de enkelte kanalene.

3.1 Rentekanalene

Relativt svak økonomisk vekst i Europa de to siste årene har gitt rom for en klar nedgang i det nominelle rentenivået. Den tyske kortsiktige styringsrenten (reparenten), som i stor grad er ledende for renteutviklingen i Kontinental-Europa, har ligget på 3 prosent siden august i fjor, det laveste noen gang. I tillegg har de pengepolitiske ettervirkningene av den tyske gjenforeningen, som drev rentenivået opp på begynnelsen av 1990-tallet, ebbet ut. Inflasjonen har kommet ned, spesielt i de EU-landene som tidligere hadde høy prisstigningstakt. Dette skyldes blant annet at man har sett lav inflasjon som sentralt vilkår for stabil vekst, hvor konvergenskriteriene har vært et virkemiddel. Lavere inflasjonsutsikter også i årene som kommer er en viktig forklaring på at renten på langsiktige statsobligasjoner har falt. I Tyskland har renten på tiårs statsobligasjoner ligget ned mot 5,5 prosent, som er me-

get lavt i et historisk perspektiv. Likevel vil enkelte hevde at det europeiske langsiktige rentenivået kunne ha vært enda lavere i den nåværende konjunktursituasjonen.

Blant annet fra tysk hold har det vært uttalt skepsis til om land som historisk har hatt høy inflasjon og depresierende valuta ville være kvalifisert for å delta i første runde. I løpet av det siste året er det imidlertid stadig flere som ser muligheten for relativ bred deltakelse i ØMU allerede fra 1999 av. I markedet er dette reflektert ved kraftig fall i de langsiktige obligasjonsrentene, først og fremst i Italia, Spania og Portugal. For disse tre landene har den langsiktige rentedifferansen mot Tyskland falt med 3-4 prosentpoeng på halvannet år og er nå bare 0,6-1,0 prosentpoeng. Men også i Sverige, hvor regjeringspartiet har sagt at man ikke ønsker å delta i ØMU fra starten, har de langsiktige rentene falt, om enn i noe mindre grad. Dette illustrerer at også andre forventninger, ikke bare konvergensprosessen, spiller en viktig rolle.

Et interessant spørsmål i denne sammenheng er hvordan konvergensprosessen har påvirket de tyske rentene. En IMF-studie⁷ som har analysert responsen på ØMU-relaterte nyheter i tyske og øvrige europeiske renter, finner at endringer i disse rentene er sterkt positivt korrelert siden 1993. Dette impliserer at nyheter som antas å øke sannsynligheten for ØMU ikke bare gir lavere renter i de tidligere høyrentelandene, men også i Tyskland. En mulig forklaring på dette kan være at markedet forventer at ESB vil lykkes like godt som Bundesbank med å bekjempe inflasjon og skape tillit. Det kan imidlertid også tenkes at aktørene i det tyske rentemarkedet i utgangspunktet ikke ønsket ØMU, men når prosessen først er i gang foretrekker man at den fullføres fremfor den uro som kan oppstå om prosessen bryter sammen. I så fall er det mulig at tyske renter er høyere enn de ellers ville ha vært, men at renten faller med økende sannsynlighet for ØMU. IMF-studien er gjort på data fram til januar 1996. I denne perioden forventet markedet at ØMU, dersom det ble realisert, ville bestå av en gruppe på 6-8 land som valutamessig er tett knyttet til Tyskland. Eiter hvert som forventningene har gått i retning av et større ØMU, er det mer usikkert hvordan ØMU-relaterte nyheter har påvirket de tyske rentene.

Hvilke impulser har så de fallende rentene gitt for den økonomiske veksten i Europa? For det

⁶ Kanaler brukes her for tankemessig å isolere de ulike virkningene konvergensprosessen har på konjunkturforløpet. I praksis vil selvsagt alle kanalene virke simultant, og hvilke forhold som virker sterkest kan være vanskelig å avgjøre.

⁷ IMF (1996), J. Zettelmeyer, «*EMU and Long Interest Rates in Germany*», Working p. no. 93

første vil det normalt ta noen tid før lavere renter gir utslag i etterspørselen. For det andre er det først og fremst realrentene som er avgjørende for bedriftenes investeringer.

Realrenter er nominelle renter korrigert for inflasjonsforventninger. Om man forutsetter at inflasjonsforventningene på helt kort sikt tilsvarer den faktiske inflasjonen, kan man få et bilde av de kortsiktige realrentene. Figur 4 viser at tre måneders inflasjonsjusterte renter har fulgt en fallende trend de siste to årene, avbrutt av en midlertidig økning i første halvår i år. For investeringer som er kortsiktig finansiert, har derfor konvergensprosessen gjennom rentekanalene virket stimulerende. Et tilleggspoeng her er at fallende kortsiktige renter raskt har lettet renteburden på offentlig sektor i de land hvor offentlig gjeld er kortsiktig finansiert, dette gjelder særlig i Italia.

I mange land på kontinentet spiller imidlertid den langsiktige renten en større rolle for den økonomiske aktiviteten. For Italia, Spania og Portugal kan man anta at økende sannsynlighet for å bli med i ØMU fra starten av også har gitt forventninger om lavere inflasjon, som i sin tur kan bidra til å forklare fallet i de langsiktige nominelle rentene. Det er usikkert hvorvidt realrenten er påvirket. Men i den grad ØMU forventes å bidra til økt stabilitet og langsiktighet i den økonomiske politikken i disse landene, kan det tenkes at dette har slått ut i lavere realrenter. Men også konjunktursituasjonen og bedre offentlige finanser kan ha bidratt til lavere realrenter.

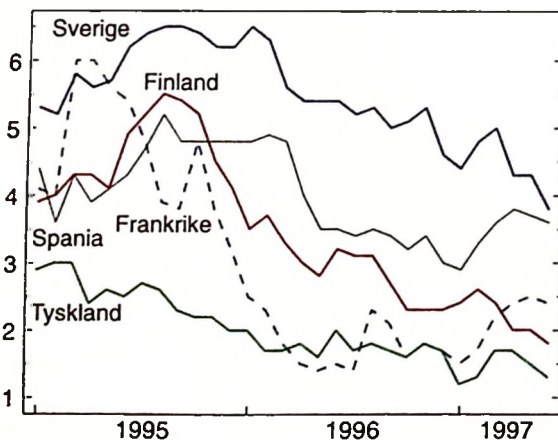
For de toneangivende landene på kontinentet,

spesielt Tyskland, er det grunn til å tro at inflasjonsforventningene er uendret eller i hvert fall ikke nedjustert på tiårs sikt. Fallet i de langsiktige nominelle rentene de siste to årene innebærer i så fall lavere realrente. I Tyskland har den langsiktige renten vesentlig større innvirkning på etterspørselen enn for eksempel i Norge. Følgelig kan det se ut til at rentekanalene samlet sett har virket stimulerende på etterspørselen, men det er selvsagt vanskelig å avgjøre om dette har sin bakgrunn i konvergensprosessen. Når investeringene likevel ikke øker, kan dette blant annet skyldes at usikkerhet om prosessen har ført til avvæntende aktører i økonomien.

3.2 Valutakurskanalen

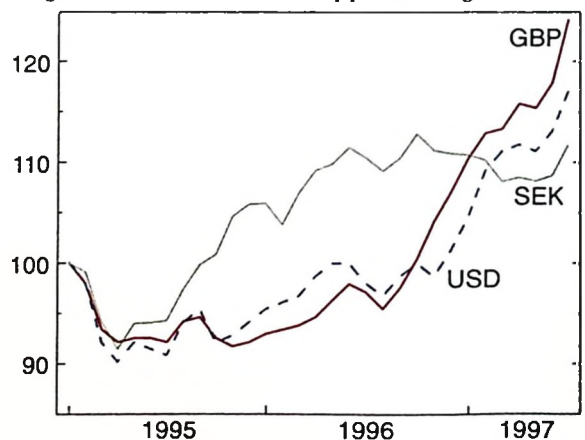
Selv om ERM-landene har et fastkurs samarbeid seg imellom, vil endringer i valutakursen hos handelspartnerne utenfor ERM påvirke etterspørselen rettet mot disse landene. Av vesentlige handelspartnere utenfor ERM er det først og fremst Storbritannia og USA, men også Sverige, som har opplevd en kraftig appresiering mot kjernevalutaene på kontinentet, se figur 5. Dette har isolert sett bidratt til en bedring av den kostnadsmessige konkurransevnen for ERM-landene. Selv om Storbritannia og USA har opplevd høy økonomisk vekst de siste årene, noe som i seg selv kan trekke i retning av sterkere valuta, kan det også tenkes at konvergensprosessen blant ØMU-kandidatene har forsterket denne utviklingen. Frykt for en svak euro eller tiltakende inflasjon har ført til at aktører i valutamarkedet har sett etter sikre plasseringer utenfor euro-om-

Figur 4. Inflasjonsjusterte 3 måneders eurorenter



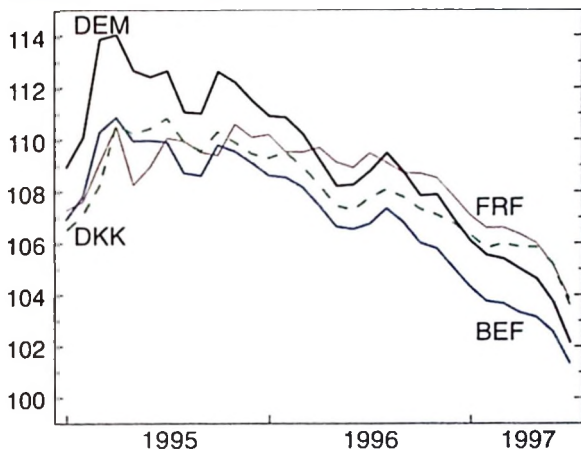
Kilde: Norges Bank

Figur 5. Valutakurs mot tyske mark, enkelte ikke-ERM-land. Indeks, januar 1995=100. Stigende kurve innebærer appresiering.



Kilde: Norges Bank

Figur 6. Nominell effektiv valutakurs, utvalgte land. Fallende kurve innebærer depresiering. Indeks, 1990 = 100



Kilde: Norges Bank, IMF

rådet, i første rekke britiske pund og amerikanske dollar.

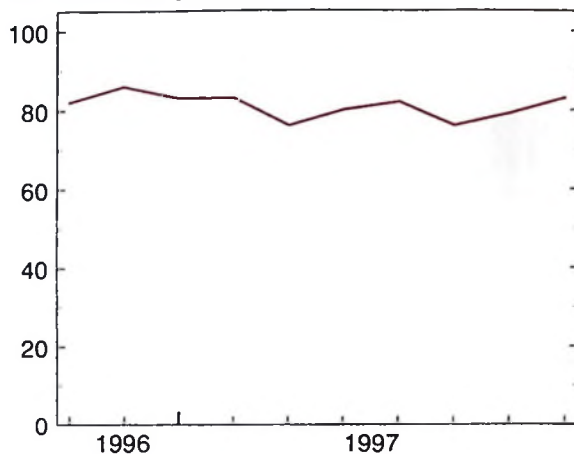
Ser vi nærmere på de nominelle effektive valutakursene for kjerneland i ERM (figur 6), finner vi at depresieringen startet i første halvdel av 1996, omtrent samtidig med fallet i de langsiktige rentene og det markedet oppfattet som et vendepunkt i forventningene til at ØMU ville bli etablert som planlagt. Dersom konvergensprosessen i seg selv har bidratt til at valutakursene effektivt sett er svekket og konkurranseposisjonen styrket, har også valutakurskanalen isolert sett virket ekspansiv i konvergensprosessen. Det må imidlertid presiseres at vi her sikter til den rene prisvirkningen. Dersom valutakursen er svekket som følge av kapitalflukt, er grunnlaget for vekst ikke nødvendigvis styrket. Også andre forhold, som relativt høye amerikanske renter kan ha bidratt til mindre etterspørsel etter de europeiske kjernevalutaene.

3.3 Usikkerhetskanalen

Som nevnt over er virkningene fra usikkerhetskanalen først og fremst knyttet til om ØMU blir realisert, hvilke land som blir med og hvilken pengepolitikk ESB vil føre. Å dømme etter Reuters ØMU-barometer⁸ (figur 7) har sannsynligheten for at ØMU blir realisert vært temmelig stabil det siste året. Denne må ses i sammenheng

⁸ Reuter foretar månedlig en spørreundersøkelse blant 30-50 næringslivsledere, markedsanalytikere og akademikere i EU-landene om sannsynligheter for om ØMU blir realisert og sannsynligheten for om det enkelte land blir med.

Figur 7. Antatt sannsynlighet for at ØMU blir realisert etter planen

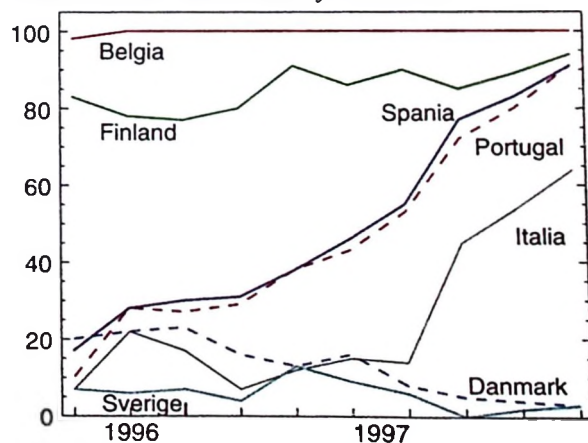


Kilde: Reuters spørreundersøkelse

med figur 8, som viser vurderingen av hvilke land som eventuelt kommer med. Her ser man et klart skifte i løpet av sommeren 1997: Spania, Portugal og også Italia vurderes nå som sannsynlige deltakere i første runde. Reuters meningsmåling er basert på intervjuer, men samsvarer relativt bra med markedsbaserte indikatorer, for eksempel JP Morgans ØMU-kalkulator i Financial Times.

Særlig fra tysk hold har det vært reist spørsmål ved om den positive utviklingen i de sør-europeiske landene er varig og opprettholdbar. Selv om Tyskland sliter med å oppfylle en streng tolkning av konvergenskriteriene, har den tyske forfatningsdomstolen tidligere slått fast at Tyskland bare kan slutte seg til ØMU dersom euro blir en

Figur 8. Antatt sannsynlighet for at de enkelte land kommer med i ØMU fra starten



Kilde: Reuters spørreundersøkelse

stabil valuta med stor tillit. Videre vil valget av de endelige konverteringsrater fra nasjonale valutaer til euro kunne bli en vanskelig prosess, hvor man må balansere nøye mellom markedets spekulasjoner og kanskje også ønsker fra enkelte land om å foreta en siste kursjustering før man låser valutakursene for godt.

Denne usikkerheten kan ha bidratt til at husholdninger og bedrifter er avventende med større konsum- og investeringsbeslutninger. Selv om EU-landene opplever en viss eksportvekst, har økningen i innenlandsk etterspørsel foreløpig vært moderat. Dersom det i hovedsak er usikkerhet om konvergensprosessen som har dempet privat etterspørsel, er det grunn til å tro at veksten kan ta seg opp når starttidspunktet og den endelige deltakelse i ØMU blir bekreftet. En avklaring gjennom at prosjektet *ikke* blir realisert vil også fjerne denne usikkerheten. Lokaliseringen av investeringene kan imidlertid bli forskjellig i disse to tilfellene. Det bidrar til en avventende holdning inntil avgjørelsen om ØMU tas våren 1998. Med så kort tid til avklaring er utsettelse av investeringene nærliggende dersom ØMU er viktig for investeringsbeslutningen. Dette kan trekke i retning av relativt svak vekst i investeringene fram til neste vår.

4. Oppsummering og vurdering

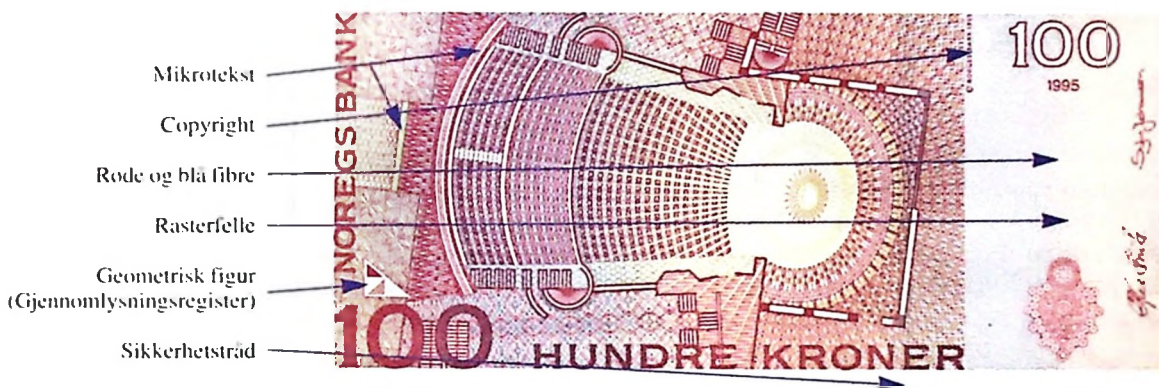
Som påpekt ovenfor har konvergensprosessen virket ulikt gjennom de forskjellige pengepoli-

tiske kanalene. Rente- og valutakurskanalene har trolig virket ekspansivt, mens usikkerhetskanalen har virket kontraktivt på samlet etterspørsel. Det er imidlertid ikke mulig å kvantifisere de ulike effektene. ØMU-prosjektet, og spesielt økende tro på bred deltakelse, kan ha gitt et høyere rentenivå og større usikkerhet i Tyskland og samtidig fallende renter og større optimisme i Italia, Spania og Portugal.

Den endelige avgjørelsen om hvilke land som blir med, tas i mai neste år. En avklaring om dette, eventuelt på et tidligere tidspunkt, vil kunne bidra til mindre usikkerhet blant husholdninger og bedrifter. Dette kan, sammen med konvergens i renter, være viktige bidrag til ny økonomisk vekst i Europa. På den annen side avdekker konvergensprosessen også enkelte risikofaktorer i konjunkturutviklingen. Konvergens i langsiktige renter har i mange land vært raskere enn man kunne vente, og sannsynligvis raskere enn tilfellet ville ha vært uten ØMU-prosjektet. Dette indikerer samtidig at en reversering av prosessen også kan gå meget raskt dersom det oppstår forsterket tvil om ØMU blir realisert, eller om vi får en tilspisset politisk diskusjon om hvilke land som får bli med. Likevel er vårt hovedinntrykk at den usikkerhet som i dag kan virke dempende på konjunkturutviklingen, vil bli fjernet når det foreligger en endelig avklaring. I våre prognoser er dette i noen grad innarbeidet ved at vi ser for oss en tilnærming i vekstratene i Europa de nærmeste årene.

NY 100-KRONESEDDEL OG 1-KRONEMYNT

15. september i år satte Norges Bank en ny 100-kroneseddel og en ny 1-kronemynt i omløp.



Den nye 100-kroneseddelen er den tredje i seddelutgave VII, etter 200-kroneseddelen som ble utgitt i 1994 og den nye 50-kroneseddelen fra januar i år. Utskiftingene, der 500- og 1000-kroneseddelen gjenstår, planlegges fullført omkring årtusenskiftet.

Ved valg av portrett på norske pengesedler søkes det blant personer som har gjort en spesiell innsats for landets utvikling innen vitenskap, industri, litteratur, historie eller kunst.

Det er Kirsten Flagstad (1895-1962), vår største kunstner på operascenen gjennom tidene, som pryder den nye seddelen. Hun ble født på Hamar, debuterte i 1913 og hadde stor suksess på internasjonale operascener både som gjesteartist og gjennom faste engasjement. Blant annet var hun ved Metropolitan-operan i New York i to

perioder, 1934-41 og 1951-52. Hun var særlig kjent som en av de fremste Wagnertolkerne i sin samtid. Hun holdt avskjedskonsert som operasanger i Oslo i 1953 og avsluttet sin karriere som Den Norske Operas første sjef fra 1958 til 1960.

Det er Norges Banks 1. grafiker Sverre Morken som har utformet seddelens forside med portrettet. I bakgrunnen ser vi storsalen i Den Norske Opera og ved siden en rosett basert på en spesiell sølvbrose som Kirsten Flagstad bar på scenen. Vignetten i vannmerkefeltet viser et av hennes mange broderier. Seddelens bakside er utformet av 2. grafiker Arild Yttri og viser grunnrisset av salen i Den Norske Opera slik den fremstod i 1959.

Det er bygget inn en rekke sikkerhetsdetaljer i den nye seddelen. Holder man den opp mot en

lyskilde ser man lett vannmerket og sikkerhets-tråden, og de geometriske figurene på for- og baksiden faller sammen til et komplett mønster. Holdes seddelen tilstrekkelig skrått mot lyset kommer det fram en N som ellers er skjult, i rosetten på forsiden. Om seddelen forsøkes forfal-sket ved kopiering blir rasterfellemonsteret i vannmerkefeltet på baksiden forvrenget og mikro-skriften uleselig. I ultrafiolett lys fra en uv-lampe vil flere trykte felter på seddelen lyse opp, blant annet en G-nøkkel under valorangivelsen til høy-re på forsiden. Selve seddelpapiret (bomullspa-pir) er imidlertid i motsetning til vanlig papir op-tisk dødt under uv-lys, bortsett fra enkelte innlag-te fargede fibre som lyser opp. Banker og post-kontorer benytter uv-lamper for ekthetskontroll.



Advers



Revers

Den nye 1-kronen er den fjerde mynten i den nye myntrekken etter at 20-kronemynten ble ut-gitt i 1994, den nye 10-kronen i 1995 og den nye 50-øren i 1996. Etter at den nye 5-kronen etter planen kommer ut neste år, er myntreformen gjennomført.

Med den nye 1-kronen gjeninnføres hull i norsk mynt. De første og inntil nå eneste norske myntutgaver med hull (1 kr. 50 øre, 25 øre og 10 øre) ble med noen avbrudd preget i tidsrommet 1925-51. Grunnen til hullene den gang var av-viklingen (som aldri er blitt formelt vedtatt) av den skandinaviske myntkonvensjonen av 1875. Den innebar at dansk, svensk og norsk mynt kunne brukes om hverandre i de tre landene, den såkalte konvensjonsmynten. Etter første ver-denskrig steg imidlertid verdien på svenske kro-ner radikalt, og dette førte til en omfattende smugling av norsk mynt til Sverige. Det ble der-for enighet om å gi de enkelte land anledning til å prege såkalt særskillemynt - dvs. mynt som bare skulle gjelde i vedkommende land - og som klart måtte adskille seg fra konvensjonsmynten. «Lov om pengevæsenet» av 1875 fikk derfor i 1924 et tillegg som åpnet for dette, og for å skil-le norsk mynt fra svensk ble de norske myntene utstyrt med hull.

Hullet denne gang har sammenheng med om-leggingen av myntrekken. Det er små marginer å holde seg innenfor når det gjelder dimensjone-ring av mynter, de bør helst ikke være mindre enn ca. 18 mm av hensyn til maskinell behand-ling og helst ikke større enn ca. 30 mm av hensyn til daglig bruk blant publikum. Det er dermed ik-ke til å unngå at to forskjellige valører av gamle og nye mynter vil ligge temmelig nær hverandre i størrelse. Eksempelvis er den nye 1-kronen 1 mm mindre enn den gamle 50-øren. Det ble i 1995 vedtatt å forsere arbeidet med den nye myntrekken i forhold til de opprinnelige plane-ne, og dette ga grunn til å frykte at et betydelig antall gamle 50-ører ville kunne være i sirkula-sjon etter at den nye 1-kronen var utgitt. Dette ville føre til de samme forvekslingsproblemene som forholdet mellom den nye 10-kronen og den gamle 1-kronen skapte, dersom ikke myntene var vesentlig forskjellige på minst ett punkt. Ik-ke minst så Blindeforbundet store problemer for blinde og svaksynte i en slik overgangsperiode. Det ble derfor vedtatt å endre den opprinnelig planlagte utformingen av mynten ved å utstyre den med hull. Tilsvarende problemer ville opp-stå mellom gammel 1-krone og den nye 5-kro-nen etter at sistnevnte kommer i omløp neste år, den får derfor også hull. Hullene vil forenkle overgangsfasene, og når reformen er gjennom-ført fullt ut vil de også lette bruken av myntene betraktelig, ikke minst for blinde og svaksynte.

Utformingene har vært drøftet med Norges Blindeforbund, med Norsk Pensjonistforbund og med Forbrukerrådet, som alle har sagt seg godt fornøyde med de løsningene som nå fore-ligger.

Den nye mynten er utformet av Den Kongeli-ge Mynts formgiver Ingrid Austlid Rise. Forsi-den viser et kors som består av H. M. Kong Ha-rald Vs kronede monogram gjentatt tre ganger, og der korsets fjerde arm utgjøres av to parallel-le linjer. En sirkel løper slik at monogrammens kroner er utenfor sirkelen, og i ytterfeltet står NORGE i omskrift flankert av Den Kongelige Mynts merke - hammer og bergsjern - og av myntdirektørens merke JEJ (Jan Erik Johansen). Baksiden viser et motiv fra portalen på Hylestad stavkirke i Setesdal, en fugl som sitter i et ranke-verk. Til høyre inne i rankeverket står kunstne-rens signatur IAR, og under motivet står pregeå-ret i innskrift og valørbetegnelsen 1 KRONE i omskrift.

EU'S MONETÆRE UNION OG KRAVENE TIL OFFENTLIGE FINANSER¹

Anders Svor, spesialrådgiver i Internasjonal avdeling i Norges Bank

Stats- og regjeringssjefene i EU-landene vil våren 1998 komme sammen for å avgjøre hvilke av medlemslandene som er kvalifisert for deltakelse i tredje fase av den økonomiske og monetære union, som etter planen skal iverksettes fra 1. januar 1999. Utviklingen i de offentlige finansene vil stå sentralt i denne vurderingen, men det vil ikke bare være et spørsmål om det enkelte land på dette tidspunkt oppfyller Maastricht-traktatens krav om ikke å ha et for stort underskudd. Vel så viktig vil være en vurdering av den langsiktige innretningen av finanspolitikken. For å sikre at medlemslandene i EU innretter sin finanspolitikk med sikte på langsiktig balanse vedtok Det europeiske råd på sitt møte i Amsterdam i juni 1997 «pakten for stabilitet og vekst». Stabilitets- og vekstpakten vil bli gjort gjeldende både for de landene som deltar i den monetære union og de landene som inntil videre blir stående utenfor.

Vi skal i denne artikkelen se nærmere på Maastricht-traktatens bestemmelser knyttet til de offentlige finanser, herunder stabilitets- og vekstpakten, og deler av den kritikk som er blitt reist mot konvergenskravene knyttet til offentlige underskudd og gjeld².

Maastricht-traktatens bestemmelser

Det europeiske råd³ nedsatte sommeren 1988 en komité som skulle studere hvordan en økonomisk og monetær union kunne etableres innen EU. Komiteen, som ble ledet av daværende president i EU-kommisjonen, J. Delors, fremla sin rapport våren 1989. I rapporten ble det argumentert med at etablering av en monetær union uten at det samtidig var oppnådd en høy grad av konvergens i de offentlige finanser, kunne lede til økonomisk og pengepolitisk ustabilitet. I rapporten ble det derfor blant annet anbefalt at det i arbeidet fram mot en økonomisk og monetær union burde innføres bindende regler for å begrense det offentlige budsjettunderskuddet og den offentlige gjelden.

I Maastricht-traktaten, som ble undertegnet i februar 1992, er det innført prinsipper som skal

sikre at den finanspolitiske disiplin overholdes av medlemslandene. Traktaten gikk imidlertid ikke så langt som anbefalingene fra Delors-komiteen når det gjaldt å innføre strengt bindende regler for budsjettunderskuddet.

I traktatens artikler 104 og 104A settes det forbud mot at Den europeiske sentralbanken (ESB) og de nasjonale sentralbanker kan gi kreditt til de offentlige myndigheter, eller at disse skal gis begunstiget adgang til finansmarkedet.

Det andre prinsippet, i artikkel 104B, er den såkalte «no bailout»-klausulen. Denne innebærer at det enkelte land alene er ansvarlig for å betjene sin gjeld, også i tilfeller med finansielle kriser. Artikkelen setter forbud mot at andre medlemsland eller Fellesskapet som sådan skal hefte for eller påta seg forpliktelser overfor en medlemsstat.

Det tredje prinsippet er nedfelt i artikkel 104C, og er det som har vakt mest diskusjon på veien fram mot den monetære union. Her heter det at «Medlemsstatene skal unngå for store 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 tre prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP) for underskuddet og 60 prosent av BNP for bruttogjelden.

¹ Norges Bank har de siste årene regelmessig orientert om utviklingen i EU når det gjelder økonomisk og monetært samarbeid. Det vises til artikler i Penger og Kreditt nr. 3/89, 4/90, 1/91, 4/91, 3/92, 3/93, 2/94 og 2/96

² Den aktuelle utdypingen i «Internasjonal økonomisk utvikling» i dette nummer av Penger og Kreditt tar for seg problemstillingen om prosessen fram mot ØMU vil ha virkninger for konjunktorene i Europa.

³ Det europeiske råd består av medlemslandenes stats- eller regjeringssjefer og presidenten i EU-kommisjonen, assistert av utenriksministrene og et annet medlem av EU-kommisjonen. Det europeiske råd møtes vanligvis to ganger i året.

Referanseverdiene for underskuddet og gjelden er ikke absolutte. Traktaten åpner for en viss fleksibilitet ved tolkningen av hva som skal menes med «for stort». For det første kan et underskudd over tre prosent tillates dersom overskridelsen bare «*skjer unntaksvis og er midlertidig og underskuddet forblir nær referanseverdiens*». Videre skal det i vurderingen tas hensyn til om «*det offentlige underskudd overstiger de offentlige utgifter til investeringer, og til alle andre forhold av betydning*». Dessuten er ikke et underskudd over tre prosent nødvendigvis for stort dersom det «*har avtatt vesentlig og vedvarende og har nådd et nivå nær referanseverdien*».

Også for gjelden er det en viss fleksibilitet i konvergenskravet. En gjeldsrate som overstiger 60 prosent er ikke nødvendigvis for stor dersom den «*avtar tilstrekkelig og nærmer seg referanseverdien i en tilfredsstillende takt*».

Traktaten gir imidlertid ingen entydig antydning om hvilken grad av avvik som kan aksepteres. Rådet av økonomi- og finansministre (Ecofin) foretar hvert år en vurdering av hvorvidt det foreligger et for stort underskudd eller ikke i det enkelte medlemsland. Denne «underskuddsproseduren» omfatter både underskudd og gjeld. De senere års avgjørelser kan gi en viss indikasjon på hvilken fleksibilitet som kan bli vist. Rådet konkluderte i sin underskuddsprosedure for 1996, som ble avsluttet i juni 1997, med at kun fem av de femten medlemsstatene ble ansett ikke å ha for stort underskudd. Dette gjaldt Luxembourg, Irland, Danmark, Nederland og Finland. For å bli tatt av listen over land med for store underskudd har det fram til nå vært et ufravelig krav at underskuddet skal være lavere enn referanseverdien på tre prosent. Når det gjelder gjelden, har det imidlertid vært tilstrekkelig at gjeldsraten har vært for nedadgående. Således er det kun Luxembourg og Finland av de landene som er vurdert ikke å ha for stort underskudd som også har en gjeldsrate under 60 prosent.

Det er ikke gitt at den praksis som er blitt fulgt til nå, også vil bli gjort gjeldende når stats- eller regjeringssjefene i EU i april/mai til neste år kommer sammen for å fatte den endelige beslutning om hvilke land som oppfyller kravene til deltakelse i første runde av den monetære union. Selv om det fra ulike hold er tatt til orde for at det må legges til grunn en streng tolkning av konvergenskravene, er det mye som tyder på at en viss fleksibilitet vil bli utøvd. Fra en økonomisk

synsvinkel kan det vanskelig argumenteres med at et underskudd på 3,1 prosent av BNP er så meget verre enn et underskudd på 2,9 prosent, særlig når man også tar i betraktning de statistiske feilkilder som alltid vil være til stede. Det viktigste i så måte må være å kunne vise til at innretningen av finanspolitikken er opprettholdbar («sustainable»), det vil si at underskuddet ved varige tiltak er blitt redusert slik at man på mellomlang sikt klarer å etablere balanse eller overskudd på de offentlige finanser.

Traktaten inneholder også bestemmelser om at Rådet kan rette rekommandasjoner til et medlemsland med et for stort underskudd om å bringe situasjonen til opphør innen en fastsatt frist. Dersom landet unnlater å følge rekommandasjonen, kan Rådet pålegge det å redusere underskuddet og også ilegge sanksjoner dersom det stadig har et for stort underskudd. Traktatens formuleringer er vage, og det settes ingen tidsfrister for når de ulike tiltak skal være gjennomført.

Utviklingen i de offentlige finansene

Maastricht-traktatens krav for deltakelse i den monetære union ble utformet på et tidspunkt da de fleste europeiske land var inne i en langvarig økonomisk oppgangsperiode. På det tidspunkt syntes det for de fleste landenes vedkommende ikke å være nødvendig å gjennomføre betydelige innstramminger i den økonomiske politikken for å tilfredsstillende kravene til offentlige budsjetter.

Den økonomiske oppgangen i Vest-Europa ble imidlertid brutt høsten 1990. Siden 1991 har flertallet av landene i Kontinental-Europa, med unntak av et kort oppsving i 1993-1994, vært inne i en lavkonjunktur. Dette har bidratt til en sterk økning i budsjettunderskuddene og den offentlige gjeld. Uavhengig av ØMU skapte det behov for en omfattende budsjettkonsolidering for å bedre de offentlige finanser. Fra og med 1994 har til dels omfattende innstramminger ført til at budsjettunderskuddene er vesentlig redusert i de fleste EU-landene. For inneværende år og de kommende årene forventes en ytterligere bedring i de offentlige finansene, delvis som en følge av en tiltakende økonomisk vekst.

Figur 1 gjengir utviklingen i de offentlige underskudd og gjeld under ett for de 15 nåværende medlemslandene for perioden 1981-1998. Det året forhandlingene om den økonomiske og mo-

netære union ble innledet (1989), lå gjennomsnittlig offentlig underskudd og gjeldsrate for EU15 godt under det som skulle bli konvergenskravets referanserverdier på henholdsvis 3 prosent og 60 prosent av BNP. På dette tidspunktet tilfredsstilte 10 av de nåværende (og syv av de daværende) medlemmene av EU budsjettkravet. Da forhandlingene ble avsluttet i desember 1991, hadde det gjennomsnittlige offentlige underskuddet økt til 4,3 prosent og gjeldsraten var stigende.

I 1993 nådde det gjennomsnittlige underskuddet sitt høyeste, med over 6 prosent, og gjeldsraten var økt til vel 66 prosent. Dette året var det bare to av de nåværende medlemslandene som hadde et underskudd lavere enn konvergenskravets referanseverdi. Siden da er underskuddet blitt redusert, men ved utgangen av 1996 var det fortsatt et betydelig flertall av landene som hadde et underskudd større enn referanseverdien. For innværende år regner EU-kommisjonen i sine sist fremlagte økonomiske fremskrivninger (april 1997) med at det gjennomsnittlige underskuddet vil falle til like under tre prosent, og at hele 13 av medlemslandene vil ha et underskudd så lavt som eller lavere enn referanseverdien.

Stabilitets- og vekstpakten

Allerede tidlig i 1995 var det åpenbart at et flertall av medlemslandene ikke ville tilfredsstille konvergenskravene. Det ville derfor ikke være mulig å iverksette tredje fase av den økonomiske

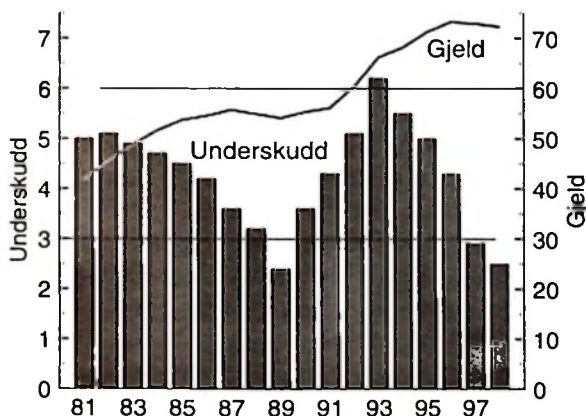
og monetære union den 1. januar 1997, som var det tidligst mulige tidspunktet i henhold til Maastricht-traktaten. Problemene var i første rekke knyttet til oppfyllelsen av kravene til de offentlige finanser. Det europeiske råd besluttet i Madrid i desember 1995 at den monetære union skal iverksettes den 1. januar 1999, og at den faktiske utviklingen i 1997 skal legges til grunn ved vurderingen av hvilke land som er kvalifisert til deltakelse.

Særlig fra tysk side har det gjentagne ganger vært uttrykt at man vil insistere på en streng fortolkning av konvergenskravene, og at man således tilsynelatende i utgangspunktet ikke er villig til å utnytte den fleksibilitet som er nedfelt i traktaten. Tyske myndigheter har også vært bekymret for at enkelte land skulle iverksette kortsiktige tiltak som ville sette dem i stand til å oppfylle budsjettkravet på vurderingstidspunktet, for deretter å «slappe av etter målpassering». Kravet om å unngå for store underskudd gjelder imidlertid også i tredje fase. Det ble derfor tatt til orde for at det burde iverksettes konkrete tiltak for å sikre finanspolitisk disiplin også etter innføringen av den felles valuta. På denne bakgrunn foreslo den tyske finansminister Waigel at deltakerne i den monetære union burde inngå en «finanspolitisk stabilitetspakt».

Finansminister Waigel mente at deltakerlandene burde forplikte seg til å begrense det offentlige underskuddet til 1 prosent av BNP i normale tider. Dette skulle gi en tilstrekkelig sikkerhetsmargin for at underskuddet ikke ville overstige referanseverdien på 3 prosent i økonomiske nedgangstider. Etter hans syn var det også behov for å strømlinjeforme prosedyren for vurdering av om det foreligger et for stort underskudd, både når det gjaldt å sette klare frister for når de enkelte ledd i prosedyren skulle gjennomføres, typen av sanksjoner som kunne iverksettes dersom det forelå et for stort underskudd og ikke minst automatisk ileggelse av sanksjoner overfor land som på objektivt grunnlag ble funnet å ha for store underskudd.

De øvrige finansministrene i EU gav relativt raskt sin prinsipielle tilslutning til forslaget om en stabilitetspakt. Tanken om automatisk ileggelse av sanksjoner møtte imidlertid motstand, særlig fordi det ville være vanskelig å fastlegge objektive kriterier for hva som skulle menes med et for stort underskudd. Det var også et ønske om at stabilitetspakten skulle omfatte alle med-

Figur 1. Offentlig underskudd (stolper, venstre akse) og bruttogjeld (kurve, høyre akse) for EUs nåværende 15 medlemsland. Prosent av BNP



lemslandene og ikke bare deltakerne i den monetære union.

Det europeiske råd kom fram til prinsipiell enighet om stabilitetspakten - som samtidig etter et fransk initiativ ble omdøpt til stabilitets- og vekstpakten - på sitt møte i Dublin i desember 1996. De endelige vedtak ble fattet i forbindelse med Det europeiske råds møte i Amsterdam i juni i år.

Stabilitets- og vekstpakten er forankret i en resolusjon fra Det europeiske råd. Ved denne resolusjonen forplikter medlemsstatene seg til en streng anvendelse av Maastricht-traktaten og bestemmelsene knyttet til utviklingen i de offentlige finansene. Med utgangspunkt i resolusjonen har Rådet vedtatt to forordninger:

- med hjemmel i traktatens artikkel 103 styrkes overvåkingen og samordningen av budsjettpolitikken i alle medlemslandene. Forordningen kan sies å etablere et overvåkningssystem som raskt skal kunne avdekke mulige ubalanser i de offentlige budsjetter;
- med hjemmel i artikkel 104C presiseres traktatens prosedyrer i forbindelse med for store budsjettunderskudd. Blant annet settes det klare tidsfrister for når de enkelte deler av prosedyren skal være gjennomført, og omfanget av sanksjoner defineres. Denne delen av pakken sikter mot å avskrekke medlemslandene fra å komme i en situasjon for store budsjettunderskudd.

Stabilitets- og vekstpakten gjennomføres innenfor traktatens rammer. Den skaper større klarhet og gjennomsiktighet om traktatens bestemmelser om samordning av den økonomiske politikk og prosedyrene vedrørende for store underskudd. Med pakten styrkes samarbeidet for å holde budsjettdisiplinen. Solide offentlige finanser bidrar til lavere inflasjonsforventninger og lavere renter, hvilket vil understøtte den felles pengepolitikk i den monetære union.

Stabilitets- og vekstpakten gjelder i utgangspunktet for alle medlemslandene i EU og ikke bare de som deltar i den monetære union. Alle landene (med unntak av Storbritannia, som har fått et særskilt unntak i en egen protokoll) er gjennom Maastricht-traktaten pålagt å unngå for store underskudd, det vil si underskudd større enn referanseverdien på tre prosent av BNP.

Gjennom stabilitets- og vekstpakten har landene gått et skritt videre ved å forplikte seg til å innrette finanspolitikken med sikte på balanse eller overskudd på de offentlige budsjetter på mellomlang sikt. Dette vil gi et visst rom for å bruke finanspolitikken til å motvirke økonomiske nedgangstider uten at budsjettunderskuddet øker til over tre prosent. Landene som ikke deltar i den monetære union, kan imidlertid ikke ilegges sanksjoner dersom underskuddet overskrider referanseverdien.

Deltakerne i den monetære union vil bli pålagt å utarbeide årlige stabilitetsprogrammer, mens de øvrige medlemslandene i EU skal utarbeide konvergensprogrammer. Programmene vil blant annet inneholde mål for utviklingen i de offentlige finanser og tiltak som eventuelt vil bli iverksatt for å nå disse målene. Dersom den faktiske utviklingen avviker fra programmets mål, kan Rådet rette en advarsel til vedkommende medlemsstat om at det er fare for at et for stort underskudd kan oppstå og henstille om å iverksette tiltak for å rette opp situasjonen.

Hvis det offentlige underskuddet øker som følge en usedvanlig begivenhet som er utenfor den berørte medlemsstats kontroll (f. eks. naturkatastrofer) og som har en betydelig innflytelse på den offentlige finansielle stilling, skal det unntaksvis aksepteres at referanseverdien overskrides. Det samme gjelder dersom referanseverdien overskrides som et resultat av en økonomisk tilbakegang med et årlig fall i BNP på minst 2 prosent. Den enkelte medlemsstat kan påberope seg at det foreligger eksepsjonelle omstendigheter også når det årlige fall i BNP ligger mellom 0,75 og 2 prosent. Dette kan særlig være aktuelt dersom fallet skjer brått eller hvis det akkumulerte produksjonstapet er stort i forhold til tidligere konjunkturtendenser. Medlemsstatene oppfordres imidlertid av Det europeiske råd til å være tilbakeholdne med å benytte seg av denne bestemmelsen. I alle tilfeller vil et årlig fall i BNP på mindre enn 0,75 prosent ikke gi grunnlag for å kunne påberope seg eksepsjonelle omstendigheter.

Når Rådet fastslår at det foreligger et for stort underskudd, skal det utarbeides henstillinger til vedkommende medlemsstat om å bringe denne situasjonen til opphør innen en gitt frist. Hvis en i den monetære union unnlater å etterkomme Rådets henstillinger, skal Rådet pålegge sanksjoner.

Underskuddsprosedyren for et medlem av den monetære union

År 1:

- *Mars*: Senest 1. mars rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og gjeld foregående år og anslag på underskudd i inneværende år.
- *Mai*: På bakgrunn av en rapport fra EU-kommisjonen beslutter Rådet om det foreligger et for stort underskudd. Hvis et for stort underskudd foreligger, retter Rådet en rekommendasjon til landet om å bringe situasjonen til opphør. Landet gis en frist på fire måneder til å iverksette tiltak for å redusere underskuddet.
- *September*: Senest 1. september rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og gjeld foregående år, samt ajourførte anslag på underskudd i inneværende år. Rådet vurderer om landet har truffet virkningsfulle tiltak på bakgrunn av rekommendasjonen fra mai. Hvis ikke, vil Rådet som hovedregel beslutte å offentliggjøre sine rekommendasjoner.
- *Oktober*: Hvis det fortsatt ikke er truffet tiltak, vil Rådet pålegge det deltakende medlemsland å vedta tiltak for å redusere underskuddet.
- *Desember*: Hvis landet ikke etterlever pålegget fra oktober, vil Rådet iverksette sanksjoner. Hver gang Rådet beslutter å benytte sanksjoner, vil det normalt kreve at et rentefritt beløp blir deponert hos EU-kommisjonen.

År 2:

- *Mars*: Senest 1. mars rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og

gjeld foregående år og anslag på underskudd i inneværende år.

- *April*: Avhengig av utviklingen i budsjettunderskuddet kan Rådet beslutte å intensivere sanksjonene, herunder pålegge en ny rentefri deponering. Hvis Rådet vurderer at landet har truffet virkningsfulle tiltak, kan Rådet beslutte å oppheve noen eller alle rådsavgjørelser som er truffet i forbindelse med underskuddsprosedyren.
- *September*: Senest 1. september rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og gjeld foregående år, samt ajourførte anslag på underskudd i inneværende år.

År 3:

- *Mars*: Senest 1. mars rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og gjeld foregående år og anslag på underskudd i inneværende år.
- *April*: Avhengig av utviklingen i budsjettunderskuddet kan Rådet beslutte å intensivere sanksjonene, herunder pålegge en ny rentefri deponering. Hvis Rådet vurderer at landet har truffet virkningsfulle tiltak, kan Rådet beslutte å oppheve noen eller alle rådsavgjørelser som er truffet i forbindelse med underskuddsprosedyren.
- *September*: Senest 1. september rapporterer medlemslandet om faktisk budsjettunderskudd og gjeld foregående år, samt ajourførte anslag på underskudd i inneværende år.
- *Desember*: Hvis det for store underskuddet etter Rådets mening ikke er blitt korrigert, beslutter Rådet normalt å konvertere den første rentefrie deponeringen (fra år 1) til en bot.

Når sanksjoner ilegges, vil dette først ta form av at landet må plassere et rentefritt innskudd hos EU-kommisjonen. Hvis det for store underskuddet ikke er korrigert (eller nødvendige tiltak er iverksatt) etter to år, vil innskuddet bli konvertert til en bot. Det første innskuddet vil bestå av en fast del på 0,2 prosent av BNP og en variabel del tilsvarende en tidel av den delen av under-

skuddet i prosent av BNP som overskrider referanseverdien på tre prosent. Dersom det blir nødvendig å ilegges sanksjoner også de kommende årene, vil påfølgende innskudd tilsvare en tidel av forskjellen mellom underskuddet som prosent av BNP og referanseverdien. Sanksjonen som ilegges det enkelte år kan imidlertid maksimalt utgjøre 0,5 prosent av BNP.

Hvorfor budsjett disiplin?

Maastricht-traktatens krav til offentlige finanser, som senest er kommet til uttrykk i stabilitets- og vekstpakten, bygger på anbefalinger gitt i Delors-rapporten. Her heter det at en økonomisk og monetær union kun kan baseres på en gjensidig konsistent og sunn opptreden av myndighetene og andre økonomiske aktører. Rapporten trekker spesielt fram at en ukoordinert og divergerende budsjettpolitikk i de enkelte land vil undergrave den monetære stabilitet og skape ubalanser i økonomien.

Det sentrale fellesskapsbudsjett utgjør en svært liten del av de samlede offentlige utgifter innen EU. For tiden utgjør EU-budsjettet knappe 1,2 prosent av medlemslandenes samlede BNP. På grunn av denne beskjedne størrelsen vil det ikke være mulig å benytte dette budsjettet til å drive en felles finanspolitikk som et konjunkturpolitisk virkemiddel. Delors-rapporten peker på at den ønskede innretningen av den samlede finanspolitikken for alle deltakerne i en monetær union kun kan oppnås gjennom økt koordinering. Uten en slik koordinering vil det være umulig å etablere den kombinasjon av finanspolitikk og pengepolitikk som vil være nødvendig for å opprettholde den interne stabilitet.

Pengepolitikken kan ikke alene bære ansvaret for å sikre denne stabiliteten. Delors-komiteen mente derfor at det måtte innføres bindende regler for hvor store budsjettunderskudd det enkelte medlemsland i den monetære unionen kunne ha.

Maastricht-traktatens konvergenskrav knyttet til offentlige finanser er blitt kritisert både på et teoretisk grunnlag og fordi man stiller spørsmål ved om det er mulig å gjennomføre en politikk der landenes budsjettunderskudd er gjenstand for bindende regler. I en monetær union kan ikke det enkelte land benytte valutakursen som et virkemiddel i den økonomiske politikken. Når det i tillegg innføres regler for finanspolitikken, bidrar dette til ytterligere å redusere handlefriheten i den økonomiske politikken.

De Grauwe (1994) trekker fram mulige eksterne virkninger av store budsjettunderskudd som en mulig begrunnelse for konvergenskravet. Et land som over lengre tid opererer med store budsjettunderskudd, må finansiere disse i et kapitalmarked som er felles for deltakerne i den monetære union. Dette vil kunne lede til et press oppover på rentene, noe som vil øke byrdene ved

gjeldsbetjeningen både for dette landet og de øvrige landene i unionen. Hvis de øvrige landene har som mål å stabilisere gjeldsutviklingen, vil dette innebære at de må føre en strammere finanspolitikk enn hva de ellers ville ha gjort. Med andre ord vil en uansvarlig finanspolitikk i et land kunne tvinge de øvrige landene til å følge en mer kontraktiv politikk. Disse landene vil følgelig ha interesse av en mekanisme som kan begrense budsjettunderskuddet i det første landet.

De Grauwe mener at antakelsen om at en uansvarlig budsjettpolitikk i et medlemsland kan lede til et generelt høyere rentenivå i den monetære union, implisitt bygger på en antakelse om at kapitalmarkedene ikke er effisiente. Hvis markedene er effisiente, vil aktørene klare å skille mellom land som har ulik gjeldsutvikling og derfor tillegge et land med høy og kanskje stigende gjeldsandel en høyere risikopremie enn et land med en lav gjeldsandel. I denne sammenheng er det således ikke meningsfylt å snakke om ett rentenivå innenfor den monetære union. Ved vel fungerende kapitalmarkeder vil det være flere ulike rentenivå innenfor unionen, der forskjellige reflekterer den ulike risikopremien som knyttes til den offentlige gjeld i det enkelte medlemsland.

Kenen (1995) hevder at De Grauwe har et poeng dersom det er snakk om et lite land hvis underskudd er så lite sett i forhold til den monetære unions samlede økonomi at det ikke vil legge beslag på en merkbar del av den samlede sparingen innen økonomien. Hvis det derimot er snakk om et vesentlig underskudd i et stort land, vil dette påvirke rentenivået i unionen.

Kenen mener likevel at budsjettrestriksjonene slik de er blitt nedfelt i traktaten, mer er ment å håndtere solvensproblemer som kan oppstå som følge av at et land har en uholdbar gjeldsutvikling, enn den direkte effekten et for stort løpende underskudd kan ha på rentenivået.

Den offentlige gjelden er et resultat av tidligere års underskudd i finanspolitikken. Spørsmålet er hvordan man må innrette finanspolitikken for å unngå at gjeldsutviklingen blir uholdbar. Det kan vises at dersom renten på den offentlige gjelden overstiger veksten i BNP, så vil gjeldsraten være stadig økende med mindre landet har et tilstrekkelig stort overskudd på primærbalansen (budsjettbalansen korrigert for renter knyttet til den offentlige gjeld) eller tyr til monetær finansiering av underskuddet.

Sammenhengen mellom underskudd og gjeldsutvikling

Den offentlige budsjettbetingelsen kan uttrykkes ved:

$$(1) \quad G - T + rB = \Delta B + \Delta M$$

der

G: offentlige utgifter ekskl. rentebetalinger på offentlig gjeld

T: skatteinntekter

r: rentesatsen på offentlig gjeld

B: størrelsen på den offentlige gjeld

M: basispengemengden

Venstresiden av ligning (1) er det offentlige budsjettunderskuddet, som består av det primære budsjettunderskuddet (G-T) og utgiftene til gjeldsbetjening (rB). Dette underskuddet kan finansieres enten ved ytterligere gjeldsopp-tak (der ΔB gir uttrykk for gjeldsendring) eller ved å øke basispengemengden (ΔM).

Gjeldsraten uttrykkes ved:

$$(2) \quad b = B/Y$$

der Y står for bruttonasjonalprodukt.

På endringsform gir dette:

$$(3) \quad \Delta b = \Delta B/Y - B\Delta Y/Y^2$$

eller ved å bruke (2):

$$(4) \quad \Delta B = \Delta bY + b\Delta Y$$

Ved å sette (4) inn i (1) får vi:

$$(5) \quad \Delta b = (g-t) + (r-x)b - \Delta m$$

der $g = G/Y$

$t = T/Y$

$x = \Delta Y/Y$ (vekstraten for BNP)

$m = \Delta M/Y$

Av ligning (5) ser vi at dersom rentesatsen på den offentlige gjeld (r) overstiger veksten i BNP (x) så vil, alt annet likt, utestående gjeld målt i forhold til BNP øke. Gjeldsdynamikken

kan kun brytes dersom man har et tilstrekkelig stort overskudd på primærbalansen ((g-t) blir negativ) eller store inntekter som følge av å øke pengemengden (seigniorage).

Hvis vi setter $\Delta b = 0$, finner vi betingelsene for at gjeldsraten skal holdes konstant:

$$(6) \quad (r-x)b = (t-g) + \Delta m$$

Innenfor en monetær union der pengepolitikken utformes av en felles sentralbank med sikte på å opprettholde prisstabilitet, vil det ikke være mulig for et land å inflatere seg ut av en gjeldskrise ved å øke basispengemengden (det vil si at Δm i praksis er tilnærmet lik null). Dersom renten på den offentlige gjelden overstiger vekstraten for økonomien, er det kun ved å ha et tilstrekkelig stort overskudd på primærbalansen, at landet kan unngå at gjeldsraten øker.

Et land som over tid har opparbeidet seg en høy gjeldsrate - og enkelte land innen EU har en meget høy gjeld i forhold til BNP - vil være tvunget til å føre en finanspolitikk med overskudd på primærbalansen for i det hele tatt å unngå at gjeldsraten øker videre. En reduksjon av gjeldsraten vil kreve et tilsvarende høyere overskudd. Det er klart at slike land vil ha en meget begrenset handlefrihet til å benytte finanspolitikken til å motvirke negative sjokk i økonomien.

Ligning (6) viser også hvilken betydning renten har for utviklingen i gjeldsraten. Land med en høy offentlig gjeld som samtidig er kortsiktig finansiert, vil være meget utsatt for svingninger i rentenivået. Et eksempel på dette er Italia, der nedgangen i markedsrentene det siste året har gitt et ikke ubetydelig bidrag til forbedringen i de offentlige finansene.

En monetær finansiering - det vil si at sentralbanken øker basispengemengden - vil lede til økt inflasjon. For et land som deltar i en monetær union med en felles pengepolitikk utformet og gjennomført av en felles sentralbank, vil det dessuten ikke være mulig å ty til denne løsningen. Den eneste måten et land derfor kan unngå å komme inn i en uheldig gjeldsdynamikk, er å ha

en varig opprettholdbar innretning av finanspolitikken. Tilsvarende må et land som allerede har opparbeidet seg en vesentlig gjeldsbyrde, innrette finanspolitikken med et tilstrekkelig stort overskudd på primærbalansen for å bringe gjeldsraten nedover.

Det kan hevdes at gjeldsutviklingen i et land ikke bør vekke de andre medlemslandenes be-

kymring dersom den ikke leder til negative virkninger for disse landene, jf. diskusjonen ovenfor om virkningen på rentenivået i den monetære union. Dessuten er det eksplisitt nedfelt i Maastricht-traktaten, gjennom «no bailout»-klausulen, at gjeldsforpliktelser er det enkelte lands ansvar.

Det at man likevel har ønsket å legge klare restriksjoner på budsjettunderskuddet for deltakerne i den monetære union, kan sies å uttrykke en viss tvil om «no bailout»-prinsippet virkelig vil bli overholdt dersom det skulle oppstå en krisesituasjon i et av landene når det gjelder betjeningen av den offentlige gjeld. I en slik situasjon er det ikke utenkelig at det vil bli rettet et press mot den felles sentralbank for å føre en lettere pengepolitikk, ut fra en antakelse om at dette i seg selv vil fremme den økonomiske aktiviteten og lette byrdene ved betjening av den offentlige gjelden. På den måten kan man risikere at en uansvarlig finanspolitikk i et land vil legge føringer på gjennomføringen av den felles pengepolitikk. Dette aktualiserer også spørsmålet om rentenivået knyttet til ulike staters gjeld faktisk vil gjenspeile kredittrisikoen på gjelden (jf. diskusjonen ovenfor).

Et annet forhold er at dersom et land står i fare for å misligholde sine forpliktelser, vil dette i beste fall gjøre det dyrere og i verste fall umulig å refinansiere gjelden etter hvert som den forfaller. I et slikt tilfelle vil investorene kunne lide store tap, og dersom disse for eksempel er finansinstitusjoner innenfor den monetære union, kan dette utløse en finansiell krise. For å sikre den finansielle stabilitet er det ikke utenkelig at myndighetene på en eller annen måte vil gripe inn. Selv om ESB ved sine statutter vil være forhindret fra å kjøpe verdipapirer direkte fra en utstedende myndighet, kan det tenkes at den vil bli utsatt for press til å foreta transaksjoner i annenhåndsmarkedet og på den måten bidra til å holde refinansieringskostnadene for vedkommende land nede.

Eichengreen og von Hagen (1996) mener det kan være grunn til å stille spørsmål ved innholdet i «no bailout»-klausulen utfra det solidaritetsprinsippet mellom medlemsstatene som er nedfelt i Maastricht-traktatens artikkel A. Det å overlate en medlemsstat i problemer til seg selv, vil kunne bli oppfattet som lite solidarisk. På den annen side kan det argumenteres med at man ved underskuddsproseduren og stabilitetspakten eta-

blerer mekanismer som skal sørge for at man unngår å komme i en situasjon der et medlemsland ser seg nødt til å påkalle de øvrige medlemsstaters solidaritet.

Men Eichengreen og von Hagen mener at traktatens budsjettrestriksjoner kan sies å være overflødige når den enkelte medlemsstat selv har ansvaret for finanspolitikken. Så lenge de nasjonale myndigheter beholder kontrollen over finanspolitikken, kan de øke skattene eller redusere de offentlige utgiftene for å sette seg i stand til å møte gjeldsforpliktelsene. Det forhold at landet på denne måten selv blir tvunget til å bære kostnadene ved et for stort underskudd, vil dessuten redusere risikoen for «moral hazard». Det at medlemsstatene fortsatt har kontroll over disse instrumentene, innebærer at ESB bedre bør kunne motstå et press til å føre en lettere pengepolitikk. På den annen side kan det argumenteres med at nettopp det forhold at kostnadene synliggjøres, kan gjøre det mer fristende for landet å søke å finne andre måter å komme ut av den økonomiske krisen.

Dersom medlemsstatene imidlertid overfører betydelige deler av ansvaret for finanspolitikken til overnasjonale myndigheter - for eksempel ved en politisk union - vil de miste viktige instrumenter for å motstå en økonomisk krise. Dette vil øke risikoen for at medlemsstatene vil vende seg til ESB i en krisesituasjon. I et slikt tilfelle kan det argumenteres for at det vil være nødvendig å innføre restriksjoner på de enkelte medlemsstatenes budsjettutvikling.

Avslutning

Det har fra mange hold vært reist kritikk mot Maastricht-traktatens krav til offentlige finanser. Dette gjelder både spørsmålet om det er nødvendig med slike krav, men ikke minst det som oppfattes som en mer eller mindre tilfeldig fastsettelse av referanseverdier. De fleste EU-land har det siste året tydd til «kreativ bokføring» eller kortsiktige finanspolitiske tiltak for å oppfylle konvergenskravene. Bruken av slike tiltak understreker denne tilfeldigheten og må sies å rettferdiggjøre deler av kritikken som er blitt reist mot kravene.

Dette til tross, synes det klart at en innretning av finanspolitikken mot langsiktig balanse vil være et viktig bidrag for å skape en holdbar vekst og økt sysselsetting i Europa. Maastricht-trakta-

tens krav til offentlige finanser og stabilitets- og vekstpakten må derfor i første rekke sees på bakgrunn av ønsket om å etablere en monetær union der medlemslandenes budsjett disiplin understøtter en felles pengepolitikk innrettet mot å opprettholde prisstabilitet.

Referanser

- Buiter, W. H., G. Corsetti, N. Roubini (1993): *Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*, Economic Policy, Vol. 16, ss. 57-100.
- Committee of the Study of Economic and Monetary Union (1989): *Report on economic and monetary union in the European Community (Delors-rapporten)*, Luxembourg: Office for the Official Publications of the European Communities.
- De Grauwe, P. (1994): *The Economics of Monetary Integration*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B., J. von Hagen (1995): *Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule*, Discussion paper no 1247, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen, B., J. von Hagen (1996): *Fiscal Restrictions and Monetary Union: Rationales, Repercussions, Reforms*, Empirica 23, ss. 3-23.
- Kenen, P.B. (1995): *Economic and monetary union in Europe: Moving beyond Maastricht*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Økonoministeriet, Danmark (1997): *Danmark i det økonomiske samarbejde i EU '97*.

HISTORISKE VALUTAKURSER FRA 1819 TIL 1996

Jon Petter Holter, spesialrådgiver i Statistikkavdelingen i Norges Bank

I sine publikasjoner *Historisk statistikk* gir Statistisk sentralbyrå oversikter over gjennomsnittskursene på en del sentrale valutaer, basert på oppgaver fra Oslo Børs. For noen av disse valutaer gis kurser tilbake til 1914, det gjelder bl.a. britiske pund. I Norges Banks arkiv har vi kopi av protokoller som vi har overtatt fra Oslo Børs og som fører pundkursene tilbake til 1819. Disse protokollene - der pund ble betegnet London - er håndskrevne og ble fram til 1906 notert to dager i uken. Fra 1. januar 1877 gikk en over fra å notere valutakursene i speciedaler og skilling - slik som illustrert i faksimilen nedenfor - til å notere dem i kroner og øre¹. Med utgangspunkt i dette materialet har vi beregnet gjennomsnittskurser for pund, regnet i kroner, tilbake til 1819. Kursene på andre valutaer regnet i norske kroner er deretter også beregnet tilbake til 1819, dels på grunnlag av ovennevnte materiale fra Oslo Børs og dels på grunnlag av kurstabeller utarbeidet av Sveriges riksbank i mellomkrigstiden.

A handwritten note in cursive script. The top line reads "19 April 1819." with a horizontal line underneath. The second line reads "London 4 Spd 108/ or 5 Spd".

Grunnlaget for å kunne beregne valutakurser tilbake til 1819 – da Christiania Børs ble opprettet – har blant annet vært mikrofilmer av kursprotokoller i Norges Banks arkiv med noteringer av pundkurser. Fram til 1. januar 1877 var kursene oppgitt i speciedaler og skilling, deretter i kroner. Ved overgangen til kroner som myntenhet var relasjonene: 1 speciedaler = 120 skilling = 4 kroner. Ut fra dette har vi beregnet pundkurser regnet i norske kroner fram til 1914, da det foreligger kurser publisert i *Historisk statistikk* fra Statistisk sentralbyrå (SSB). Når det gjelder andre valutaer, er det lagt til grunn valutakurser oppgitt i Riksbankens publikasjon: *HISTORISKA TABELLER 1668 - 1924*. Her finner vi blant annet: *Växselkurser på Hamburg, London och Paris*. Med utgangspunkt i disse har vi beregnet kursene for tyske mark, britiske pund og franske franc tilbake til 1819 omregnet til svenske kroner, dvs. vi erstatter riksdaler med kroner i perioden fram til 1873. Den etterfølgende omregning til norske kroner er basert på krone/ pund-

kursen. For dollar oppgir Riksbanken kurser bare tilbake til 1908. For de øvrige valutaer er det også enkelte «hull» i Riksbankens kurstabeller.

Begrunnelsen for dette arbeidet har blant annet vært å få en bedre utnyttelse av et foreliggende historisk materiale - og samtidig gjøre det enklere for Norges Bank blant annet å håndtere eksterne forespørsler. Tabell og figur på de neste sidene viser resultatet av beregningene for årene 1819 - 1913 (for svenske kroner fram til 1917), samt for etterfølgende år basert på SSBs statistikk. De valutakurser som er beregnet i Norges Bank, er uoffisielle og uten ansvar for Norges Bank.

¹ Hvordan kursnoteringen har foregått til ulike tider, er omtalt noe mer i detalj i artikkelen «Valutakursnoteringen på Oslo Børs er avviklet» av A. Svor i Penger og Kreditt 1991/3.

Valutakurser 1819 - 1996, årsgjennomsnitt. Kroner pr. valuta, omregnet med 1 specie-daler = 4 kroner for perioden 1819-1877. [Kurser for perioden 1819 - 1914 (for svenske kroner til 1917) er beregnet i Norges Bank og pretenderer ikke å være offisiell statistikk.]

År	Britisk pund	100 Tyske mark	100 Svenske kroner	100 Franske franc	År	Britisk pund	100 Tyske mark	100 Svenske kroner	100 Franske franc	Ameri-kansk dollar
1819	19,33	93,95	108,29	73,57	1864	17,86	88,99	(99,72)
1820	27,56	127,69	139,05	103,56	1865	17,86	88,95	(99,79)
1821	31,62	142,71	166,68	116,31	1866	17,86	..	(99,87)
1822	35,34	161,17	186,00	130,72	1867	18,00	89,21	99,94	71,76	..
1823	30,67	139,02	159,41	112,72	1868	18,18	89,58	100,39	72,30	..
1824	26,51	121,73	135,74	97,92	1869	18,19	89,13	100,17
1825	20,62	96,83	111,10	77,35	1870	18,00	88,90	(99,98)	71,39	..
1826	22,71	104,23	114,99	83,36	1871	17,93	88,15	99,78	70,94	..
1827	24,91	115,37	120,86	91,93	1872	17,97	..	(99,98)	70,10	..
1828	24,51	114,07	128,86	91,00	1873	18,07	89,34	100,17	71,01	..
1829	25,02	116,09	133,94	91,80	1874	18,11	88,90	99,78	71,94	..
1830	24,69	113,74	124,57	90,30	1875	18,14	89,02	100,00 [□]	72,41	..
1831	24,42	114,33	117,07	91,27	1876	18,12	88,93	100,00	72,17	..
1832	25,20	115,67	113,26	91,62	1877	18,17	89,03	100,00	72,36	..
1833	24,09	110,94	110,00	87,57	1878	18,20	89,10	100,00	72,26	..
1834	21,62	100,85	107,46	79,43	1879	18,16	88,99	100,00	71,91	..
1835	20,60	95,47	105,70	75,30	1880	18,12	88,89	100,00	71,83	..
1836	20,11	93,61	105,73	74,17	1881	18,16	89,04	100,00	72,05	..
1837	20,16	93,26	103,17	74,08	1882	18,17	89,14	100,00	72,29	..
1838	20,20	93,81	102,96	74,06	1883	18,16	89,05	100,00	72,14	..
1839	19,71	93,18	104,51	73,25	1884	18,18	89,05	100,00	72,25	..
1840	18,82	88,87	99,00	70,16	1885	18,18	89,18	100,00	72,13	..
1841	17,78	83,67	92,75	65,82	1886	18,13	89,03	100,00	72,06	..
1842	17,78	82,35	90,66	65,18	1887	18,12	89,10	100,00	71,83	..
1843	17,71	81,33	89,44	64,67	1888	18,13	89,07	100,00	71,85	..
1844	18,31	84,88	94,33	67,17	1889	18,16	89,00	100,00	72,10	..
1845	18,07	83,45	93,97	66,07	1890	18,16	89,15	100,00	72,13	..
1846	18,04	83,33	93,81	65,67	1891	18,15	89,12	100,00	71,96	..
1847	18,04	84,25	94,90	66,16	1892	18,12	88,96	100,00	72,12	..
1848	18,47	85,25	94,04	68,28	1893	18,13	89,00	100,00	72,13	..
1849	18,56	85,41	94,50	69,06	1894	18,12	88,89	100,00	72,10	..
1850	18,27	84,77	94,56	67,87	1895	18,13	88,87	100,00	72,08	..
1851	18,00	84,89	94,74	67,76	1896	18,15	88,96	100,00	72,10	..
1852	18,20	85,12	95,09	67,63	1897	18,14	89,01	100,00	72,13	..
1853	17,67	84,62	94,44	66,87	1898	18,18	89,02	100,00	72,02	..
1854	17,38	83,24	92,94	65,58	1899	18,25	89,10	100,00	72,25	..
1855	17,69	83,46	93,01	65,92	1900	18,23	89,07	100,00	72,52	..
1856	17,56	..	(94,09)	..	1901	18,15	88,93	100,00	72,18	..
1857	17,44	..	(95,17)	..	1902	18,17	88,92	100,00	72,32	..
1858	17,67	..	(96,26)	..	1903	18,17	89,04	100,00	72,35	..
1859	17,68	87,34	(97,34)	..	1904	18,16	89,05	100,00	72,27	..
1860	17,71	88,10	(98,42)	..	1905	18,16	88,89	100,00	72,29	..
1861	17,88	89,12	99,50	..	1906	18,21	88,99	100,00	72,41	..
1862	17,84	89,03	(99,57)	..	1907	18,27	89,18	100,00	72,59	..
1863	17,84	89,06	(99,65)	70,62	1908	18,24	89,09	100,00	72,45	3,77

□ Norge sluttet seg til den skandinaviske myntunion i 1875, og den fungerte til 1914.

Tall i parentes vedrørende svenske kroner er her interpolert, idet kurser svenske kroner/britisk pund ikke er oppgitt. Dette er gjort fordi kursen svenske kroner/britisk pund danner basis for omregning til de øvrige valutaer (bortsett fra for britiske pund, der kursene regnet i norske kroner er beregnet direkte).

(forts.)

År	Britisk pund	100 Tyske mark	100 Svenske kroner	100 Franske franc	Ameri- kansk dollar	År	Britisk pund	100 Tyske mark	100 Svenske kroner	100 Franske franc	Ameri- kansk dollar
1909	18,20	88,98	100,00	73,21	3,75	1953	20,02	170,64	138,30	2,05	7,15
1910	18,19	88,98	100,00	72,19	3,75	1954	20,02	170,38	137,91	2,04	7,15
1911	18,18	88,93	100,00	72,07	3,75	1955	20,02	170,71	138,36	2,05	7,15
1912	18,21	88,95	100,00	72,20	3,75	1956	20,00	171,00	138,28	2,04	7,15
1913	18,23	89,12	100,00	72,26	3,75	1957	20,00	170,61	138,26	1,90	7,15
1914	18,47	88,47	100,00	73,49	3,80	1958	20,01	171,00	138,33	1,70	7,15
1915	18,42	79,88	100,38	70,24	3,91	1959	20,03	170,96	138,05	1,46 ²⁾	7,14
1916	16,78	63,36	101,08	59,63	3,51	1960	20,03	171,44	138,33	145,77	7,14
1917	15,79	51,03	106,40	51,43	3,32	1961	20,02	178,20	138,54	145,91	7,15
1918	15,59	56,27	107,05	58,44	3,28	1962	20,04	178,92	138,74	145,94	7,14
1919	18,12	26,84	104,07	58,44	4,11	1963	20,02	179,76	138,10	146,20	7,16
1920	22,49	10,88	126,04	43,33	6,20	1964	19,99	180,47	139,25	146,36	7,16
1921	26,14	8,09	153,67	50,77	6,81	1965	20,00	179,43	138,93	146,21	7,16
1922	25,40	1,44	150,40	47,16	5,75	1966	19,98	179,26	138,73	145,84	7,16
1923	27,59	— ¹⁾	160,53	36,65	6,04	1967	19,96	179,78	138,84	145,66	7,16
1924	31,71	..	189,23	37,64	7,20	1968	17,11	179,33	138,54	144,57	7,15
1925	27,46	135,79	152,99	27,58	5,69	1969	17,09	193,50	138,50	128,70	7,15
1926	21,95	107,65	121,04	14,82	4,52	1970	17,13	196,35	138,08	129,54	7,15
1927	18,68	91,40	103,11	15,12	3,84	1971	17,17	202,31	137,86	129,64	7,02
1928	18,23	89,49	100,49	14,74	3,75	1972	16,48	206,98	138,82	130,93	6,59
1929	18,20	89,33	100,46	14,73	3,75	1973	14,12	216,41	132,10	129,71	5,75
1930	18,17	89,24	100,43	14,72	3,74	1974	12,94	214,27	124,94	115,46	5,54
1931	18,10	96,28	100,92	15,97	4,05	1975	11,59	212,99	126,30	122,50	5,25
1932	19,46	133,10	102,99	22,01	5,58	1976	9,90	217,38	125,71	114,73	5,47
1933	19,74	142,41	103,23	23,53	4,82	1977	9,32	230,02	119,46	108,85	5,33
1934	19,90	156,57	102,85	26,12	3,98	1978	10,08	261,77	116,45	116,81	5,25
1935	19,90	164,54	102,85	27,02	4,08	1979	10,76	277,00	118,57	119,51	5,08
1936	19,90	162,58	102,85	24,70	4,03	1980	11,51	272,64	117,26	117,41	4,95
1937	19,90	162,99	102,85	16,55	4,04	1981	11,61	254,70	114,09	106,26	5,75
1938	19,90	164,78	102,84	11,93	4,09	1982	11,27	265,80	103,07	98,28	6,45
1939	19,11	174,09	103,65	11,09	4,32	1983	11,07	286,14	95,18	96,10	7,30
1940	17,41	177,72	105,23	9,78	4,40	1984	10,87	286,83	98,61	93,42	8,16
1941	17,75	176,75	105,10	9,80	4,40	1985	11,07	292,65	99,93	95,89	8,60
1942	17,75	176,75	105,10	10,00	4,40	1986	10,85	342,10	103,94	107,00	7,40
1943	17,75	176,75	105,10	10,00	4,40	1987	11,02	375,04	106,27	112,14	6,74
1944	17,75	176,75	105,10	10,00	4,40	1988	11,59	371,39	106,36	109,50	6,52
1945	19,22	..	113,73	9,99	4,76	1989	11,31	367,52	107,11	108,32	6,90
1946	20,03	..	127,76	4,18	4,97	1990	11,14	387,41	105,73	114,99	6,26
1947	20,02	..	138,30	4,18	4,97	1991	11,44	393,01	107,21	114,98	6,48
1948	20,02	..	138,30	2,36	4,97	1992	10,94	397,98	106,93	117,41	6,21
1949	20,02	170,60	138,30	1,91	5,60	1993	10,65	429,07	91,26	125,28	7,09
1950	20,02	170,60	138,30	2,05	7,15	1994	10,80	435,09	91,46	127,21	7,06
1951	20,02	170,60	138,30	2,05	7,15	1995	10,00	442,35	88,91	127,00	6,34
1952	20,02	170,60	138,30	2,05	7,15	1996	10,08	429,22	96,27	126,23	6,46

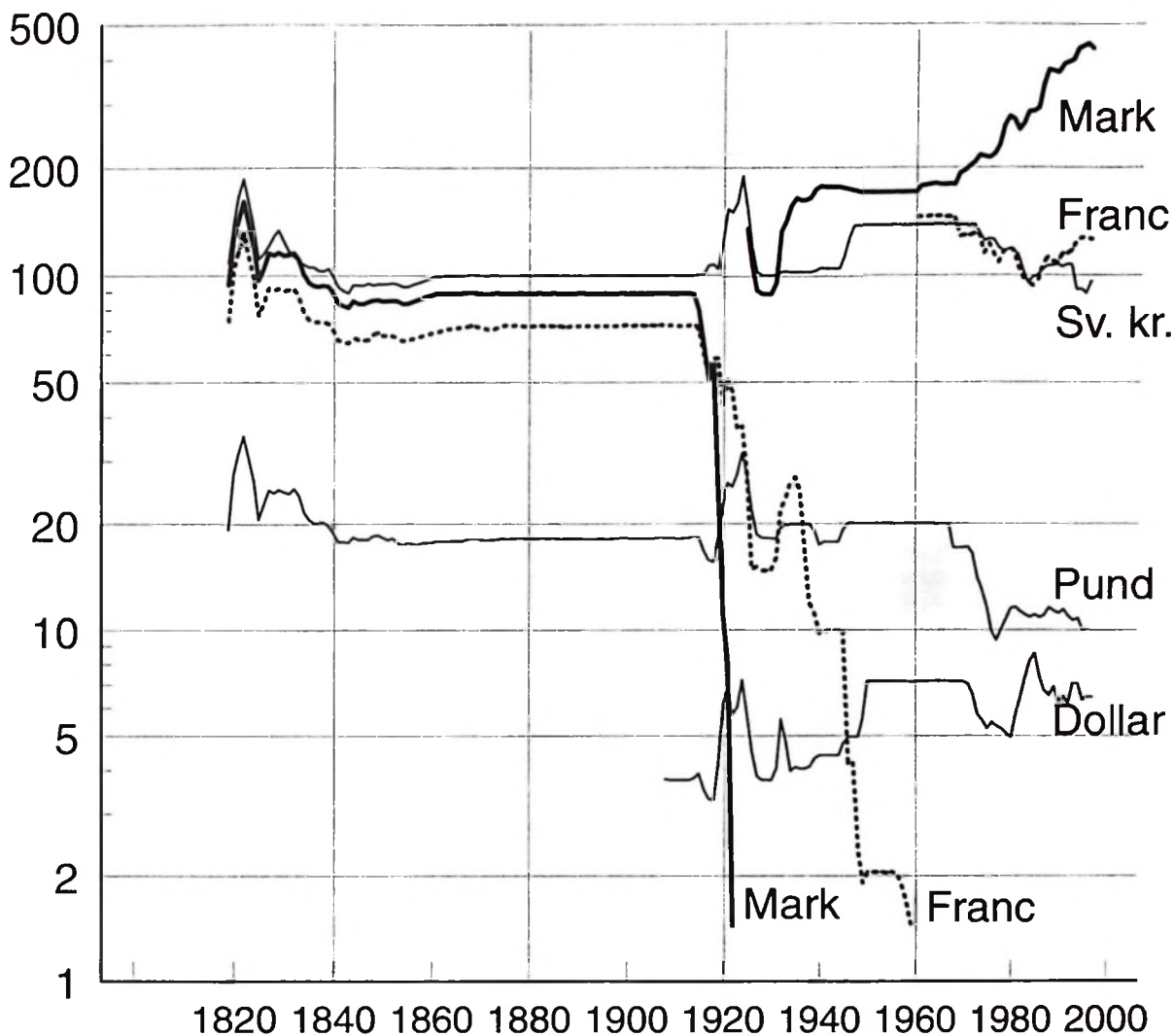
Merk: Tyske mark for årene 1949 - 1990 gjelder vesttyske mark.

¹⁾ Endring i pengesystemet i Tyskland.

²⁾ I 1960 ble to nuller sløffet i francen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, kurslister fra Oslo Børs og kurstabeller fra Sveriges riksbank.

Figur 1. Valutakurser 1819 - 1996, målt i norske kroner. 100 svenske kroner, 1 britisk pund, 100 franske franc, 100 tyske mark og 1 amerikansk dollar (1908 - 1996). Kurser 1819 - 1877 omregnet til kroner med 1 speciedaler = 4 kroner. Logaritmisk skala



Nærmere omtale av valutakurser og økonomi i en del år/perioder

Fram mot 1813 hadde det i kjølvannet av Napoleonskrigene vært hyperinflasjon i Danmark-Norge, og man fikk kraftige devalueringer i 1813, 1814 og 1816. Den 14. juni 1816 ble Lov om Norges Bank og Lov om pengevesenet vedtatt. Speciedaleren ble innført som pengeenhet, inndelt i 5 riksorter og 120 skilling (dvs. 24 skilling pr. riksort). Oppbyggingen av et sølvfond startet, først frivillig og senere tvungent ved den såkalte sølvskatten. Det ble tatt sikte på fri sølvinnløsning av speciedaleren i 1819. Den påtenkte sølvinnløsningsplikt ble imidlertid suspendert ved lov av 13. august 1818, og valutakursen sank nå ytterligere.

Perioden 1819 - 1822

Av kurstabellen og figurene legger vi merke til at den norske krone i denne perioden svekket seg kraftig overfor samtlige av de angitte valutaer. Størst var svekkelsen overfor pund, der en i 1822 måtte betale 35,34 kroner eller hele 83% mer enn i 1819. Franske franc var 78% dyrere enn i 1819, mens svenske kroner og tyske mark var 72% dyrere. Når svekkelsen var så gjennomgående, tyder det på at Norge må ha vært i en spesielt ugunstig økonomisk situasjon. Fra Aschehougs leksikon sakser vi blant annet følgende under Norges historie:

Årene nærmest etter 1814 ble preget av den verste økonomiske depresjon Norge har opplevd. Krisen ble særlig omfattende for eksportnæringene fordi det også var krise i Europa etter Napoleonskrigene. Mange av storborgerne på Østlandet og i Trøndelag, som hadde sin kapital bundet i skog, sagbruk, skip og bergverk gikk fallitt. Det hadde sammenheng med at norsk trelast ikke lenger kunne konkurrere på det britiske marked på grunn av store tollpreferanser for kanadisk trelastimport.

I jubileumsboken «Norges Bank gjennom 150 år» - der Gunnar Jahn dekket perioden 1816 - 1940 - sies det blant annet:

Børskursen var et uttrykk for den verdi speciedaleren hadde overfor utlandet, en verdi som har sin bakgrunn i forholdet mellom til-

bud og etterspørsel etter utenlandske betalingsmidler [...] Loven av 1818 fastsatte som nevnt ikke noen bestemt dato for sølvinnveksling til pari kurs, og børskursen steg til ugunst for Norge som utslag av vår handelsbalanse på grunn av de dårlige konjunkturer for eksporten og skipsfarten i 1819, 1820 og 1821.

En kan beklage at det for dette tidsrom ikke finnes oppgaver som kan gi noe helhetsbilde av Norges økonomiske utvikling [...] De viktigste av de verbale utsagn finnes i de beretninger om rikets tilstand, som dengang, som i dag, av Regjeringen ble lagt fram for hvert Storting. Det gis i disse beretninger stort sett ikke noe lyst bilde av næringsvirksomheten i tiden 1814 til 1821/22.

Stortinget vedtok i 15. november 1822 å starte sølvinnløsning fra 1. januar 1823 til kurs under den tidligere pariverdi. Det ble etablert et intervall for sølvinnveksling, som ble justert nærmere pari etter hvert.

Perioden 1822 - 1825

Den norske kronen styrket seg igjen i denne perioden overfor samtlige av valutaene. I 1825 var således kursene omtrent tilbake til nivået i 1819, og nevnte valutaer var blitt mellom 40% og 42% billigere å kjøpe - regnet i norske kroner - enn i 1822. I jubileumsboken sies det:

Fra 1821 ser det imidlertid ut til at det skjer en endring i det økonomiske klima, og leser man beretningene opp til 1825, får man inntrykk av at det går framover [...] Vedrørende 1823: «Udsikterne for Landets indre Rørelse ere langt bedre end tidligere og synes at bebude en lysere fremtid.» 1824 og 1825: «Disse aar regnes blandt de heldigste for Næringsdriften i sin Almindelighed.»

Perioden 1825 - 1829

Det fant igjen sted en generell svekkelse av kronen, idet en i 1829 måtte betale mellom 19% og 21% mer for nevnte valutaer. Jubileumsboken forteller oss:

Det legges i denne perioden aller størst vekt på at avsetningen av våre utførselsproduk-

ter, trelast, jern og fisk, møtte store vansker og at prisene var lave. Et uttrykk for dette er at Staten gikk til det skritt å nedsette utførselstollen [...] At norsk eksport, først og fremst trelasteksporten, ble rammet sterkt av den internasjonale krisen i 1826, og at året 1828 økonomisk sett var et meget vanskelig år, [...] Til å øke vanskene for vår trelastnæring bidro samtidig at vårt gamle avsetningsmarked i England sviktet. Delvis skyltes dette krisen, delvis den engelske tollpolitik.

Perioden 1829 - 1844

Fra 1829 til 1843 styrket kronen seg igjen overfor samtlige valutaer. I 1843 var således nevnte valutaer blitt mellom 29% og 33% billigere regnet i norske kroner. I april 1842 ble speciedaleren omsider knyttet til sølv til pari kurs. Fra jubileumsboken:

Beretningene til Stortinget om næringsveienes stilling for perioden 1833 - 1841/42 er betydelig lysere enn skildringen av den foregående periode [...] gir beretningene særlig fra 1833 uttrykk for at trelasthandelen, fiskeriene og de andre næringsveier hadde en god tid. De verbale utsagn bekreftes også av tallene for utførsel og andre talloppgaver [...]

Det er all grunn til å stanse opp ved året 1842, som ble et merkeår i norsk pengeøkonomi fordi sølvinnveksling til pari kurs tok til dette året. Det er første gang vi her i landet fikk et fast pengesystem som vi skulle komme til å beholde helt fram til Den første verdenskrig i 1914. Man nådde i 1842 det man hadde tatt sikte på med pengereformen i 1816: Å gjøre slutt på forfallet i vårt pengesystem og skape en bank som ga garanti for at de norske pengesedler var like mye verdt som sølv. For å nå dette måtte Norges Bank ha et så stort fond av sølv at den var i stand til å innløse sine sedler mot sølv. Dette fond var i Norges Banks fundasjon satt til 2 mill. spd [...]

Dette fond var Norges Banks valutabeholdning, og bankens styre så det som en hovedoppgave å holde denne beholdning intakt.

Sølvfondet måtte alltid være fullt, for det var selve grunnlaget for bankens evne til å gi lån [...]

Når det gjelder valutapolitikken, er det vanskelig å se at det fra Norges Banks side ble drevet noen selvstendig og aktiv virksomhet. Det var lovbestemmelsene om sølvinnveksling etter kurs som dannet grunnlaget for bankens valutapolitikk, [...] Banken satte vekslingskursen høyere enn børskursen, altså en forsiktig undervurdering av seddelverdien. Dette ble gjort delvis for å hindre sølvutveksling.

Perioden 1844 - 1914

I 1844 svekket den norske kronen seg noe overfor samtlige valutaer. I de etterfølgende år var det relativt stabile valutakurser. Dette kan ha sammenheng med pengesedlenes innløselighet i sølv/gull. Dessuten var det norske prisnivå relativt stabilt i denne perioden. I jubileumsboken sies det i et tilbakeblikk på perioden 1842 - 1913: *I de 71 år det her er tale om, var norske pengesedler innløselige i metall, først i sølv, senere i gull, og valutakursene var stabile. Det fantes ingen inflasjon eller deflasjon via seddelpressen. Kurstabellen foran innebærer følgende svingningsintervaller for de enkelte valutaer i perioder 1844 - 1913:*

Britiske pund: mellom 17,38 kroner i 1854 og 18,56 kroner i 1849. (Dvs. 6,8%).
Tyske mark (100): mellom 83,33 kroner i 1846 og 89,58 kroner i 1868. (Dvs. 7,5%).
Svenske kroner (100): mellom 92,94 kroner i 1854 og 100,39 i 1868. (Dvs. 8,0%).
Franske franc (100): mellom 65,58 kroner i 1854 og 73,49 i 1914. (Dvs. 12,1%).

Lov om overgang til gullmyntfot ble sanksjonert 4. juni 1873, med den endring at speciemyntten skulle beholdes slik at det ble dobbeltbenevning i speciedaler og skilling ved siden av krone og øre på mynt og pengesedler. Overgangen fra sølvstandard til gullstandard fant sted ved nyttår 1874. Den 16. oktober 1875 gikk Norge inn i den skandinaviske myntunionen, som fungerte fram til første verdenskrig. Som følge av Norges medlemskap måtte pengeloven av 1873 endres. Den ble erstattet av loven av 17. april 1875 - som fast-

slo at myntenheten (pengeenheten) skulle være en krone delt i 100 øre, og avskaffet speciedaler- og skillingsystemet. Overgangen til å notere valutakursene i kroner skjedde som nevnt først i 1877. Det er ikke opplyst hvorfor en ventet til da.

Om utviklingen i de økonomiske forhold sies det i jubileumsboken blant annet:

Det er ofte blitt sagt at med 1840-årene begynte en ny tid i Norge på det økonomiske område, og man har vel da først og fremst festet seg ved at i dette tiår fant sted en del nyskaping her i landet innen næringslivet. Det er nok riktig. Vi fikk i begynnelsen av 1840-årene våre første mekaniske verksteder, og det ble i siste halvdel av tiåret opprettet flere bomullsspinnerier [...] Norges Banks direksjon hadde hele tiden følt seg bundet av bestemmelsen i loven om forholdet mellom sedler og sølvfond, og dette lammet direksjonens handlekraft [...] En har tidligere pekt på den mangel på forståelse Norges Banks direksjon viste når det gjaldt bankens deltakelse i valutahandel [...] så skyldes det at bankens ledelse følte seg bundet, ikke bare av loven, men også av den måten banken var blitt reist på, gjennom tvangsinnskudd etter likning på de enkelte menneskers formue.

[---]

Og en må si at 1850-årene som helhet nettopp var en periode da den økonomiske vekst her i landet hadde større fart enn før. Veksten skyldtes flere forhold: Frihandelen begynte å få innpass, først og fremst i England, i 1848 var den engelske korn tollen blitt opphevet og i 1849 navigasjonsakten². En vil også nevne Krimkrigen fra 1853 til 1856. Det bidro alt i alt til å gi norsk skipsfart og våre andre utenriksnæringer en sterk stimulans [...] Innen kommunikasjonssektoren skjedde det imidlertid noe nytt og epokegjørende her hjemme i 1850-årene: Vår første jernbane på strekningen Kristiania-Eidsvoll ble åpnet i 1854. Telegrafene skriver seg fra 1855, og samme år ble frimerket innført [...] Det behov for kreditt og penger som et mer

flersidig næringsliv og med det en tiltagende pengeøkonomi førte med seg, gjorde at det i 1850-årene fant sted en ikke liten utvikling av landets bank- og pengevesen.

[---]

Når vi ovenfor har karakterisert norsk økonomi i 1860-årene som en økonomi som gled inn i smulere farvann, betyr ikke det at det ikke var noen økonomisk utvikling i dette tiåret. Det en har villet poengtere er at svingningene i virksomheten har vært relativt små fra år til år. Årsaken er først og fremst å søke i det stabile prisnivå.

[---]

1870-årene ble her i landet innledet med en sterk høykonjunktur, som varte til 1873/74 [...] Under høykonjunktoren i begynnelsen av 1870-årene var den samlede inngang av valuta så rikelig at Norge for første gang eksporterte kapital, [...] Under depresjonen fra 1874 til 1879 ble overskuddet på betalingsbalansen avløst av underskudd.

[---]

I tidsrommet 1880-1889 var underskuddet på vår handelsbalanse 414 mill. kroner og innseilte frakter fratrukket utgifter i utlandet 503 mill. kroner. Det ble med andre ord et overskudd på disse poster i løpet av de 10 årene på 89 mill. kroner.

[---]

Vi var ved inngangen til det tidsavsnitt en nå skal behandle - perioden 1890-1913 - gått over til gullstandard, vi hadde fått en ny myntenhet, den samme som i Danmark og Sverige, og vi hadde sluttet oss til Den skandinaviske myntunion. Med loven av 1892 om Norges Bank var grunnen lagt for en mer elastisk pengepolitikk. Vi hadde i denne tiden underskudd på vår betalingsbalanse hvert år i motsetning til 1880-årenes overskudd. Det ble fra 1890 til 1913 opptatt store utenlandske lån av den norske stat, av kommunene og av private.

Perioden 1914 - 1918

5. august 1914 ble Norges Banks gullinnløsningsplikt midlertidig opphevet og kronkursen gjort flytende. 8 mars 1916 ble gullinnløsningen gjeninnført, men kronen fortsatte å flyte.

I løpet av første verdenskrig styrket den norske krone seg overfor pund, mark, franc og dollar, og

² Engelsk sjøfartslov som bestemte at handelen med engelske kolonier samt engelsk kystfart skulle forbeholdes engelske skip.

disse valutaene var i 1918 henholdsvis 16%, 36%, 20% og 14% billigere å kjøpe regnet i norske kroner enn i 1914. Vis a vis svenske kroner svekket norske kroner seg, og i 1918 var svenske kroner 7,5% dyrere enn i 1914.

Når den norske kronen generelt sett styrket seg i løpet av første verdenskrig, må det blant annet ses i lys av at Norge i løpet av årene 1914 - 1918 hadde et akkumulert overskudd på vare- og tjenestebalansen som svarte til 3,3% av bruttonasjonalproduktet. Følgende sitat fra jubileumsboken kan bidra til å kaste lys over de økonomiske forhold den gang:

Skillet var den første verdenskrig, [...] På det pengemessige og økonomiske felt utviklet forholdene seg raskt. Så å si over natt begynte de søyler landets pengepolitikk hadde hvilt på i mer enn 50 år, å slå sprekker, og da Norges Bank allerede 5. august 1914 stanset enhver innveksling av sedler med gull, betydde dette et radikalt brudd med den seddelpolitikk som hadde vært ført helt siden 1842.

I 1916 gikk vi inn i det år som betegner høydepunktet i norsk økonomisk virksomhet og produksjon under den første verdenskrig. Flåten seilte til ennå høyere frakter enn i 1915, og tyskerne sine fiskeoppkjøp fortsatte. I februar begynte også engelskmennene å kjøpe fisk, og konkurransen gjorde at fiskeprisene på første hånd steg og i 1916 lå tre til fire ganger høyere enn året før. Følgen var at overskuddet på betalingsbalansen langt overgikk de overskudd vi hadde hatt tidligere og at inngangen av valuta fortsatte å øke.

Perioden 1918 - 1924

Inflasjon og stor vareimport etter krigen førte til at kronen falt til under pari i mai 1919. Gullinnløsningen ble opphevet igjen i mars 1920, og kronen gjort flytende.

Kurstabellen viser at det i løpet av de første etterkrigsår fant sted en generell svekkelse av den norske kronen når vi ser bort fra mark - som på grunn av hyperinflasjon var falt sterkt, med den følge at pengesystemet i Tyskland ble sanert i 1923 - og franc, som i 1924 var blitt 36% billigere enn i 1918. Også svekkelsen av francen må ses i sammenheng med sterk inflasjon. Fra 1918 til

1924 hadde levekostnadsindeksen i Frankrike steget med 86%, mens den i samme periode hadde sunket med 6% i Norge. De øvrige valutaer, dvs. pund, svenske kroner og dollar var i 1924 henholdsvis 103%, 77% og 120% dyrere enn i 1918.

Den 13. februar 1920 oppnevnte Regjeringen et valutaråd. Gjennom sirkulærer henstilte Valutarådet den offentlige sektor og bankene om å være nøkterne og begrense sine utgifter. Valutarådets synspunkter fikk tilslutning av Norges Bank, som 8. juli 1920 rettet følgende henvendelse til den norske allmennhet:

«Alvorlige tider forestaar vort land i økonomisk henseende. Handelsbalancen og dermed betalingsbalancen likeoverfor utlandet er høist ugunstig, vor indførsel overstiger betydelig vor utførsel. Fragterne som tidligere i væsentlig grad skaffet dækning for de indførte varer og betydelige inntægter for statskassen, er sterkt nedadgående, [...]»

I løpet av årene 1919 - 1924 hadde Norge et akkumulert underskudd på vare- og tjenestebalansen som svarte til hele 8,8% av bruttonasjonalproduktet.

Perioden 1924 - 1930

Kronen styrket seg igjen i denne perioden overfor samtlige valutaer. I 1930 var således pund, mark, svenske kroner, franc og dollar henholdsvis 43%, 34%, 47% 61% og 48% billigere enn i 1924 (for mark i forhold til 1925). Prisutviklingen i denne perioden var som følger:

England	- 10%
Tyskland	+ 16%
Sverige	- 6%
Frankrike	+ 55%
Norge	- 33%

Den spesielle utviklingen i Norge - med en prisnedgang på hele 33% - må ses i sammenheng med paripolitikken. Fra jubileumsboken har vi sakset følgende:

Tidsrommet 1921 - 1928 er blitt kalt paripolitikens år, for i løpet av denne tiden ble den norske krone gullfestet til den gamle paritet. Det tok altså 8 år før vi nådde det mål som

allerede tydelig var kommet til uttrykk i 1920 og begynnelsen av 1921, først og fremst fra Norges Bank. Vi fulgte den samme linje som var den almene dengang: Gullfesting av pengene for å oppnå stabile valutakurser.

1. mai 1928 ble kronen gullfestet til pari kurs og gullinnløsningsplikten ble gjeninnført. I oktober 1929 brøt New York-børsen sammen. Jubileumsboken sier følgende om de økonomiske forhold i forkant av dette krakket:

Den økonomiske framgang, som satte inn hos oss i 1928 etter at vår krone var gullfestet, fortsatte i 1929, og vi mente å gå en tid i møte da resultatet av vår økonomi berodde på vår produksjon, vårt omkostningsnivå og på etterspørselen etter våre varer og tjenester innenlands som utenlands, uavhengig av de usikre prisforhold som var en følge av svingende valutakurser. De land vi sto i livligst handelsforbindelse med, hadde også økonomisk framgang i 1929.

Vi fikk her i landet i 1929 ikke føle noen virkning av sammenbruddet på børsen i New York i slutten av oktober. Vårt prisenivå lå bare ubetydelig lavere i 1929 enn i 1928 og sank ikke nevneverdig i de siste månedene av året, i motsetning til prisene i De forente stater og i mange europeiske land.

Perioden 1930 - 1935

27. september 1931 ble gullstandarden opphevet og kronen gjort flytende som følge av at Storbritannia hadde gjort det samme en uke tidligere. Man var innstilt på å hindre skadelige svingninger i kronekursen, men visste ikke hva kursen skulle stabiliseres mot. I juni 1933 ble kronekursen gjort fast mot pund (19,90), men dette innebar ikke gulltilknytning, idet pundet jo også hadde forlatt gullstandarden.

Kronen svekket seg i løpet av perioden overfor alle valutaene. Pund, mark, svenske kroner, franc og dollar var således i 1935 henholdsvis 10%, 84%, 2%, 84% og 9% dyrere enn i 1930. Om forholdene i denne perioden sies det i jubileumsboken:

Som rimelig kan være kom verdenskrisen i 1930-årene til å ramme Norges økonomi

sterkt, avhengig som den er av det som skjer ute på det økonomiske område. Depresjonen her hjemme fulgte det internasjonale mønster, satte inn i 1930, økte til og med 1932.

Perioden 1935 - 1950

29. august 1939 ble det etablert fast kurs mot dollar. Dollaren var på dette tidspunktet knyttet til gull, slik at Norge i praksis gikk over til gullvalutastandard. Norges Bank var under andre verdenskrig etablert i London, og holdt kursen på den såkalte London-kronen fast på en pundkurs lik 17,70. Gull og andre internasjonale fordringer var under kontroll av Norges Bank i London.

15. september 1946 gikk Norge inn i Bretton Woods-avtalens fastkurssamarbeid. Pariverdien mot gull tilsvarte en pundkurs på 20,00 kroner. Den 18. september 1949 fulgte kronen pundet og ble devaluert med 30,5 % mot dollar, der ny sentralverdi mot dollar ble 7,14 kroner. Devalueringen av pundet utløste en rekke devalueringer av europeiske valutaer.

Valutakurstabellen viser stabil verdi overfor pund, bortsett fra krigsårene, da kronen hadde en sterk periode som vel må ses i sammenheng med valutainntektene fra handelsflåten. I 1950 var pund, mark, svenske kroner og dollar henholdsvis 1%, 4%, 34% og 75% dyrere enn i 1935, mens franc var 92% billigere. Kursen på 100 franc var nå kommet ned i 2,05 kroner. I 1950 var prisenivået i Frankrike hele 27 ganger høyere enn i 1935.

Perioden 1950 - 1968

Fram til pundets devaluering i 1967 var pundkursene svært så stabile. 18 november 1967 ble pundet devaluert, men Norge fastholdt pariverdien mot dollar (og dermed gull). Devalueringen bidro til at pundkursen sank fra 19,98 i 1967 til 17,11 kroner i 1968. Vis a vis mark svekket kronen seg noe stort sett i hele perioden. I 1967 var marken vel 5% dyrere enn i 1950. Overfor svenske kroner og dollar var det ubetydelige svingninger i kursene. Francen svekket seg ytterligere fram til 1959, da kursen var kommet ned i 1,46 kroner. I 1960 ble to nuller sløffet i francen, slik at kursen fra 1959 til 1960 «teknisk sett» fikk et brudd og steg fra 1,46 til 145,77 kroner. Videre fram til 1968 var det ubetydelige endringer.

Perioden 1968 - 1986

15. august 1971 suspenderte USA sin gullinnveksling - som riktignok bare gjaldt overfor andre sentralbanker - og Norges Banks forpliktelse til å kjøpe dollar ble opphevet inntil videre. Med dette var Bretton Woods-avtalens fastkurssarbeid brutt sammen og kronen gjort flytende.

21. desember 1971 avtalte IMF-landene å gjenopprette fastkurssamarbeid (Smithsonian-avtalen) med nye pariteter og med svingningsmarginer på 2,25%. Kronen ble devaluert med 1% i forhold til gull. Norge sluttet seg 23. mai 1972 til det europeiske «slangesamarbeidet». Slangesamarbeidet begrenset svingningene mellom de europeiske valutaene til halvparten av marginene i Smithsonian-avtalen, og denne kombinasjonen ble betegnet som «slangen i tunnelen».

12. mars 1973 brøt Smithsonian-avtalen sammen. Slangesamarbeidet i Europa ble videreført, med norsk deltakelse. Kronen revalueres i november 1973 med 5% innenfor slangen i den hensikt å dempe prisstigningen. Justeringen skjedde etter en periode med sterkt kjøpepress på kronen.

I de etterfølgende år fant følgende justeringer sted:

18. oktober 1976

Kronen devalueres med 1% innenfor slangen.

4. april 1977

Kronen devalueres med 3% innenfor slangen.

29. august 1977

Kronen devalueres med 5% innenfor slangen.

13. februar 1978

Kronen devalueres med 8% innenfor slangen.

16. oktober 1978

Norge følger ikke med revaluering av andre slange-valutaer.

12. desember 1978

Norge forlater slangesamarbeidet og kurvordningen etableres. Svingningsmarginer i forhold til sentralkursen offentliggjøres ikke.

2. august 1982

Vektene i kronens kursindeks endres,

noe som innebar en nedjustering av kronen på om lag 3,5%.

6. september 1982

Kronen devalueres med 3% ved en justering av basiskursene.

2. juli 1984

Overgang fra aritmetisk til geometrisk gjennomsnittsberegning for kursindeksen. Dette innebar en nedjustering av kronen på om lag 2%.

22. september 1984

Vedtak om - inntil videre - å holde kursindeksen om lag 2 pp høyere enn sentralverdien, dvs. 2% svakere krone.

9. august 1985

Svingningsmarginer på 2,25% rundt sentralverdien offentliggjøres. Kronen holdes fortsatt 2% svakere.

11. mai 1986 ble sentralverdien for kursindeksen endret fra 100 til 112. I forhold til nivået i 1985 innebar dette en nedskrivning på 9,2%. Justeringen ble foretatt på grunn av et sterkt omslag i norsk utenriksøkonomi, dels som følge av lavere oljepris og dels på grunn av sterk vekst i innenlandsk etterspørsel og tap av kostnadsmessig konkurransevne.

Kurstabellen foran viser at selv etter devalueringen av pundet i 1967 fortsatte pundet å svekke seg. Mens kursen i 1968 var 17,11 kroner hadde den sunket til 9,32 kroner i 1977, dvs. at pundet hadde blitt 46% billigere. I de etterfølgende år fram til og med 1986 svingte pundkursene mellom 10,08 og 11,61 kroner. Devalueringen av den norske kronen i mai 1986 førte ikke til nevneverdige endringer i pundkursen. Overfor marken fortsatte kronen å svekke seg. I 1986 var marken 91% dyrere enn i 1968. Bare fra 1985 til 1986 ble den - blant annet som følge av devalueringen - fordyret med 17%. Den norske kronen styrket seg gjennomgående overfor svenske kroner fram til og med 1985, men ble noe svekket i 1986. I 1986 var svenske kroner 25% billigere enn i 1968. Vis a vis franc har kronen stort sett styrket seg i hele perioden bortsett fra 1986, da devalueringen virket inn. I 1986 var francen 26% billigere enn i 1968. Overfor dollar styrket kronen seg gjennomgående fram til og med 1980. Kursen var da 4,95 kroner, mot 7,15 kroner i 1968. I 1985 var kursen steget til hele 8,60 kroner, men sank til 7,40 kroner i 1986.

Perioden 1986 - 1996

22. oktober 1990 ble kronen bundet til ECU ut fra ønske om å knytte kronen sterkere opp mot det europeiske valutasamarbeidet (EMS). I desember 1992 ble kronen gjort flytende. Tidligere på høsten måtte britiske pund, italienske lire, finske mark og svenske kroner begynne å flyte etter langvarig og sterkt press. Presset mot kronen ble også til slutt så stort at den faste kronekursen ikke lenger kunne holdes.

I denne perioden var det små endringer i pundkursene. Kronen fortsatte gjennomgående å svekke seg overfor mark, som i 1996 var blitt 25% dyrere enn i 1986. Også overfor franc svekket kronen seg, slik at den i 1996 var 18% dyrere enn i 1986. Vis a vis svenske kroner og dollar styrket kronen seg, og disse valutaene var i 1996 henholdsvis 7% og 13% billigere enn i 1986.

Kildemateriale

Mikrofilmer i Norges Banks arkiv av kursprotokoller fra Oslo Børs. Disse noteringene er benyttet ved beregninger av pundkurser 1819 - 1913.

«STATISTISKA TABELLER 1668 - 1924» utarbeidet av Sveriges riksbank. Vi har her benyttet «*Växselkurser på Hamburg, London och Paris*» for perioden 1819 - 1913.

Publikasjonene «Historisk statistikk 1968» og «Historisk statistikk 1994» fra Statistisk sentralbyrå. For senere år har vi benyttet valutakurser som Byrået har publisert i «Statistisk månedshefte».

Vedlegg til Jan F. Qvigstads og Arent Skjævelands artikkel i festskrift til Hermod Skånland, skrevet av Ragna Alstadheim. Dette vedlegget har vært grunnlaget for omtalen av de justeringer av kursordningen for den norske kronen som har funnet sted.

Jubileumsboken «Norges Bank gjennom 150 år».

European Historical Statistics 1750 - 1970. B.R.Mitchell. Fra denne har vi hentet indekstall for de enkelte lands leviekostnader.

Statistikknotat nr. 4/1997, internt notat i Norges Bank.

NORGES BANKS NYE OPPGJØRSSYSTEM - NBO¹

Elisabeth Holvik, konsulent i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer, og Dag-Inge Flatraaker, ass. dir. i Bankavdelingen i Norges Bank.

Norges Bank er oppgjørsbank for betalingsoppgjøret mellom bankene og har ansvar for å fremme et effektivt og sikkert betalingssystem. For å redusere risikoen i betalingsoppgjørene i Norge vil Norges Bank innføre et nytt oppgjørssystem, NBO. I det nye oppgjørssystemet vil betalinger mellom bankene tas til oppgjør i Norges Bank løpende gjennom dagen. I dag skjer oppjøret ved dagens slutt. Gjennom dette systemet vil det daglig omsettes 100 - 200 milliarder kroner.

Det nye oppgjørssystemet vil innebære at bankene må styre likviditeten gjennom dagen. For særskilt prioriterte oppgjør må bankene dessuten håndlegge likviditet fra dagens start. Norges Bank vil lette bankenes likviditetsstyring ved å tilby lån gjennom dagen mot sikkerhet.

Innføringen av det nye oppgjørssystemet vil starte med en innføringsperiode, der vilkårene gradvis blir innført, slik at bankene får noe tid til å tilpasse seg.

Bakgrunn

Norges Bank har et overordnet ansvar for å sikre finansiell stabilitet og fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet. Betalingssystemene utgjør en viktig del av det finansielle systemets infrastruktur, og daglig tas mellom 100 og 200 milliarder kroner til oppgjør i Norges Bank. Oppstår det problemer i betalingssystemet, kan dette ha betydelige konsekvenser for stabiliteten i finansmarkedene.

Hvilke problemer som kan oppstå, ble tydelig da Norion Bank, en liten norsk forretningsbank, i 1989 ble insolvent og satt under offentlig administrasjon. Norges Bank valgte den gang å gjennomføre oppjøret, noe som førte til tap for Norges Bank. Etter dette gjorde Norges Bank det klart at endelig oppgjør i Norges Bank først skjer ved dagens slutt, og at Norges Bank ikke tar transaksjoner fra banker satt under offentlig administrasjon til oppgjør. Dette klargjorde bankenes ansvar og risiko.²

Etter dette satte både bankene og Norges Bank i verk tiltak for å redusere risikoen i de norske avregnings- og oppgjørssystemene. I 1993/94 etablerte bankene et nytt felles avregnings- og informasjonssystem. Det gav bedre oversikt og kontroll med oppgjørsposisjoner mellom bankene. Omtrent samtidig utviklet Norges Bank et system for å kontrollere at transaksjoner har dekning før de blir tatt til oppgjør. For å redusere ri-

sikoen i betalingssystemet ytterligere ble arbeidet med å innføre et realtids oppgjørssystem startet.

Våren 1996 ble Norges Bank og bankene enige om å etablere et felles system for å utveksle informasjon og transaksjoner. Arbeidet er organisert som et felles prosjekt og involverer et omfattende samarbeid mellom ulike institusjoner og fagmiljøer.

Risiko i betalingsformidlingen

Organiseringen av transaksjoner fra konto til konto i og mellom bankene er en viktig del av betalingssystemet, som igjen er et bindeledd i økonomisk og finansiell aktivitet i et moderne samfunn. En viktig forutsetning for et effektivt betalingssystem er at bankene og deres kunder har tillit til systemet. Ut fra effektivitetshensyn betales varer og tjenester i økende grad med giro og

¹ Se også Kjell Storviks foredrag «Utfordringer i betalingsformidlingen mot år 2000» i Penger og Kreditt 1996/4, Vidar Holms artikkel «Avregningsavtaler og risiko ved betalingsoppgjør» i nr. 1996/2 og Dag-Inge Flatraaker og Geir Bruflo's artikkel «Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel» i nr. 1997/2.

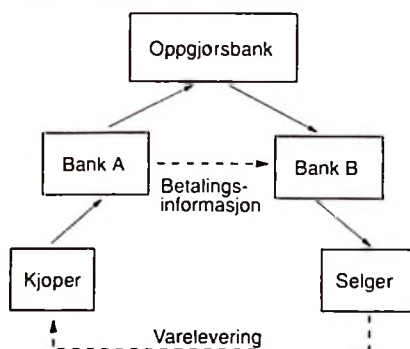
² For å redusere risiko ytterligere innførte Norges Bank i 1994 krav til delvis sikkerhet for lån over natten (D-lån). Kravet ble senere trappet opp til 100 prosent. Se ramme 4 for en beskrivelse av Norges Banks låneregime.

betalingskort³, det vil si ved overføringer av kunders innskuddsmidler i banker. Banker er formidlere av betalingene. Bankene har konto i en oppgjørsbank, og endelig oppgjør dem imel-

lom skjer ved overføringer mellom bankenes konti i oppgjørsbanken. Se ramme 1 for en beskrivelse av transaksjonsgangen ved betalingsformidling.

Ramme 1: Transaksjonsgangen ved betalingsformidling

Figuren viser transaksjonsgangen ved kjøp/salg av en vare. Pengetransaksjoner er illustrert med heltrukket pil, mens leveringen av varen er illustrert med stiplet linje. Levering av varen skjer direkte fra selger til kjøper, mens betalingen involverer kjøpers og selgers bank og bankenes oppgjørsbank. Oppgjørsbanken kan være sentralbanken eller en annen bank.



I dette eksemplet blir betalingsoppdraget fra kjøper sendt fra kjøpers bank via oppgjørsbank til selgers bank. Endelig oppgjør bankene imellom skjer ved kontoregulering i oppgjørsbanken. Oppgjørsbanken overfører penger fra kjøpers bank til selgers bank. Selgers bank godskrifter selgers konto og kjøpers bank belaster kjøpers konto. Kjøpers bank sender betalingsinstruksen til oppgjørsbanken og sender kopi av denne informasjonen til selgers bank. Skjer endelig oppgjør i oppgjørsbanken ved dagens slutt, er det vanlig at selgers bank, som en service overfor sin kunde, godskrifter konto før den selv har fått oppgjøret fra kjøpers bank. På denne måten skapes et fordringsforhold mellom kjøpers bank og selgers bank inntil oppgjøret er gjennomført. Går kjøpers bank konkurs i løpet av dagen, vil selgers bank lide tap.

For hver handel som gjøres opp ved flytting av kontopenger, kan det oppstå risiko for både kjøper, selger og deres banker. Banker lever av å yte kunder kreditt, og dermed påta seg risiko. Denne risikoen kan imidlertid kontrolleres ved kredittvurdering, og ved at det kreves sikkerhet for lån. Kredittvurdering mellom bankene fører til at bankene setter rammer for hvor mye de vil låne ut til andre banker. Men ved betalingsformidling vil transaksjoner bli generert av kunder, og banken kan derfor ikke selv velge motpart ved betalingsformidlingen. Dette gjør at det er vanskeligere for banker å styre risikoen ved betalingsformidling. Risiko knyttet til betalingsformidling kan deles inn i tre hovedtyper: kredittrisiko, likviditetsrisiko og systemrisiko.

³ Med betalingskort mener vi alle typer debetkort og kredittkort.

⁴ Hvor mye en faktisk taper, avhenger for eksempel av hvor mye en får fra konkursboet.

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at en handelsmotpart ikke oppfyller sine forpliktelser. Det kan skje hvis motpart går konkurs eller settes under offentlig administrasjon. Kredittrisiko kalles derfor også for motpartsrisiko. Den maksimale verdien man risikerer å tape er transaksjonens pålydende beløp (principal risk).⁴ Hvis kontrakten løper som forutsatt fram til forfall, vil det kunne skje mislighold i forbindelse med oppfyllelsen av kontrakten, det vil si i forbindelse med oppgjøret. Dersom partenes oppgjør etter kontrakten ikke skjer samtidig, vil den part som yter først, risikere at den annen part ikke leverer sin ytelse. Denne type kredittrisiko kalles for oppgjørskrisiko, siden den er direkte knyttet til oppgjør av kontrakten. Ved kjøp av en vare er vareleveringen en del av kontrakten og pengelevering den andre delen.

Likviditetsrisiko er risiko for at betaler ikke kan betale, helt eller delvis, på det tidspunktet

som er avtalt. Dersom forventet betaling fra en motpart ikke mottas på avtalt oppgjørstidspunkt, samtidig som en er forpliktet til å foreta utbetalinger til andre kontraktparter, kan det oppstå likviditetsproblemer. Sannsynligheten for at en slik situasjon skal oppstå, kombinert med kostnadene med å låne inn den nødvendige likviditet, kalles likviditetsrisiko.

I praksis vil det være vanskelig å skille mellom kreditt- og likviditetsrisiko fordi kreditt- og likviditetsrisiko også innebærer at mottaker blir påført likviditetsrisiko. Likviditetsrisiko kan også bli svært kostbart, siden mottaker blir presset til å skaffe likviditet raskt gjennom lån eller salg av aktiva.

For å sikre betalingssystemet må risikoen i systemet være kjent og forstått av deltakerne i systemet, og isoleres hos dem som er opphavet til risikoen. En synliggjøring av risiko vil gjøre aktørene bevisst sin egen eksponering og gi dem mulighet til å redusere den. Norges Banks mål er et betalingssystem som hindrer at kreditt- og likviditetsproblemer hos en bank smitter over på andre banker, noe som kan svekke finansinstitusjoner og true den finansielle stabiliteten. Faren for en slik smitteeffekt kalles for systemrisiko.

En mekanisme som kan skape systemrisiko, er at en bank med likviditetsproblemer får vansker med å gjøre opp for seg. Så snart motpartene blir klar over dette, vil de beskytte sine posisjoner, for eksempel ved å trekke tilbake kreditt inntil en har fått kredittvurdert banken med likviditetsproblemer på nytt. For å skaffe likviditet kan banken med likviditetsproblemer bli tvunget til å selge aktiva med tap, og dermed påføres banken tap som i verste fall kan lede til insolvens. Smitter bankens problemer over på flere andre banker, er det snakk om en systemkrise.

Banker er i utgangspunktet utsatt for alle de typer risiko som er beskrevet over.⁵ I tillegg godskriver ofte banker sine kunder før de selv får oppgjør fra avsendende bank gjennom oppgjøret i Norges Bank. Dette er en service overfor kunder og innebærer at banken er eksponert for kreditt- og likviditetsrisiko helt fram til endelig oppgjør klokken 1800. Gjennom formidling av betalingsoppdrag på vegne av sine kunder bygger bankene opp betydelige fordringsposisjoner mot hverandre, siden de ikke gjør opp seg imellom og godskriver sine kunder samtidig. Norges Bank garanterer ikke på forhånd oppgjøret ved dagens slutt. En slik garanti kunne føre til at bankene ikke tok tilstrekkelig hensyn til risiko og ville derigjennom

utsette betalingssystemet for uforholdsmessig høy risiko.

Ved å gå over til fortløpende oppgjør gjennom dagen vil banker risikofritt kunne godskrive kundenes konti umiddelbart, siden endelig oppgjør skjer samtidig. Dette er hovedbegrunnelsen for innføringen av NBO.

Oppgjørssystemer - ulike modeller

Det er to hovedtyper av oppgjør: brutto- og nettooppgjør. I et bruttooppgjør tas transaksjoner enkeltvis til oppgjør, mens i et nettooppgjør vil transaksjoner avregnes mot hverandre og kun nettobeløp tas til oppgjør. Fordelen med et nettooppgjørssystem er at det er kostnadseffektivt siden inn- og utbetalinger utligner hverandre gjennom dagen. Denne type oppgjør krever derfor lavere likviditetsreserver hos bankene og færre transaksjoner sammenlignet med et bruttooppgjørssystem. Ulempen er at bankene er risikoeksponert fra transaksjoner sendes og fram til endelig oppgjør.

I et bruttooppgjørssystem tas transaksjoner enkeltvis og fortløpende til oppgjør, noe som innebærer at bankene til enhver tid må ha dekning for sine betalinger. Dette er kostbart, siden det krever god likviditetsstyring og mer likviditetsreserver. Risikoen er imidlertid betydelig lavere enn i et nettooppgjørssystem. Dette gjelder særlig risikoen som følger når en aktørs manglende dekning i en nettoavregning fører til at avregningen ikke blir tatt til oppgjør.

Sentralbanker er særlig opptatt av å trygge betalingsoppgjør for store transaksjoner. Siden faren for systemrisiko øker med transaksjonenes størrelse, er bruttooppgjør det foretrukne oppgjørssystem for store transaksjoner. For mindre betalinger er ikke faren for systemeffekter så store, og en har derfor i stor grad valgt å tillate avregning av småbetalinger. De enkelte land kan enten ha to parallelle systemer, som i USA og Japan, eller et kombinert oppgjørssystem, som det vil bli i Norge.

De oppgjørssystemer for store transaksjoner som allerede er etablert, kan grovt sett deles inn langs tre dimensjoner: (1) hvem som driver systemet; sentralbanken eller private, (2) om det er et nettosystem eller et bruttosystem, og (3) hvil-

⁵ I tillegg er banker utsatt for andre typer risiko, som juridisk og operasjonell risiko.

ke kredittjenester oppgjørsbanken tilbyr deltakerne for å sikre tilstrekkelig likviditet gjennom dagen (intradag likviditet).

Eksempler på oppgjørssystemer for store transaksjoner er gitt i ramme 2. Et ytterpunkt er et bruttosystem hvor det ikke ytes intradag likviditet. I et slikt system må bankene hele tiden ha tilstrekkelig likviditet til gjennomføringen av betalingsoppgjørene. Det vil da kunne dannes et privat marked for intradag kreditt, som i Sveits. Et slikt system setter store krav til bankenes evne til å skaffe og omfordele likviditet til gjennomføring av oppgjørene slik at låste situasjoner (gridlock) unngås. Den andre ytterlighet er et bruttooppgjørssystem hvor oppgjørsbanken tilbyr ubegrenset intradag lån uten sikkerhet. I USA ble dette inntil nylig gjort i sentralbankens Fedwire-system. Usikret kreditt innebærer imidlertid en risiko for sentralbanken, og den amerikanske sentralbanken begynte derfor å ta betalt for intradaglån.

I et nettosystem avregnes transaksjonene mot hverandre, og avregningen gjøres opp en eller flere ganger pr. dag. Det amerikanske CHIPS-systemet er et privatdrevet nettosystem med kun ett oppgjør pr. dag. Det japanske BOJ-NET er

drevet av sentralbanken, og avregningsresultater gjøres opp fire ganger pr. dag. Et nettooppgjør kan trygges ved risikoreduserende tiltak. Dette kan skje ved at deltakerne stiller kollektive sikkerheter og at avregningsresultater gis rettslig bindende status også ved konkurs.⁶ I Norge har banknæringen motsatt seg å stille kollektive sikkerheter for gjennomføring av nettooppgjør. Det er derfor lagt opp til at den enkelte bank selv må stille dekning for sine posisjoner i nettooppgjørene fra dagens start, det vil si en båndlegging av likviditet på individuell basis. Multilaterale avregningsresultater antas heller ikke å ha rettsvern ved konkurs i Norge.⁷

Utviklingen internasjonalt er at det etableres bruttooppgjørssystemer for store transaksjoner, og at nettosystemer blir et supplement til disse.

6 I BIS-rapporten fra november 1990, Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries, kalt Lanfalussy-rapporten, listes det opp 10 minstekrav for å sikre et nettooppgjørssystem, herunder kollektiv sikkerhetsstillelse og rettslig sikring av avregningsresultater ved konkurs. Denne rapporten har satt standarden for sikkerhet i nettooppgjørssystemer.

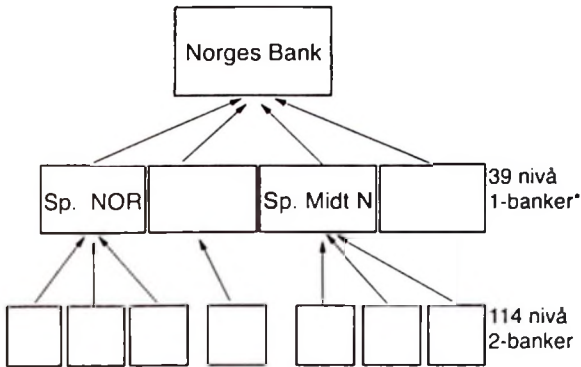
7 Banklovkommisjonen anbefaler at multilaterale avregningsresultater skal være rettslig bindende og foreslår en lov som vil sikre dette.

Ramme 2: Eksempler på betalingsystemer for store transaksjoner

	Swiss Interbank Clearing System (SIC)	Fedwire (USA)	BOJ-NET Designated-Time Net Settlement ⁸ (Japan)	Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) (USA)
Type system	Bruttosystem uten intradagkreditt	Bruttosystem med intradagkreditt	Sentralbankdrevet multilateralt nettosystem	Privat drevet multilateralt nettosystem.
Etablert	1987	1918	1988	1970
Eier	Sentralbanken	Sentralbanken	Sentralbanken	New York Clearing House
Oppgjørstidspunkt	kontinuerlig	kontinuerlig	9:00, 13:00, 15:00, 17:00	Ved dagens slutt, før 18:00
Antall deltakere	214	ca. 10.000	461 finansinstitusjoner	139 banker, herav 20 oppgjørsbanker
Endelig oppgjør	Når senders bank er debiter og mottakers bank kreditert.	Når betalingsordren er akseptert for behandling.	På tidspunkt angitt av senderinstitusjon	Klokken 18:00.
Hva skjer når betaler mangler dekning?	Betalingsordren køes til det er dekning. Betaler kan kansellere transaksjoner i kø. Kø ved dagens slutt kanselleres.	Saldo blir kontinuerlig overvåket og hvis overtrekk overstiger en forhåndsbestemt grense blir transaksjonen enten avvist eller lagt i kø.	Det ytes ikke intradag kreditt. Avregningen kan reverseres.	Oppgjøret er garantert ved en kollektiv sikkerhet, stilt av deltakerne.

⁸ BOJ-NET tilbyr også et brutto realtids oppgjørssystem som ligner det Sveitsiske SIC.

Figur 1: Oppgjørshierarkiet i Norge



* Oppgjørsbankene for nivå 2-bankene er Sparebanken NOR (100 banker), Sparebanken Midt-Norge (12 banker), DnB (1 bank) og Sparebanken Vest (1 bank).

Den kommende europeiske sentralbanken har bestemt at alle EU-medlemslandene skal ha bruttooppgjørssystemer for store transaksjoner, og at de nasjonale systemene skal kobles sammen i et felles bruttooppgjørssystem (kalt TARGET⁹). Felles for bruttooppgjørssystemene innen EU er at de yter intradag kreditt mot stille sikkerheter, noe som også er tilfellet med NBO. Det er enda ikke klart om Norge, som EØS-land, vil kunne få en form for tilknytning til TARGET. En tilknytning til TARGET vil gjøre betalinger til motparter i EU-land sikrere og mer effektive enn det som er mulig i dag.

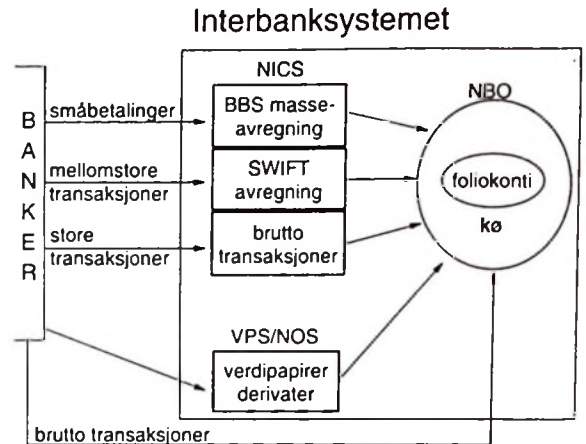
Hovedprinsipper ved NBO

Innføringen av NBO vil starte med en innføringsperiode, slik at bankene gradvis kan tilpasse seg det nye oppgjørssystemet. Her presenteres NBO slik det vil være etter at innføringsperioden er over.

Alle banker med konto i Norges Bank får tilgang til NBO.¹⁰ Dette innebærer tilgang til likviditetsinformasjon, oppgjør og intradagglån fra Norges Bank. Bankene kan velge om de vil ha

BBS	- Bankenes Betalingsentral
NBO	- Norges Banks Oppgjørssystem
NICS	- Norwegian Interbank Clearing System
NOS	- Norsk Opsjonssentral A/S
RTGS	- Real-Time Gross Settlement
SWIFT	- Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
VPS	- Verdipapirsentralen

Figur 2: Transaksjonsgangen fra banker som har oppgjørskonto i Norges Bank til NBO



oppgjør direkte i Norges Bank (nivå 1-banker), eller indirekte via en privat oppgjørsbank (nivå 2-banker). Det er for tiden 39 nivå 1-banker og 114 nivå 2-banker. Sparebanken NOR er i dag oppgjørsbank for flest nivå 2-banker, i alt 100 banker. Det norske oppgjørshierarkiet er illustrert i figur 1.

Ved innføring av NBO kan bankene gjøre opp både brutto- og nettotransaksjoner i Norges Bank løpende gjennom dagen. Transaksjonsgangen i NBO er illustrert i figur 2.

Avhengig av transaksjonstype sender bankene transaksjoner enten direkte til Norges Bank eller via NICS. NICS er bankenes felleseide avregnings- og likviditetsinformasjonssystem, som i dag opereres av BBS. I samarbeid med bankene har Norges Bank utviklet et system som forbinde NICS og NBO, kalt NICS/NBO-likviditetsoversikt. Via dette systemet får bankene realtids informasjon om saldo i Norges Bank.¹¹

Småbetalinger, som bl.a giro og minibanktransaksjoner, blir samlet opp i BBS. Transaksjonene avregnes mot hverandre og resultatet av avregningen oversendes Norges Bank for oppgjør to ganger daglig.

⁹ TARGET er et akronym for Trans-European Automated Real-Time Gross-settlement Express Transfer.

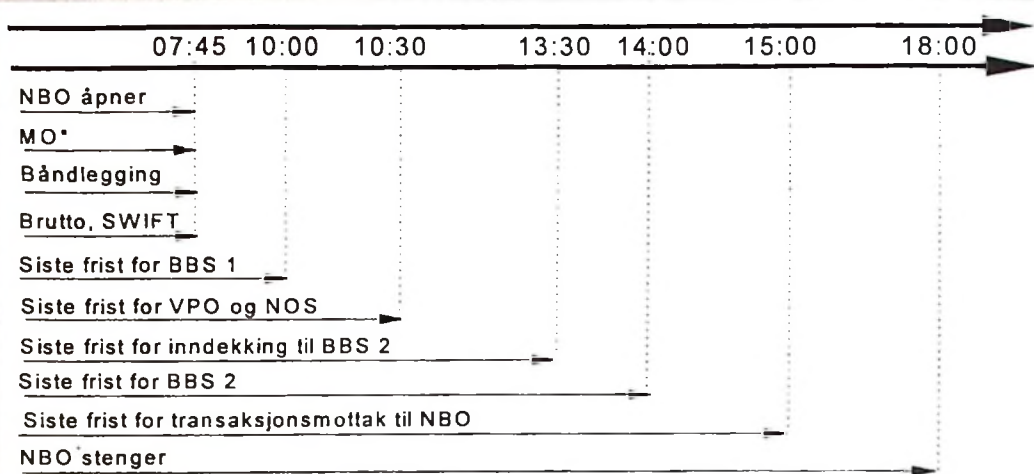
¹⁰ Dette gjelder også filialer av utenlandske banker etablert i Norge.

¹¹ Ved SWIFT-transaksjoner som sendes via NICS, utveksler bankene i dag meldinger direkte seg imellom med kopi til NICS. Ved transaksjonsutveksling direkte mellom bankene og Norges Bank får mottakende bank ikke tilgang til informasjon om kredittransaksjoner før disse er endelig gjort opp i Norges Bank.

Ramme 3: Hovedtrekk ved driftsdøgnet i NBO

Denne rammen beskriver driftsdøgnet slik det vil være etter en innføringsperiode. Drifts-

mønsteret vil bli gradvis innført i løpet av perioden.



*Markedsoperasjoner fra Norges Bank: Nye F-lån og valutatransaksjoner

NBO vil åpne klokken 0745. Det første som skjer, er at nye F-lån og Norges Banks valuta-transaksjoner med bankene posteres.¹⁶ Deretter båndlegges (reserveres) midler til nettoppgjørene på bakgrunn av bankenes forventede eksponering i BBS-masseavregningene, VPO og NOS-avregningene. Norges Bank reserverer denne likviditeten på bankenes konto ved oppgjørsdagens start. På denne måten har bankene og Norges Bank bedre kontroll med at det er dekning for avregningsresultatene når disse skal tas til oppgjør.

Så snart båndleggingen er oppfylt, tas BBS-masseavregning 1, VPS og NOS-avregningene til oppgjør. Siste frist for BBS-masseavregning 1 er satt til 1000, og for VPO og NOS er siste frist satt til 1030. Er det ikke båndlagt tilstrekkelig likviditet, vil Norges Bank yte lån ut over stilte sikkerheter for å få gjennomført disse oppgjørene (E-lån, se ramme 4). Det er gitt rammer for hvor mye E-lån bankene kan låne, og overskrides disse, vil avregningene bli avvist. Avvises et avregningsresultat, må det lages et nytt avregningsresultat som ligger innenfor de gitte rammene.

For BBS-masseavregningen er BBS pålagt å sørge for at bankenes debetposisjoner ikke overskrider det beløp som er båndlagt før avregningen oversendes Norges Bank for opp-

gjør. Dersom en banks avregningsposisjoner overskrider det båndlagte beløpet pluss en avviksmargin satt av Norges Bank, skal BBS foreta en ny masseavregning der den aktuelle bankens posisjoner er redusert, eller banken er tatt ut av avregningen.

Før bankene har reservert likviditet til de prioriterte oppgjørene, vil andre transaksjoner bli lagt i kø. Først etter at tilstrekkelig likviditet er båndlagt, vil bankene få utlevert bestilte kontanter, og deretter vil andre transaksjoner vil bli gjort opp fortløpende. Brutto-transaksjoner dekningskontrolleres og gjøres opp fortløpende gjennom dagen.

SWIFT-avregninger dekningskontrolleres og gjøres opp hver halvtime. På denne måten unngår en at større avregningsposisjoner bygger seg opp og blir liggende uoppgjort over lengre tid. Mangler en bank dekning for en SWIFT-avregning, blir den liggende i kø inntil en halv time. Greier ikke alle deltakerne i SWIFT-avregningen å dekke seg inn innen en halv time, vil Norges Bank avvise avregningen. SWIFT-avregningen kan da enten nøstes opp til bruttotransaksjoner eller tas med i neste avregning.

¹⁶ Andre pengepolitiske transaksjoner, som gjenkjøpsavtaler og F-innskudd, blir postert senere på dagen.

Mellomstore transaksjoner kan inngå i SWIFT-avregningen i NICS. Øvre grense for transaksjoner som kan inngå i SWIFT-avregningen, er foreløpig satt til 25 millioner kroner. Nettoposisjonene dekningskontrolleres og gjøres opp i Norges Bank hver halve time. Bankene kan imidlertid alltid velge å sende en hvilken som helst transaksjon brutto til Norges Bank. Dette er den største overgangen fra dagens system, hvor alle transaksjoner ble liggende i Norges Bank og gjort opp samlet ved dagens slutt.

Store transaksjoner, foreløpig satt til over 25 millioner kroner, skal sendes enkeltvis til Norges Bank, enten via NICS eller direkte. De store transaksjonene dekningskontrolleres og tas enkeltvis til oppgjør i Norges Bank.

I tillegg sendes verdipapirtransaksjoner og derivat-transaksjoner via VPS og NOS. I VPS og NOS avregnes transaksjonene mot hverandre. Avregningsresultatene oversendes Norges Bank en gang daglig for oppgjør.¹²

Hovedprinsippet er et alle transaksjoner dekningskontrolleres før de gjøres opp i Norges Bank. Er det dekning, skjer kontoreguleringen umiddelbart. Mangler banken dekning, vil transaksjonen legges i kø inntil banken har dekning. Norges Bank vil imidlertid av hensyn til en effektiv utøvelse av penge- og valutakurspolitikken ta pengepolitiske transaksjoner til oppgjør selv uten dekning, dvs. at slike transaksjoner uansett dekning bokføres på bankens konto.¹³

For å sikre gjennomføringen av BBS-masseoppgjøret, VPS-oppgjøret og NOS-oppgjørene skal bankene båndlegge likviditet fra dagens start for sine forventede posisjoner. Greier bankene ikke å dekke inn den nødvendige likviditet, vil Norges Bank innenfor fastsatte grenser yte ekstraordinære lån ut over stille sikkerheter gjennom dagen, såkalte E-lån. E-lån er en sikkerhetsventil for å sikre prioriterte oppgjør og vil bli gebyrlagt og fulgt opp med sanksjoner ved gjentatte trekk.

Mangler en bank dekning for bruttotransaksjoner, legges de i kø. Køen styres ut fra vanlig prioritetsprinsipp. Banker slipper å sende transaksjoner som mangler dekning på nytt. Transaksjonene blir liggende i kø til det er dekning, eller til de eventuelt blir kansellert av sender. For å ytterligere effektivisere oppgjørssystemet er det bygd inn en «vranglåsfunksjon» som automatisk beregner posisjonene i bankenes køer mot hverandre. Er det dekning for nettoposisjonen av flere transaksjoner i kø, tas disse samlet til oppgjør.¹⁴ Dette er med på å redusere likviditetsbehovet i NBO ytterligere. Ved dagens slutt vil transaksjoner som det ikke er dekning for, enten bli kansellert eller overført til neste dag.¹⁵

Utfordringer for bankene

Det nye oppgjørssystemet vil redusere bankenes oppgjørssisiko. Bankene må imidlertid styre likviditeten gjennom dagen, ettersom bankenes transaksjoner gjøres opp kontinuerlig gjennom dagen. Dette er en stor overgang fra dagens situasjon, hvor bankenes transaksjoner blir tatt til oppgjør ved dagens slutt. Bankene vil få betydelige svingninger i likviditetsbehovet gjennom dagen. I dagens system, med et samlet oppgjør, vil større debiteringer bli utlignet mot inngående betalingsstrømmer gjennom dagen. Bankenes likviditetsbehov gjennom dagen vil derfor bli større enn i dag. Dette vil kreve gode styrings-systemer. Informasjonssystemet NICS/NBO-likviditetsoversikt er i denne sammenheng viktig.

Bankenes kilde til likviditet er:

1. Sentralbanken
2. Innkommende transaksjoner
3. Interbankmarkedet

For å sikre effektiviteten i betalingssystemet vil Norges Bank yte banker intradaglån mot sikkerhet. Se ramme 4 for en beskrivelse av typer lån banker kan få i Norges Bank i forbindelse med NBO. Norges Bank har innrettet likviditetsstyringen slik at det skal være tilstrekkelig likviditet gjennom dagen. Tilførsel av likviditet vil derfor skje tidlig. Det kan likevel ikke utelukkes at det kan oppstå perioder med knapphet på likviditet i løpet av dagen. Et eksempel på dette er at staten tilfører likviditet sent på dagen, mens Norges Bank bruker instrumenter som virker tidlig på dagen når en ut fra pengepolitiske hensyn

¹² For en nærmere beskrivelse av verdipapiroppgjøret vises til artikkel i Penger og Kreditt nr 2/97.

¹³ De aktuelle pengepolitiske transaksjoner er forfall av F-lån, valutatransaksjoner og forfall av gjenkjøpsavtaler.

¹⁴ Bankene kan imidlertid selv endre på køen og/eller prioriteringsrekkefølgen gjennom dagen for bruttotransaksjoner.

¹⁵ Transaksjoner knyttet til emisjoner av statslån vil ikke bli postert dersom det mangler dekning ved dagens slutt. Både postering og utlevering av papirer blir utsatt til banken faktisk har dekning, selv om dette først skjer den påfølgende dag.

drar inn denne likviditeten. Norges Bank vil i en slik situasjon kunne vise fleksibilitet med hensyn til tidsfrister m.m.

Bankene kan redusere likviditetsbehovet ved å avtale når på dagen transaksjoner blir sendt. Dette vil bedre oversikten over tilgjengelig likviditet og redusere bankenes behov for unødvendig stor likviditetsreserve.

Hvorvidt det vil utvikles et privat marked for intradag-kreditt avhenger blant annet av bankenes kostnader ved å stille sikkerhet i sentralbanken. Det norske statsgjeldsmarkedet er begrenset, sammenlignet med en del andre land, og det er fortsatt ikke mulig å stille sikkerhet i form av pantsatte verdipapirer med rettsvern samme dag. Norges Bank har påpekt overfor Finansdepartementet at det er behov for en endring i verdipapirsentralloven slik at det kan stilles sikkerheter med umiddelbar rettsvirkning. Finansdepartementet har videre tolket banklovenes likviditetskrav slik at bankene kan benytte sikkerheter knyttet til reservekravet som sikkerhet for intradag-lån. Dette gjør det rimeligere for bankene å

stille nok sikkerhet for intradag-lån fra Norges Bank.

Videre utfordringer

Norges Bank vil vurdere om NBO bør videreutvikles slik at bankene kan sende transaksjoner direkte til oppgjør i Norges Bank uavhengig av NICS. Norges Bank vil arbeide for at også verdipapirer skal kunne gjøres opp enkeltvis og fortløpende.

Utviklingen internasjonalt går mot sammenknytning av betalingssystemene over landegrensene. Dette er også aktuelt for Norge. Dersom det åpnes for at Norge kan knytte seg opp mot EU-sentralbankenes felles oppgjørssystem, TARGET, vil dette innebære behov for videreutvikling av NBO til også å kunne håndtere oppgjør i euro. Slike sammenknytninger vil gjøre det mulig for norske banker å gjøre opp grensekryssende betalinger på en mer effektiv og sikker måte enn i dag.

Ramme 4: Norges Banks låneordninger knyttet til NBO

Kontinuerlig oppgjør gjennom dagen innebærer at bankene må styre likviditeten løpende gjennom dagen. For å lette tilgangen til intradag-likviditet vil Norges Bank tilby bankene intradag-lån mot sikkerhet. Norges Bank har derfor endret forskriften om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank (låneforskriften). Det er innført intradag-lån, det er gitt adgang til å stille utenlandske verdipapirer som sikkerhet for lån og utenlandske kredittinstitusjoners filialer i Norge har fått utvidet adgang til lån og innskudd. Bestemmelsene om intradag-lån trer i kraft når NBO settes i drift. De øvrige endringene trådte i kraft 1. juli 1997.

I låneforskriften er nå dagslån omdøpt til døgnlån, og delt opp i lån gjennom dagen (intradaglån) og lån over natten. Lån over natten er identisk med dagens D-lån. Lån gjennom dagen ytes mot sikkerhet, men rentebelastes ikke. Sikkerhetskravet er som for tidligere D-lån. For å sikre prioriterte oppgjør innføres det

også en ekstraordinær låneadgang ut over stilte sikkerheter, kalt E-lån. Prioriterte oppgjør er transaksjoner i rente- og valutakursstyringen, BBS-masseoppgjøret, VPS-oppgjøret og NOS-oppgjørene. E-lån er en sikkerhetsventil og vil bli gebyrlagt og fulgt opp med sanksjoner ved gjentatte trekk.

Låneordningene gjelder norske spare- og forretningsbanker og filialer av utenlandske kredittinstitusjoner etablert i Norge som driver virksomhet som er vanlig for norske banker.

D-lån gjennom dagen og over natten skal være innenfor stilte sikkerheter. Sikkerhetsstillelse skjer ved pantsettelse av godkjente verdipapirer i VPS og/eller ved F-innskudd i Norges Bank. D-lån gjennom natten skal i tillegg ligge innenfor en låneramme Norges Bank fastsetter ut fra pengepolitiske hensyn. Som verdipapirer regnes også eierandeler i verdipapirfond.

RISIKO OG KAPITALFORVALTNING I LIVSFORSIKRINGSSLESKAPENE¹

Harald Karlsen, seniorrådgiver, og Robin R. Nilsen, rådgiver, Avdeling for finansiell analyse og struktur i Norges Bank

Livselskapene har de ti siste årene hatt en betydelig sterkere vekst i forvaltningskapitalen enn bankene. Deres samlede forvaltningskapital var ved utgangen av 1996 på 256,4 milliarder kroner, hvorav hoveddelen er sparemidler selskapene forvalter på vegne av kundene. Livselskapenes størrelse innebærer at deres atferd kan ha stor betydning for funksjonsdyktigheten og stabiliteten i det finansielle systemet. Med en andel på omkring 25 prosent av samlet beholdning av norske obligasjoner og over 15 prosent av norske sertifikater, er livselskapene viktige aktører i det norske verdipapirmarkedet. Endringer i selskapenes investeringsstrategier, for eksempel som følge av endringer i livselskapenes rammebetingelser, kan således være av betydning for likviditeten og stabiliteten i dette markedet.

En av de viktigste problemstillingene innen livsforsikring er avveiningen mellom risiko og forventet avkastning. Det har fra ulike hold vært hevdet at regelverket medfører at selskapene plasserer en lavere andel av midlene i verdipapirer med relativt høy forventet avkastning enn det kundene ønsker. I artikkelen gjennomgås hovedtrekk i utviklingen i den del av regelverket som har stor betydning for selskapenes kapitalforvaltning. Videre ser en på selskapenes kapitalforvaltning i perioden 1985-96 og utviklingen i deres evne til å bære risiko på sine plasseringer. Til slutt gis det en kortfattet omtale av nye produkter og produkter som er under utredning.

Avkastning og risiko i livsforsikring

En av de viktigste problemstillingene innen livsforsikring er avveiningen mellom risiko og forventet avkastning. 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. Reglene om overskuddsdeling og garantert minsteavkastning er en viktig rammebetingelse som har avgjørende innvirkning på selskapenes kapitalforvaltning, og de leder til at en større andel av aktivaene blir plassert i papirer med lav risiko og lavere langsiktig forventet avkastning enn det forsikringskundene trolig ønsker.

I den løpende forvaltningen av porteføljen må ledelsen i selskapet foreta avveininger mellom en rekke typer risiko (se ramme), som bl.a. vil ha konsekvenser for porteføljestyringen. 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 papirer². Imidlertid er potensialet for kortsiktige kurssvingninger høyere. Videre er markedsverdien på papirer med lang rentebinding mer følsom for renteendringer enn ved kort rentebinding.

Plassering i verdipapirer med høy risiko, som aksjer og langsiktige obligasjoner, vil følgelig på lang sikt gi en høyere forventet avkastning. Det-

¹ Deler av denne artikkelen bygger på Arbeidsnotat fra Norges Bank 1997/3: «Livsforsikringsselskaper - Regulering og risiko» av Anita Nergård. Videre bygger deler av artikkelen på et internt arbeide av Marianne Sturød.

² Se for eksempel. Jens Petter Olsen. Penger og Kreditt 1997/2: «Hvor stor del av Statens petroleumsfond bør investeres i aksjer?».

Typer av risiko som forsikringsselskapene står overfor

Passivasiden: Forsikringsteknisk risiko

I livsforsikring er forsikringsteknisk risiko knyttet til dødelighet og uførhet. Dette er den komponenten som skiller forsikringsselskaper fra andre finansinstitusjoner. Selskapene benytter allment kjente tabeller for dødelighet og uførhet. På basis av antakelser om grunnlags-elementene (dødelighet, uførhet, grunnlagsrenten som fastsettes av myndighetene, og administrative kostnader) finnes nødvendig premie for en gitt fremtidig ytelse.

Aktivasiden: Finansiell risiko

Kreditrisiko

Kreditrisiko er risikoen for at en låntaker ikke kan eller vil betale tilbake et lån. Dette er den usystematiske risikoen knyttet til det å gi lån eller investere i obligasjoner. Tradisjonelt har utlån fra selskapene vært betryggende sikret innenfor 60 prosent av forsvarlig verditakst, men selskapene har i dag anledning til å gi lån ut over 60 prosent. Tapsrisikoen knyttet til utlån er trolig lav.

Aksjekursrisiko

Aksjekursrisiko oppstår som følge av bevegelser i aksjekurser, og kan splittes opp i en usystematisk og en systematisk del. Den usystematiske delen følger av kursendringer i enkeltaksjer, mens den systematiske delen følger av kursendringer grunnet bevegelser i hele markedet. Usystematisk risiko kan reduseres ved å holde en veldiversifisert aksjeportefølje, mens systematisk risiko ikke kan diversifiseres bort ved plasseringer i et enkelt marked. En kan anta at den usystematiske delen av aksjekursrisikoen er diversifisert bort i alle livselskapene.

Aktiva- og passivasiden: Balansestyling

Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er markedsrisiko knyttet til endringer i valutakursene. Selskapene har i liten grad forsikringsmessige forpliktelser i utenlandsk valuta. De plasserer derimot en andel av sin portefølje i utenlandske aksjer og obligasjoner. Disse plasseringene er for en stor del valutakurssikret. Valutakursrisiko er derfor neppe noen stor risikokomponent for selskapene.

Renterisiko

En finansinstitusjon utsettes for renterisiko når renteendringer ikke kan gjennomføres parallelt for renteinntekter og renteutgifter. Dette er en form for systematisk risiko.

På lang sikt er det viktigste for livselskapene å oppfylle kundenes avkastningsgaranti. Selskapenes faste rentekostnader er knyttet til denne garantien, som bestemmes av nivået på grunnlagsrenten. I teorien kan livselskapene redusere den langsiktige renterisikoen ved å plassere i papirer med samme rentebindingstid som forpliktelsene. I praksis er imidlertid dette vanskelig på grunn av begrensninger i obligasjonsmarkedet med hensyn til svært lange løpetider. Rentegarantien er imidlertid satt så lavt at det ikke burde være et problem å realisere tilstrekkelig avkastning på midlene på lang sikt.

På kort sikt er det en risiko for at selskapene kan få problemer med å oppfylle avkastningsgarantien i år med økning i det generelle rentenivået og tilhørende verdifall på rentebærende verdipapirer. Spesielt vil et selskaps portefølje av omløpsobligasjoner med lang gjenstående løpetid være utsatt for ikke ubetydelige kursendringer ved endringer i det generelle rentenivået. Dette vil fortløpende gi regnskapsmessige konsekvenser.

Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er risikoen for at selskapet ikke er i stand til å innfri sine forpliktelser etter hvert som de forfaller uten store tap ved realisering av aktiva, på grunn av illikvide markeder. Likviditeten i markedet, det vil si muligheten til å omsette store kvanta uten å endre prisen, er avgjørende. Likviditetsrisiko knyttet til erstatningsutbetalinger er begrenset. Forsikringstakernes død eller uførhet antas å være uavhengige hendelser, som vil ha en jevn fordeling grunnet det store antallet forsikringstakere. Dette modifieres noe av at anerkjennelsen av nye former for uførhet kan medføre en viss økning i antall uføre i løpet av et kort tidsrom. Likviditetsrisiko i forbindelse med gjenkjøp har vært begrenset, mens lovens bestemmelser om innføring av flytterett har medført en viss økt likviditetsrisiko. Foreløpig later det imidlertid til at likviditetsrisikoen som følge av flytting er begrenset.

te vil være til fordel for kundene ved at det gir lavere premier (alternativt høyere forsikringsytelser). Likviditetsrisiko vil imidlertid gjøre det nødvendig å ha en viss andel av midlene plassert i kortsiktige papirer med høy likviditetsgrad, noe som isolert sett reduserer forventet avkastning.

Når rentene stiger, vil papirer med lang rentebinding kunne falle betydelig i verdi. Det samme gjelder i aksjeverdien ved et fall i aksjekursene. Dersom papirene er ført som omløpsmidler, skal verdifallet resultatføres umiddelbart. Dette kan bety at selskapene får problemer med å oppfylle kundenes avkastningsgaranti i et år der 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». Bufferkapitalen kan kort defineres som de fond og avsetninger m.v. som kan absorbere verdifall i aktiva før den bokførte egenkapitalen angripes. Bufferkapitalens størrelse vil følgelig ha stor betydning for selskapenes plasseringsstrategi i verdipapirmarkedene.

På 90-tallet har livselskapenes bufferkapital vist store svingninger. Dette har i stor grad vært et resultat av omlegginger i regelverket. Disse endringene er omtalt i neste kapittel.

Utviklingen i regelverket fra 1911 til i dag

Forsikringsloven av 1911

Fra begynnelsen av dette århundret og fram til midt på 1980-tallet samarbeidet livselskapene om premietariffene. De samarbeidet også om prinsippene for overskuddstildeling til kundene. Hver kontrakt ble i utgangspunktet garantert en gitt avkastning pr år. Dersom faktisk avkastning var høyere enn den lovede, ble overskuddet tillagt bonusfondet. Bonusfondet tilhørte kundene, men da det ikke var tildelt den enkelte kunde med endelig virkning, utgjorde det en del av selskapenes bufferkapital. Bufferkapitalen som selskapene kunne trekke på i dårlige år, utgjorde en forholdsvis stor andel av selskapenes balanse.

I tillegg til den garanterte ytelsen, var det vanlig at selskapene gav den enkelte kunde bonus i form av tilleggsytelser. Dette ble vanligvis gjort dersom avkastningen på forvaltede midler hadde vært god i en periode. Tilleggsytelsene ble dek-

ket over bonusfondet og krigs- og katastrofefondet og påvirket derfor ikke selskapenes egenkapital, som var svært lav. Myndighetene så til at den enkelte kontrakt fikk tildelt en andel av overskuddet avhengig av kontraktens bidrag til det samlede overskuddet og at tildelingen ikke truet selskapenes soliditet. Det var betydelig fleksibilitet med hensyn til hvor stor andel av overskuddet som skulle tilføres kundene. I praksis ble den alt vesentlige del av overskuddet tilført dem.

Lov om forsikringsvirksomhet av 10. juni 1988

I 1988 fant det sted en gjennomgripende omlegging av regelverket for forsikringsselskapene i Norge. Dette hadde sin bakgrunn i økt oppmerksomhet omkring livselskapenes kapitalavkastning og at myndighetenes syn på forsikring endret seg på 1980-tallet. Man erkjente at den fram til da svært svake konkurransen, ikke var i kundenes interesse, selv om den sikret selskapenes soliditet.

De viktigste endringene ved det nye regelverket var at den store bufferkapitalen selskapene hadde bygd opp gjennom bonusfondet og krigs- og katastrofefondet, ble oppløst og fordelt til den enkelte kontrakt med endelig virkning. Det ble videre innført flytterett, dvs. rett til å overføre forsikringskontrakten med alle oppsparte midler til et annet livselskap. I tillegg ble det innført regler om at en viss andel av overskuddet, inklusive urealiserte kursgevinster på verdipapirer, årlig skulle tildeles den enkelte kunde med endelig virkning.

Den nye loven tok sikte på å øke konkurransen i markedet. Flytteretten skulle sikre kundene mulighet til å bytte selskap, og oppløsningen av bonusfondet og krigs- og katastrofefondet skulle gjøre det lettere for den enkelte kunde både å flytte og å følge med på avkastningen på forsikringen. Disse endringene innebar økt risiko for selskapene. For å motvirke dette ble det samtidig innført minstekrav til egenkapitalen.

Regelendringene medførte en betydelig økning i eiernes tapssannsynlighet og tapspotensiale, samtidig som selskapene fortsatt hadde plikt til å fordele overskudd til forsikringskundene. Virkningen av dette var svakere incentiver for eierne til å investere i papirer med stor kursrisiko og høyere forventet langsiktig avkastning. Dette skyldes at papirer som over tid forventes å gi

høyest avkastning (aksjer og obligasjoner med lang resterende løpetid), på kort sikt kan ha store verdisvingninger. Årlig overskuddsdeling kombinert med minimumskrav til avkastning på forsikringstakernes penger, bidrog således til økt sårbarhet overfor kurssvingninger i markedet.

Forsikringsnæringen tok på et tidlig tidspunkt opp denne problemstillingen. Det ble pekt på at den lave andelen plasseringer i papirer med høy forventet avkastning, som aksjer, medførte høyere totale premieinnbetalinger for kundene og gav et samfunnsøkonomisk effektivitetstap.

Justeringer i regelverket etter 1988

Da rentenivået falt i 1993, kom svakhetene ved det nye regelverket klart til syne. Høsten 1993 ble det gjennomført regelendringer for å bøte på problemene. Det ble innført en ordning med skattefrie tilleggsavsetninger for selskapene, og det ble bestemt at urealiserte kursgevinster bare skulle tildeles forsikringstakerne med endelig virkning ved flytting, gjenkjøp og utbetaling. De skattefrie tilleggsavsetningene tilhører kundene på linje med forsikringsfondet for øvrig, men tildeles ikke kundene med endelig virkning for det enkelte år. Avsetningen kan dermed benyttes til å dekke garantert avkastning i år der selskapenes

faktiske avkastning blir lavere enn garantert avkastning. Dette setter selskapene bedre i stand til å møte svingninger i avkastningen fra år til annet uten at egenkapitalen trues.

Innføringen av tilleggsavsetninger ble positivt mottatt av forsikringsnæringen. Man mente at det ville bedre selskapenes evne til å foreta mer langsiktige plasseringer. Næringen mente imidlertid at det var behov for ytterligere tiltak, og det ble blant annet foreslått tiltak som skulle stimulere til en raskere oppbygging av tilleggsreserver. De siste par år har imidlertid kritikken mot regelverket på dette punktet dempet seg noe. Dette har trolig sammenheng med at selskapene de siste årene har hatt en markert vekst både i tilleggsavsetninger og i den samlede bufferkapital.

En viktig del av livselskapenes regelverk er forskriften om kapitalforvaltning. Hovedtrekkene i denne er gjengitt i egen ramme.

Utviklingen i bufferkapitalen

Som nevnt foran, har det i lang tid vært hevdet fra forsikringsnæringen at det nye regelverket som ble innført fra 1988, har gjort det vanskelig for dem å plassere en stor nok del av verdipapirbeholdningen langsiktig, dvs. i papirer med høy forventet avkastning og relativt sett stor kursrisi-

Regler for livselskapenes kapitalforvaltning

Livselskapenes kapitalforvaltning er regulert av lov om forsikringsvirksomhet § 7-4 med tilhørende forskrift, samt i finansinstitusjonsloven § 2-10, om høyeste engasjement med en enkelt kunde.

I forskrift om kapitalforvaltning § 5 stilles følgende *generelle* krav til kapitalforvaltningen:

«Forsikringsselskapet skal påse at eiendelene er sammensatt slik at de i forhold til arten av selskapets forsikringsforpliktelser, forvaltes under hensyn til sikkerhet, risikospredning, avkastning og likviditet. Forsikringsselskapet skal sørge for en tilstrekkelig variasjon og spredning i plasseringene. Et livsforsikringsselskap skal særlig ivareta hensynet til sikkerhet for dekning av langsiktige forsikringsforpliktelser.»

De generelle kravene til kapitalforvaltning skal følges, gitt visse begrensninger i selskapenes plasseringsadgang. Av de aktiva som skal

dekke selskapenes forsikringsmessige avsetninger, kan maksimalt 20 prosent plasseres i aksjer og maksimalt 30 prosent i lån som ikke er utstedt eller garantert av stat, kommune, finans- eller kredittinstitusjoner. Eventuelle investeringer i annen eiendom enn vanlig omsettelige bolig- og forretningseiendommer, samt spesielle omsettelige verdipapirer, skal inngå i de ovennevnte 30 prosent av selskapets forsikringsmessige avsetninger.

I 1997 ble det innført nye bestemmelser om organisering av valutavirksomhet og maksimale valutaposisjoner. Livselskapenes plasseringer i utenlandsk valuta skal være i samsvar med disse bestemmelsene. I forskrift for kapitalforvaltning § 13 heter det «..Et forsikringsselskaps netto finansielle tilgodehavende i en valuta skal til enhver tid minst motsvare 80 prosent av forsikringstekniske avsetninger i samme valuta.....Et forsikringsselskap kan ikke ha negative netto finansielle tilgodehavende i en valuta.»

ko. Dette har i hovedsak sammenheng med at selskapenes bufferkapital ble betydelig redusert samtidig som det ble innført årlig overskuddsdeling. Fra 1993 ble det som nevnt innført en ordning med skattefrie tilleggsavsetninger. Hensikten var å gjøre det lettere for selskapene å bygge opp bufferkapital slik at de kunne tåle en større risiko i kapitalforvaltningen.

Tilleggsavsetningene tilhører kundene på linje med forsikringsfondet for øvrig. Forskjellen består i at tilleggsavsetningene ikke tildeles kundene med *endelig* virkning for det enkelte år. Avsetningen kan dermed benyttes til å dekke garantert avkastning i år der selskapenes faktiske avkastning blir lavere enn garantert avkastning. Dette setter selskapene bedre i stand til å møte svingninger i avkastningen uten at egenkapitalen trues. Forsikringskundene vil få utbetalt sin andel av tilleggsavsetningen ved utbetaling av forsikringsytelser og ved gjenkjøp og flytting av forsikringen.

Tabell 1 viser utviklingen i livselskapenes bufferkapital siden 1992. I bufferkapitalbegrepet har en inkludert kjernekapital ut over 8 prosent av beregningsgrunnlaget.

Tabell 1. Livselskapenes bufferkapital 1992-96 (milliarder kroner)

	1992	1993	1994	1995	1996
Tilleggsavsetninger	0,0	5,8	6,0	8,3	10,3
Kursreserver	0,0	7,9	1,5	4,8	9,0
Kjernekapital ut over 8%	0,0	0,0	0,5	0,6	1,5
Sikkerhetsfond over minstekrav	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5
SUM	0,2	14,2	8,5	14,1	21,3

Kilde: Kredittilsynet

Tabellen viser at bufferkapitalen har økt betydelig siden 1992 og utgjorde 21,3 milliarder kroner ved utgangen av 1996. Dette innebærer at selskapene kan tåle et verdifall på handelsporteføljen i denne størrelsesorden før kjernekapitaldekningen kommer under 8 prosent. I gjennomsnitt (veid) utgjorde bufferkapitalen 15,6 prosent av selskapenes beholdninger av aksjer og obligasjoner ved utgangen av 1996, mens laveste og høyeste nivå var 9,9 prosent og 20,7 prosent. Bufferkapitalen består dels av kundenes midler og dels av selskapets. Den er følgelig ikke et reelt uttrykk for hva selskapet kan tape uten at egenkapitalen angripes. Til tross for den sterke økningen i buf-

ferkapitalen de siste årene, er den fortsatt noe lavere enn før regelverket ble endret i 1988.

Slik reglene var i 1992, hadde livselskapene svært liten bufferkapital til å kunne møte et fall i verdien av aksjer og obligasjoner. Fordi det generelle rentenivået den gangen var mye høyere enn de cirka fire prosentene som selskapene garanterte ved salg av forsikringer, hadde livselskapene likevel nokså stor handlefrihet når det gjaldt å ta risiko ved å investere i aksjer og i langsiktige obligasjoner. Da rentenivået falt, ble imidlertid selskapene sårbare med det daværende regelverk, og uten regelendringene i 1993 ville det vært uforsvarlig å ta slik risiko.

Det er fra flere hold blitt stilt spørsmål ved om selskapenes plasseringsstrategi i dag er tilpasset kundenes preferanser. Det hevdes at når en tar kundenes lange investeringshorisont i betraktning, skulle man forvente en høyere andel plassert i papirer med høy forventet avkastning og høy kursrisiko enn hva tilfellet er i dag.

Det er mest interessant å se på selskapenes plasseringer i aksjer, fordi det er her en over tid kan regne med størst avkastning. Aksjebeholdningens andel av selskapenes forvaltningskapital har økt noe de to siste årene. Etter å ha ligget i området 8,0-10,4 prosent i perioden 1989-94, økte aksjeandelen til 11,1 prosent i 1995 og 13,3 prosent i 1996. I løpet av første halvår 1997 har det funnet sted en ytterligere økning i aksjeandelen. Dette tyder på at det nå skjer en systematisk økning i aksjeinvesteringene, om enn i et moderat tempo.

Kapitalforvaltning i livselskapene 1985-96

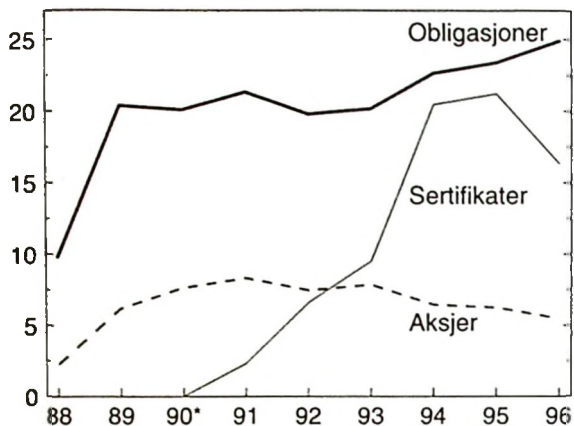
Aktivasammensetning

Målt etter forvaltningskapital er forsikringsnæringen (liv og skade) den nest største aktøren i finansiell sektor, mens banknæringen er størst. Mens forretnings- og sparebankene har hatt en vekst på omtrent 65 prosent (327 milliarder kroner) i perioden 1986-96, har forsikrings-selskapenes forvaltningskapital økt med 166 prosent eller 207 milliarder kroner. Norske livselskapers samlede forvaltningskapital har økt fra 79,7 mrd. kroner i 1985 til 256,4 mrd. kroner ved utgangen av 1996.

Livselskapene er en betydelig investor i det norske verdipapirmarkedet. Ved utgangen av 1996 eide selskapene en firedel av totalt utestå-

ende obligasjoner i norske kroner og en seksdel av utestående sertifikater, jf. figur 1. På samme tidspunkt var om lag 5 prosent av markedsverdien av aksjer (VPS-registrerte) utstedt av norske selskaper eid av livselskapene.

Figur 1. Livselskapenes eierandeler i det norske verdipapirmarkedet. Verdipapirer registrert i VPS, målt til markedsverdi. Prosentandeler

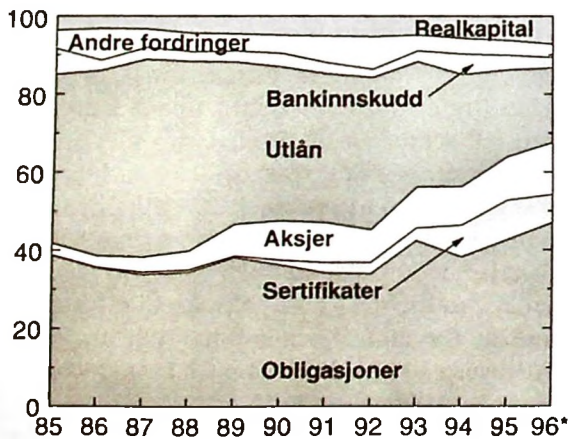


* Forskrift om pliktig registrering av sertifikater i VPS ble fastsatt i 1990.

Kilde: VPS, Norges Bank

Det er vanskelig å vurdere i hvor stor grad endringene i rammebetingelsene har påvirket livselskapenes investeringsstrategier. Sammensetningen av porteføljene vil avhenge av flere forhold, herunder endringer i markedsforholdene for de ulike finansobjektene.

Figur 2. Livselskapenes eiendeler etter finansobjekt 1985 - 96. Bokført verdi pr. 31.12. Prosentandeler



* Tall for 1996 er foreløpige

Kilde: SSB

Sammensetningen av forvaltningskapitalen har endret seg i perioden 1985-96. Som vist i figur 2 er selskapenes aktiva hovedsakelig fordelt på utlån til kunder og plasseringer i verdipapirmarkedet. Det viktigste utviklingstrekket i livselskapenes aktivasammensetning har vært en jevn økning i andelene både av aksjer og sertifikater på bekostning av utlån til kunder. Livselskapenes plasseringer er således i større grad enn før konsentrert om verdipapirmarkedet. Økt konkurranse har bidratt til pressede rentemarginer og lavere inntjening i utlånsmarkedet, mens verdipapirmarkedene er blitt mer attraktive for investorene etter at rentereguleringen ble opphevet på midten av 1980-tallet.

Andelen av livselskapenes aktiva som er plassert i obligasjoner, har vist en stigende tendens de siste 3-4 årene. Samlet for perioden 1985-96 har den økt med litt over 8 prosentpoeng og variert mellom 33,8 prosent (1987) og 47,0 prosent (1996). Dette kan betraktes som et resultat av to motvirkende effekter: Selskapenes plikt til å plassere en viss andel av forvaltningskapitalen i obligasjonsmarkedet ble avvirket i 1985 og burde isolert sett redusere beholdningen av obligasjoner, men opphevelsen av rentereguleringen har endret relative avkastninger slik at selskapene har valgt å opprettholde en stor obligasjonsbeholdning.

Sertifikater ble innført på det norske markedet i 1985, og livselskapene plasserte det året bare 0,1 prosent av sin forvaltningskapital i dette markedet. Fram til 1993 utgjorde plasseringer i sertifikater en liten andel av forvaltningskapitalen, men andelen er økt vesentlig de senere årene.

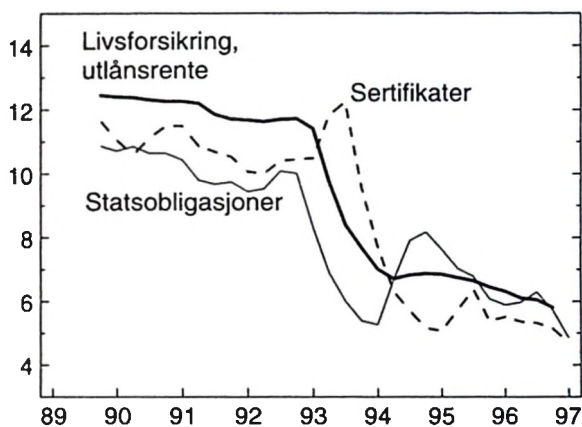
Livselskapene har i liten grad valgt å investere i aksjemarkedet, til tross for at det generelt er dette markedet som over tid forventes å gi høyest avkastning. Ved utgangen av 1985 plasserte livselskapene bare 2,9 prosent av forvaltningskapitalen i aksjer. Denne andelen økte imidlertid gradvis og var i 1990 kommet opp i 10,0 prosent. Etter å ha svingt noe de påfølgende år, har andelen, som nevnt foran, igjen steget de to siste årene, til 13,3 prosent ved utgangen av 1996 med en ytterligere økning i løpet av første halvår 1997. Enkelte selskaper begynner å nærme seg maksimalgrensen for aksjer på 20 prosent (som andel av forsikringsmessige avsetninger).

Økningen i aksjeandelen de siste årene må sees i sammenheng med den generelt positive

utviklingen i aksjemarkedene, og at selskapene etter hvert som bufferkapitalen er økt, har funnet det forsvarlig å øke risikoprofilen på sine porteføljer.

Renteutviklingen og forventninger om endringer i korte og lange renter i framtiden har stor betydning for selskapenes investeringsatferd. Den gunstige renteutviklingen i 1993, jf. figur 3, var en viktig faktor bak den betydelige økningen i aktiviteten i obligasjonsmarkedet. I løpet av 1993 økte livselskapenes obligasjonsbeholdning fra en andel på 34,0 til 42,4 prosent av samlet forvaltningskapital. Med en jevn rentenedgang kunne de fleste selskapene notere store kursgevinster det året.

Figur 3. Gjennomsnittlige renter. 4. kv. 1989 - 1. kv. 1997



I 1994 begynte rentene å stige igjen, og med store beholdninger av rentefølsomme obligasjoner opplevde flere livselskaper store kurstap. For å redusere kurstapet reposisjonerte de fleste selskapene sine verdipapirbeholdninger ved å redusere durasjonen³ på porteføljen av rentebærende papirer, hvilket blant annet innebar økte plasseringer i sertifikatmarkedet. Andelen av sertifikater økte fra 3,3 til 8,1 prosent, mens andelen av obligasjoner ble redusert fra 42,4 til 38,3 prosent i løpet av 1994. Den reduserte andelen av obligasjoner i porteføljen skyldes ikke bare salg fra selskapene, men kan også i stor grad tilskrives kursfall på obligasjonsbeholdningen.

I løpet av 1995 var det et markert fall i de lange rentene, og denne trenden fortsatte gjennom 1996, dog ikke i samme grad. Dette var nok avgjørende for at selskapene besluttet å plassere en større del av midlene i obligasjoner for å kunne realisere kursgevinster på disse. Andelen plas-

sert i obligasjoner økte med ca. 9 prosentpoeng i de to siste årene.

Flere av selskapene har for øvrig omdefinert en del av sine obligasjoner til anleggsmidler i løpet av de senere årene. Omklassifisering til anleggsmidler innebærer at selskapet i mindre grad vurderer obligasjonene som en likviditetsreserve. Ved å holde en større andel av obligasjonsbeholdningen som anleggsmidler reduserer selskapet den regnskapsmessige kursrisikoen på porteføljen⁴.

Plasseringer i utenlandske verdipapirer

Livselskapenes plasseringer i utlandet skal være i samsvar med regler for selskapenes samlede valutaeksponering, jf. § 13 i forskrift om kapitalforvaltning. Livselskapene investerer en relativt stor andel av forvaltningskapitalen i utenlandske verdipapirer, men benytter i stor grad valutaterminer for å redusere valutarisikoen i porteføljen. I figur 4 beskrives utviklingen i livselskapenes plasseringer i utenlandske verdipapirer, målt som andel av henholdsvis aksje-, obligasjons- og sertifikatporteføljen. Livselskapene har i perioden 1987-96 hatt en relativt jevn økning i plasseringer i utenlandske aksjer og obligasjoner, mens det har vært en sterk variasjon i beholdningen av utenlandske sertifikater.

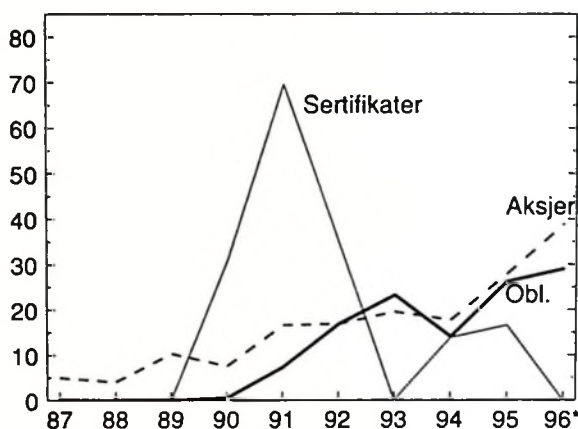
Livselskapenes plasseringer i utenlandske obligasjoner utgjorde en ubetydelig andel av samlet obligasjonsportefølje (0,0 - 0,5 prosent) i perioden 1987-1990. Fra 1991 er imidlertid en stadig større andel av investeringer i obligasjonsmarkedene knyttet til utenlandske utstedere. Med unntak av en nedgang på nesten 10 prosentpoeng fra 1993 til 1994 har andelen av utenlandske plasseringer i livselskapenes obligasjonsporteføljer økt jevnt fra 7,3 prosent i 1991 til 29,0 prosent i 1996.

³ Durasjon (varighet) kan tolkes som en effektiv rentebindings-tid. Durasjon kan også tolkes som et mål på porteføljens pris-sensitivitet overfor marginale renteendringer.

⁴ Obligasjoner som foretaket har til intensjon å holde til forfall kan klassifiseres som anleggsmidler. Verdivurderingen av obligasjoner som er omløpsmidler, skjer til laveste verdi av anskaffelseskostnad og markedsverdi, og evt. mindreverdi nedskrives og belastas det ordinære resultatet. Obligasjoner som er anleggsmidler bokføres til anskaffelseskostnad, og evt. over-/underverdi fordeles over obligasjonens gjenværende løpetid og føres i resultatregnskapet som et rentelement. Dersom det er skjedd et verdifall som ikke antas å være forbigående, skal også obligasjoner som er anleggsmidler, nedskrives.

Andelen av livselskapenes aksjeportefølje som er plassert i utlandet, økte fra 5,0 prosent i 1987 til 16,6 prosent ved utgangen av 1991. Etter dette var andelen relativt stabil fram til utgangen av 1994. I løpet av de to siste årene har utenlandsandelen i aksjeporteføljen steget kraftig, fra 17,7 prosent ved utgangen av 1994 til 38,8 prosent ved utgangen av 1996.

Figur 4. Livselskapenes beholdning av utenlandske verdipapirer. Målt som prosentvis andel av henholdsvis aksje-, obligasjons- og sertifikatporteføljen



* Foreløpige tall

Kilde: SSB

Livselskapene begynte først i 1990 å plassere deler av sin sertifikatportefølje i utlandet, og ved utgangen av året bestod ca. 31 prosent av porteføljen av utenlandske sertifikater. Siden 1990 har livselskapenes plasseringer i utenlandske sertifikatmarkeder variert sterkt fra år til år. Den store andelen av utenlandske sertifikater i perioden 1990-92 kan ha en sammenheng med bankkrisen i Norge. Samtidig som det i perioder var begrenset tilgang på norske sertifikater, kan økt kredittrisiko og redusert likviditet i det norske sertifikatmarkedet ha bidratt til at livselskapene vurderte investeringer i utenlandske sertifikater som mindre risikofylte. Det bør imidlertid legges vekt på at sertifikatene uansett utgjorde en svært liten andel av den samlede porteføljen i denne perioden.

Det er rimelig å anta at livselskapenes investeringer i utenlandske verdipapirer i stor grad er basert på ønsker om risikospredning og økt likviditet i porteføljene. Blant annet vil mulig-

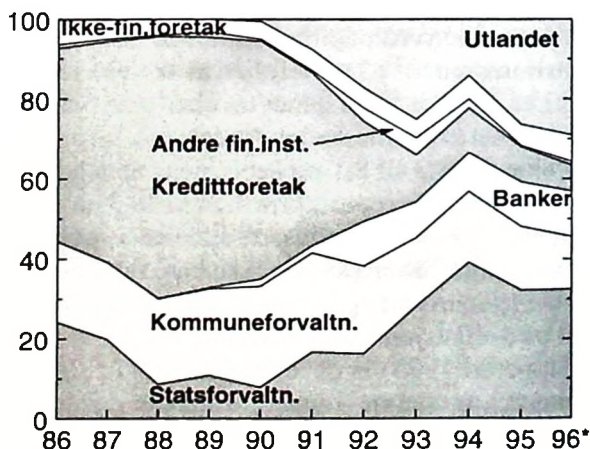
heten for hurtigere endring av porteføljen være større når selskapet også plasserer i store og likvide utenlandske markeder. En stadig økende grad av profesjonalitet i livselskapenes kapitalforvaltning har også bidratt til at flere selskaper opptrer mer aktivt også i utenlandske markeder.

Obligasjonsporteføljene

Det har vært en betydelig endring i sammensetningen av livselskapenes obligasjonsporteføljer i perioden 1986-96, jf. figur 5. Mens porteføljene tidligere var konsentrert rundt kredittforetaksobligasjoner, har selskapene i økende grad valgt å plassere midler i norske og utenlandske statsobligasjoner. I 1988 var hele 65,6 prosent av livselskapenes obligasjonsbeholdning plassert i kredittforetaksobligasjoner, mens bare 8,7 prosent var plassert i norske statsobligasjoner. Livselskapenes plasseringer i kredittforetaksobligasjoner har vist en jevn reduksjon siden 1988 og utgjorde ved utgangen av 1996 bare 6,6 prosent av samlet obligasjonsbeholdning. Samtidig har andelen av norske statsobligasjoner økt til 32,4 prosent.

Denne trenden i livselskapenes obligasjonsportefølje avspeiler imidlertid de trekkene som har vært karakteristiske for det norske obligasjonsmarkedet de senere årene, jf. figur 6. Samlet pålydende verdi av utestående kredittforetakslån i obligasjonsmarkedet ble redusert fra 135,1 milliarder kroner i 1990 til 43,3 milliarder kroner ved utgangen av 1996.

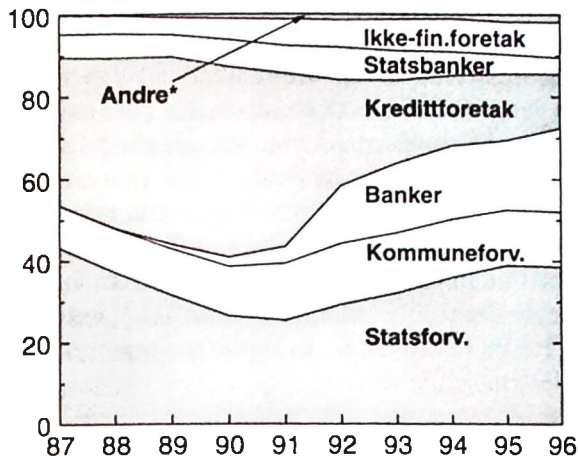
Figur 5. Livselskapenes beholdning av obligasjoner etter utstedersektor. Pålydende verdi (bokført verdi 1994-95). Prosentandeler



* Foreløpige tall

Kilde: SSB

Figur 6. Total beholdning av obligasjoner i norske kroner, registrert i VPS, etter utstedersektor. Pålydende verdi. Prosentandeler



*Kategorien «andre» inneholder obligasjoner i NOK utstedt av utlendinger, husholdninger og andre finansinstitusjoner enn banker og kredittforetak.

Kilde: VPS, Norges Bank

Livselskapenes plasseringer i bankobligasjoner har også i stor grad fulgt utviklingen i det norske obligasjonsmarkedet. Andelen av bankobligasjoner i det norske markedet økte betraktelig fra 1991 til 1992 og har siden vært relativt stabil. Tilsvarende ser vi at livselskapenes andel av bankobligasjoner har vært relativt stabil etter en økning fra under 2 prosent i 1991 til 11 prosent i 1992. Økningen i andelen bankobligasjoner på bekostning av kredittforetaksobligasjoner kan til en viss grad forklares av at et stort kredittforetak har konvertert til bank i løpet av perioden.

Ved å øke andelen av statsobligasjoner, reduserer livselskapene sin kredittrisikoeksponering samtidig som de oppnår en langt mer likvid obligasjonsportefølje. Den sistnevnte egenskapen forsterkes ytterligere ved at andelen av utenlandske obligasjoner har økt med 28,5 prosentpoeng siden 1990, jf. omtalen i foregående avsnitt.

Nye produkter

Fleksibiliteten når det gjelder avveiningen mellom forventet avkastning og risiko vil fremover også øke som følge av innføringen av nye produkter. Disse produktene er omtalt i det følgende. Det er delvis snakk om produkter hvor regelverket allerede er på plass og delvis produkter som er på diskusjonsplanet.

Unit linked-produkter

Livsforsikring med investeringsvalg, kjent under betegnelsen unit linked, er et forsikringsprodukt der kunden gis valgmuligheter til å bestemme risikoprofilen på kapitalplasseringene. Ytelene fra forsikringen vil da avhenge av verdiutviklingen på de valgte plasseringene. Unit linked-produkter kan bare tilbys av egne selskap som utelukkende tilbyr slike produkter. Aktiva tilordnet ulike kontrakter vil være plassert i separate porteføljer. Den enkelte kontrakt kan tilordnes andeler i verdipapirfond, andeler i investeringsportefølje og i bankinnskudd, kontanter og andre likvider. I løpet av kontraktperioden har kunden rett til å endre sammensetningen og dermed risikoprofilen på sin spareportefølje. Kunden har også rett til å flytte forsikringen til andre unit linked-selskaper eller over i tradisjonelle livsforsikringsselskaper.

Graden av valgfrihet når det gjelder plasseringen, vil kunne variere under unit linked-forsikringer. I sin rendyrkede form innebærer unit linked at forsikringstakeren har full valgfrihet for plasseringen. Forsikringstakeren må da fullt ut bære risikoen for verdiutviklingen på sparemidlene. I praksis vil selskapene trolig tilby et utvalg av ulike porteføljer som den enkelte kontrakt tilordnes andeler i. Selskapene har også adgang til å tilby unit linked-produkter med avkastningsgaranti, for eksempel der den årlige avkastningen ikke er lavere enn 0. Dersom forsikringskontrakten har en avkastningsgaranti, skal garantirisikoen dekkes ved et spesifisert tillegg til ordinær premie. I slike tilfeller vil forsikringstakeren ha en begrenset valgfrihet mht. kapitalplassering.

I Norge ble det åpnet for unit linked-produkter ved at det i desember 1996 ble fastsatt regler for slik virksomhet. Seks selskaper har nylig fått konsesjon til å drive med unit linked.

Det er nylig åpnet for at «Egen pensjonsforsikring etter skatteloven» (EPES) skal omfatte adgang til å tegne unit linked-forsikringer, men det er fortsatt slik at privat tjenstepensjon etter skatteloven (TPES) ikke kan inngås som livsforsikring med investeringsvalg. Det er derfor grunn til anta at utbredelsen av livsforsikring med investeringsvalg i fremtiden har et begrenset vekstpotensiale, idet dagens skattemessige favorisering av tradisjonelle kollektive tjenstepensjoner vil være avgjørende for produktetter-

spørselen i dette viktige segmentet. Av samlede fond knyttet til pensjonsforsikringskontrakter, utgjorde kollektive kontrakter ved utgangen av 1995⁵ hele 73 prosent.

Forsikringsnæringen har tidligere uttrykt ønske om å kunne tilby produkter med en lavere garantert avkastning enn 3 prosent, og at slike kontrakter tilordnes separate porteføljer i forsikringsselskapet. Med endringen av regelverket knyttet til unit linked, har myndighetene i noen grad kommet næringen i møte på dette punktet. Fullt gjennomslag for sine ønsker oppnår forsikringsnæringen først dersom myndighetene skulle tillate skattemessig likebehandling av individuelle og kollektive unit linked-produkter.

I praksis vil det imidlertid trolig være vanskelig å få til livsforsikring med investeringsvalg for kollektive kontrakter så lenge de er ytelsesbaserte⁶. Dette skyldes at en gitt ytelse krever en relativt høy innbetaling tidlig i oppsparingsperioden ved lav eller ingen garantert avkastning. Det vil derfor trolig i praksis være slik at livsforsikring med investeringsvalg for kollektive kontrakter forutsetter at det åpnes for innskuddsbaserte ordninger med samme skattefordel som dagens ytelsesbaserte ordninger.

Pensjonssparing i bank m.v.

Myndighetene har nylig vedtatt at ordningen med egen pensjonsforsikring etter skatteloven (EPES) erstattes med en ordning for individuelle pensjonsavtaler (IPA). IPA skal kunne inngås som pensjonsspareavtale eller pensjonsforsikringsavtale. IPA-regelverket ligger nært opp til tidligere EPES-regler, blant annet når det gjelder den skattemessige favoriseringen. Den årlige fradragsrammen er maksimalt kr. 30.000,-. Som under tidligere EPES-ordning vil det i IPA ikke være løpende (årlig) beskatning av avkastning (rente) på innbetalte midler. Det skal heller ikke betales formuesskatt av midlene. Det er fastsatt regler som skal sikre at oppsparte midler blir utbetalt som pensjoner over tid - minst 10 år. Midlene skal være bundet fram til pensjonsalder og

utbetalte pensjonsbeløp beskattes som pensjonsinntekt.

Pensjonssparing kan tilbys av banker, livsforsikringsselskap, unit linked-selskaper og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vanlige livsforsikringsselskaper og unit linked-selskaper kan følgelig tilby både skattestimulert pensjonsforsikring og pensjonssparing. Når dette regelverket blir iverksatt, vil det på samme måte som unit linked medføre økt valgmulighet for kundene og større konkurranse om sparemidlene. Det skal være rett til flytting av pensjonsavtaler av samme art mellom ulike tilbydere, men ikke rett til å flytte fra pensjonsforsikring til pensjonssparing, eller motsatt.

Kollektiv pensjonsforsikring

I Norge skiller en mellom to typer av kollektive pensjonsordninger: offentlig og privat tjenstepensjon. De offentlige ordningene er enten basert på at de finansieres med løpende innbetalinger eller de er fondsbaserte. Private kollektive pensjonsordninger er fondsbaserte.

Innen de private tjenstepensjoner skiller en mellom de ordningene som faller inn under skatteloven, kalt tjenstepensjonsforsikring etter skatteloven (TPES) og kollektiv livrente. Private kollektive pensjonsordninger som omfattes av TPES er dominerende og omfatter omtrent en tredel av alle sysselsatte i privat sektor. Private tjenstepensjonsordninger kan organiseres enten som egen pensjonskasse eller som en kollektiv forsikringsordning i et forsikringsselskap. Løpende avkastning og pensjonsformue beskattes ikke, mens utbetalt beløp beskattes som pensjon hos arbeidstakeren. I tillegg er innbetalt premie fradragsberettiget i alminnelig inntekt. TPES-ordningen er strengt ytelsesbasert og omfattet av et meget detaljert regelverk, som blant annet legger reelle begrensninger på hvilke pensjonsytelser som kan sikres innenfor ordningen.

Pensjonsforsikringsutvalget (NOU 1994: 6, «Private pensjonsordninger») gikk inn for å innføre adgang til *innskuddsbasert* tjenstepensjon med skattefordel. Forsikringsnæringen går sterkt inn for en slik ordning og argumenterer blant annet med at det vil gi større fleksibilitet og bedre mulighet for flere til å komme inn i en tjenstepensjonsordning enn tilfellet er i dag. Regjeringen fant av flere grunner ikke å ville tilrå en innskuddsbasert tjenstepensjonsordning

⁵ Sist tilgjengelige tall

⁶ En tjenstepensjon som er kjennetegnet ved at innbetalingenes størrelse styres av hvor stor utbetalingene skal være, kalles en «ytelsesbasert ordning». En tjenstepensjon der størrelsen på innskuddene (premiene) er fastsatt på forhånd og ytelsen styres av disse innskuddene, kalles en «innskuddsbasert ordning».

med skattefordel. Stortinget bad imidlertid Regjeringen vurdere dette spørsmålet på nytt. Det er i Revidert nasjonalbudsjett 1997 foretatt en drøfting av enkelte hovedspørsmål som en ny vurdering av innskuddsbasert tjenstepensjon reiser, men en har ikke trukket noen konklusjon. Regjeringen foreslo å nedsette et offentlig utvalg for å belyse alle viktige sider ved innskuddsbasert tjenstepensjon innenfor en ramme av de samlede norske pensjonsordningene, men etter behandlingen i Stortinget er det imidlertid uklart hvordan dette spørsmålet vil bli håndtert videre. Som tidligere nevnt vil en innskuddsbasert ordning trolig gjøre det lettere å åpne for livsforsik-

ring med investeringsvalg innenfor kollektive kontrakter.

Avslutningsvis vil vi peke på at det for tiden er 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 større utbredelse av livsforsikring med investeringsvalg vil trolig ha som konsekvens at kundene og dermed selskapene vil velge å plassere en større andel av midlene i mer risikofylte plasseringsformer enn hva som er tilfellet i dag.

UTENLANDSKE DIREKTE INVESTERINGER I NORGE FRAM TIL OG MED 1996*)

Bjørn Wamli, avdelingssjef, og Svein O. Hansen, statistikkonsulent, Statistikkavdelingen i Norges Bank

Norges Banks årlige kartlegging av utenlandske direkte investeringer¹⁾ i Norge viser at utlendingers beholdning av direkte investert kapital i Norge økte med 8,9 milliarder kroner i 1996 fra 123,3 milliarder kroner ved utgangen av 1995 til 132,2 milliarder kroner ved utgangen av 1996. Nær 85 prosent av kapitalen var konsentrert til investorer hjemmehørende i EU-området og USA, og nær 45 prosent var plassert i oljesektoren. Økningen i investert kapital i selskaper som var med i tellingene både i 1995 og 1996, var på 5,5 milliarder kroner, mens nettovirkningen av nyinvesteringer og avviklinger bidrog til en økning på 3,4 milliarder kroner. Hele økningen skyldes vekst i de norske selskapenes egenkapital, mens utlendingenes lånefordringer på de norske selskapene ble noe redusert.

Tabell 1. Utenlandsk direkte investert kapital²⁾ i Norge ved utgangen av 1987 til og med utgangen av 1996. Totaltall. (Tall i milliarder kroner)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	53,7	56,9	64,1	73,2	94,8	94,5	102,4	113,7	123,3	132,2
Egenkapital	42,2	43,9	41,4	45,5	51,6	51,5	52,0	59,0	65,5	76,2
Herav aksjekapital	11,7	12,8	16,0	17,8	18,6	19,3	20,3	21,1	20,6	20,9
Netto lånefordringer	11,5	13,0	22,7	27,7	43,2	43,0	50,4	54,7	57,8	56,0
Brutto lånefordringer	12,9	15,1	23,5	29,1	50,6	51,4	58,2	64,5	69,2	68,9
Brutto lånegjeld	1,4	2,1	0,8	1,4	7,4	8,4	7,8	9,8	11,4	12,9

2) Noter, se til slutt i artikkelen.

Tellingene omfatter norske selskaper hvor den enkelte utenlandske investor deltar med 10 prosent eller mer av eierkapitalen. Tallene representerer de bokførte verdiene i selskapene. I de tilfeller det norske selskapet har datterselskaper i Norge, er tallmaterialet basert på konsernregnskap. Tellingene omfatter rundt 3 000 norske selskaper, tilnærmet samme antall som i tidligere år.

I løpet av 1990-årene har det funnet sted en vekst i utenlandsk investert kapital i Norge fra 94,8 milliarder kroner ved utgangen av 1991 til 132,2 milliarder kroner ved utgangen av 1996. Splittet investert kapital i perioden, viser aksjekapitalen en moderat vekst på 2,3 milliarder kroner til 20,9 milliarder kroner ved utgangen av 1996, hvorav økningen siste år var på 0,3 milliarder kroner. Andre former for egenkapital økte med 22,3 milliarder kroner hele perioden sett under ett, noe som utgjorde nær 60 prosent av den totale vekst. Økningen siste år var på hele 10,4 milliarder kroner. Den sterke veksten i annen

egenkapital særlig i slutten av perioden har dels sammenheng med reinvestert fortjeneste, (dvs. den del av fortjenesten som ikke deles ut som utbytte til aksjonærene, men som pløyes tilbake i bedriften, jf. tabell 4). Andre forhold som bidrog til økt egenkapital var nettoeffekten av nyetableringer og avviklinger samt opp- og nedskrivninger. Lånekapitalen som økte med 12,8 milliarder kroner i tilsvarende periode viste en lavere vekst på slutten og til og med en reduksjon i 1996 på 1,8 milliarder kroner.

Investert kapital - geografisk fordelt

EU-landene økte beholdningen av direkte investert kapital i Norge med 6,9 milliarder kroner fra 1995 til 1996, noe som førte til at disse landene

*) Tilsvarende tall for norske direkte investeringer i utlandet for regnskapsåret 1996 vil bli publisert i løpet av 1. kvartal 1998. Tall for perioden 1988 - 1995 er publisert i serien «Valutastatistikk» som «Norske direkte investeringer i utlandet, nr. 2/97», av 15.4.97.

stod for 56,2 prosent av all utenlandsk investert kapital i Norge ved utgangen av 1996. USA stod for 28,5 prosent av utenlandsk investert kapital i Norge i 1996, etter en økning på 7,0 milliarder kroner. Til sammen stod dermed investorer fra EU-land og USA for nær 85 prosent (112,2 mil-

liarder kroner) av all utenlandsk investert kapital i Norge. Foregående år stod de samlet for en andel på nær 80 prosent (98,3 milliarder kroner). Investert kapital fra de nordiske land utgjorde 23,3 prosent ved utgangen av 1996, noe som ikke har endret seg vesentlig de senere år.

Tabell 2. Utenlandsk direkte investert kapital²⁾ i Norge ved utgangen av 1987 til og med utgangen av 1996. Geografisk fordeling. (Tall i milliarder kroner)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	53,7	56,9	64,1	73,2	94,8	94,5	102,4	113,7	123,3	132,2
USA	28,8	30,7	32,7	33,3	24,5	23,3	24,1	28,0	30,8	37,8
Sverige	6,6	7,7	10,0	12,5	19,5	17,0	17,9	15,8	20,7	19,8
Frankrike	6,7	6,8	5,2	7,3	10,9	7,7	8,1	8,0	8,1	12,1
Nederland	1,9	2,9	3,5	3,6	5,0	6,0	6,6	5,1	10,3	9,2
Sveits	2,0	2,7	2,7	4,3	9,2	12,3	11,1	10,8	10,7	6,3
Storbritannia	3,4	1,7	0,2	-0,3	5,1	4,0	5,5	14,6	8,2	10,7
Tyskland	1,1	1,5	3,0	3,3	4,2	3,7	3,8	4,1	4,6	4,8
Danmark	1,2	1,4	2,0	1,6	2,3	3,1	4,2	5,5	6,4	6,5
Finland	0,5	0,5	0,6	2,4	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6	4,7
Japan	0,1	0,1	2,2	3,3	3,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7
Øvrige land	1,4	0,9	2,0	1,9	7,4	9,9	13,8	14,6	16,1	15,6
EU-land	23,0	23,3	25,1	30,8	52,1	46,2	50,0	58,6	67,5	74,4
OECD-land	53,5	56,4	63,2	72,2	89,8	86,9	90,2	102,5	114,0	123,3

²⁾ Noter, se til slutt i artikkelen.

For land utenfor disse områder var det dermed en nedgang i investert kapital i Norge på 5,0 milliarder kroner fra 1995 til 1996. Dette er en tendens som har gjort seg gjeldende de siste år, med gradvis redusert kapital fra 28,3 milliarder ved utgangen av 1993 og ned til 20,0 milliarder kroner ved utgangen av 1996. Stort sett skyldes nedgang i denne gruppen utlendingenes reduserte lånefordringer på de norske selskapene.

Som en vil kunne se av tabell 2 varierer den innbyrdes fordeling landene imellom noe fra år til år. Investert kapital fra for eksempel Storbritannia ble redusert med 6,4 milliarder kroner fra 1994 til 1995, mens den igjen steg med 2,5 milliarder kroner fra 1995 til 1996. Motsatt utvikling fant sted for Nederland, hvor investert kapital økte med 5,2 milliarder kroner fra 1994 til 1995, for så å bli redusert med 1,1 milliard kroner fra 1995 til 1996. Ofte er endringer av denne størrelse knyttet til endringer i store enkeltforetak. Det underliggende materialet viser at endringer landene imellom ofte har sin årsak i eierskifter fra et selskap i et konsern til et annet selskap i samme utenlandske konsern, men der sel-

skapene ligger i ulike land. Det samme gjør seg også gjeldende på lånesiden, med bytte av långivere innen samme konsern.

Splittes investert kapital i det som er skutt inn i form av egenkapital og lånekapital, viser undersøkelsen at hele 96,8 prosent av investert egenkapital kom fra land i Europa og USA, som er tilnærmet samme andel som i 1995. Investert lånekapital viser en noe større spredning ved at 20,0 prosent av lånekapitalen kom fra land utenfor disse områder (20,6 prosent i 1995). Men det er samtidig klart at store långivere utenfor Europa og USA ofte er konsernselskaper av europeiske eller amerikanske selskaper. Total sett kan det således sies at det bare i begrenset utstrekning er foretatt investeringer i Norge fra selskaper beliggende utenfor Europa og USA.

Investert kapital - fordelt etter næring

Tabell 3 viser utenlandsk direkte investert kapital i Norge fordelt etter det norske selskapets næring. Fordelingen er basert på hovedinndelingen i standard for næringsgruppering.

Tabell 3. Utenlandsk direkte investert kapital²⁾ i Norge ved utgangen av 1987 til og med utgangen av 1996. Næringsfordelt. (Tall i milliarder kroner)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	53,7	56,9	64,1	73,2	94,8	94,5	102,4	113,7	123,3	132,2
Oljeutvinning og bergverksdrift	26,7	26,9	28,2	32,2	36,1	30,6	34,8	46,1	48,9	51,9
Bank- og finansieringsvirksomhet forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting ³⁾	11,1	11,7	16,5	18,6	22,0	23,5	23,0	25,3	27,9	27,9
Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet	7,7	9,3	10,2	12,2	21,0	22,9	24,2	22,5	25,6	25,5
Industri	6,5	6,9	6,8	7,5	9,9	11,4	12,5	12,9	13,7	14,6
Bygge- og anleggsvirksomhet	0,9	1,1	0,8	1,0	2,5	2,3	2,9	3,0	3,3	6,3
Transport, lagring, post og telekommunikasjon	0,6	0,7	0,6	0,6	1,8	2,2	2,9	1,8	2,0	3,1
Andre næringer	0,2	0,3	1,0	1,1	1,5	1,6	2,1	2,1	1,9	2,9

2),3) Noter, se til slutt i artikkelen.

Det er stadig investeringer innenfor næringsgruppen *oljeutvinning og bergverksdrift* (som i hovedsak består av selskaper innen oljeutvinning) som dominerer tallmaterialet. Disse selskapene hadde ved utgangen av 1996 en andel på nær 40 prosent av all utenlandsk investert kapital i Norge. Noen selskaper med utvinningstillatelse på norsk sokkel, men som verken er operatører eller har virksomhet på linje med det operatører har, er i standard for næringsgruppering plassert i gruppen *bank- og finansieringsvirksomhet, forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting*. Hvis vi legger tallene fra disse selskapene sammen med tallene for de ordinære oljeutvinningselskapene, får vi at en utvidet oljesektor hadde en andel av utenlandsk direkte investert kapital i Norge på 44,3 prosent ved utgangen av 1996.

Tradisjonelt har utenlandske direkte investeringer innen oljeutvinning i Nordsjøen vært konsentrert i et mindre antall selskaper med begrenset geografisk spredning på eiersiden. Nær halvparten av investert kapital i denne gruppen kom fra investorer i USA eller konsernselskaper av amerikanske selskaper som var hjemmehørende i land utenfor USA. I tillegg til disse var det stort sett EU-landene Storbritannia og Frankrike som dominerte.

Gruppen *bank- og finansieringsvirksomhet, forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forret-*

ningsmessig tjenesteyting stod ved utgangen av 1996 for 27,9 milliarder kroner (21,1 prosent) av all utenlandsk investert kapital i Norge, samme beløp som ved utgangen av 1995. Dette er en uensartet gruppe, som delvis domineres av de tidligere omtalte oljeselskapene. I tillegg til disse er det selskaper innen næringsområdet *annen kreditt- og finansieringsvirksomhet* som utgjør en stor del.

Innen andre næringsområder av betydning var utenlandsk investert kapital i norsk *varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet* på tilnærmet samme beløp i 1996 som i 1995. Det kan tilføyes at investeringene stort sett er foretatt i norske handelsbedrifter av ulike slag, mens utenlandske investeringer i norsk hotell- og restaurantvirksomhet er relativt ubetydelige. Utenlandske investeringer i norske *industribedrifter* økte med 0,9 milliarder i 1996 og utgjorde 14,6 milliarder kroner ved utgangen av året.

Avkastning

Utenlandske investorers avkastning er definert som utenlandsk andel av reinvestert fortjeneste i det norske selskap, tillagt andelen av faktisk utbetalt utbytte i løpet av regnskapsåret (uavhengig av når utbytte er avsatt) samt renteinntekter på netto lånefordringer. De årlige tellingene har ikke som målsetting å gi inngående lønnsom-

hetsbetraktninger om selskaper som inngår i undersøkelsen. En fullstendig lønnsomhetsanalyse vil måtte omfatte også andre regnskapsdata, og dessuten nærmere forklaringer av interne forhold i de enkelte selskapene som ikke kommer til uttrykk i regnskapsresultatene. Tellingene har kun som siktemål å gi visse makro-data for bruk i offisiell statistikk.

Utlendingers avkastning på investert kapital i Norge etter ovennevnte definisjon utgjorde 20,2 milliarder kroner for regnskapsåret 1996, og av dette stod den tidligere omtalte utvidede oljesektoren for nær 60 prosent. Tilsvarende tall for 1995 var 15,6 milliarder kroner, hvorav oljesektorens andel utgjorde ca. 50 prosent. Denne sek-

toren stod således for mesteparten av veksten i avkastning fra 1995 til 1996, slik den er beregnet her.

Som det fremgår av tabellen er reinvestert fortjeneste, eller den del av overskuddet som ikke deles ut som utbytte, men pløyes tilbake i selskapene, beregnet til 7,3 milliarder kroner i 1996. Tilsvarende tall for 1995 var 4,8 milliarder kroner. Dette bidrog isolert sett til at utlendingenes fordringer på Norge økte med et tilsvarende beløp. Fordeles reinvestert fortjeneste på de ulike næringsområder, viser det underliggende tallmaterialet at den utvidede oljesektorens andel, som i 1995 utgjorde 28,2 prosent, økte til 56,7 prosent i 1996.

Tabell 4. Utlendingers avkastning på direkte investert kapital²⁾ i Norge i perioden 1987 til og med 1996. (Tall i milliarder kroner)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total avkastning	13,4	7,6	9,0	12,0	15,2	7,9	9,3	14,5	15,6	20,2
Reinvestert fortjeneste ⁴⁾	9,2	2,1	1,7	4,0	4,2	-8,7	-7,3	4,0	4,8	7,3
Utbetalt utbytte	4,2	5,5	5,9	6,7	8,1	14,3	14,5	8,0	7,9	9,8
Renteinntekter, netto ⁵⁾	-	-	1,4	1,3	2,9	2,3	2,1	2,5	2,9	3,1

2),3),4) Noter, se til slutt i artikkelen.

Den del av avkastningen som tilfalt de utenlandske investorene i form av utbetalt utbytte, utgjorde 9,8 milliarder kroner i 1996. Herav stod den utvidede oljesektoren for hele 61,2 prosent. Tilsvarende tall for 1995 var 7,9 milliarder kro-

ner, hvorav oljesektoren stod for 58,5 prosent. De utenlandske investorers renteinntekter på lånefordringer utgjorde netto 3,1 milliarder kroner i 1996.

1) En direkte investering er en investering over landegrensene der investor har til hensikt å etablere en varig økonomisk forbindelse og utøve effektiv innflytelse på virksomheten i investeringsobjektet. Denne definisjonen følger internasjonale retningslinjer på dette området.

2) Utenlandsk direkte investert kapital i Norge omfatter utenlandsk investors andel av egenkapitalen i det norske selskapet samt utenlandsk investors gjelds- og fordringsforhold med det norske selskapet. Fra og med 1991 ble det gjennomført visse endringer i definisjonen for utenlandsk direkte investert kapital i Norge. Fra dette tidspunktet er tallene basert på konsernregnskap for den norske delen av et konsern, mens tidligere tall var basert på konsernspissens tall som enkelt-selskap. Dette medførte at fra 1991 ble også norske selskaper som indirekte var eid av utlendinger via den norske konsernspissen, inkludert. Videre ble både langsiktige og kortsiktige gjelds- og fordringsforhold med utenlandsk investor inkludert, mens bare langsiktige gjelds- og fordringsforhold var med før 1991. Også langsiktige gjelds- og fordringsforhold mellom det norske selskapet og utenlandske selskaper tilknyttet den utenlandske eier, som morselskap, søsterselskap eller datterselskap av utenlandsk eier, ble inkludert i definisjonen fra og med 1991.

3) Omfatter også selskaper med utvinningstillatelse på norsk sokkel, men som verken er operatør eller har virksomhet på linje med det operatører har.

4) Reinvestert fortjeneste omfatter resultat før skattekostnad, korrigert for skattekostnad og faktisk utbetalt utbytte i løpet av regnskapsåret (uavhengig av når utbytte er avsatt).

5) Tall for utenlandsk investors renteinntekter/renteutgifter er ikke tilgjengelige for årene 1987 og 1988. Tallene for 1989 og 1990 inneholder renteinntekter/renteutgifter på langsiktige lånefordringer og lånegjeld, mens tallene fra og med 1991 omfatter renteinntekter/renteutgifter på både kortsiktige og langsiktige lånefordringer og lånegjeld.

NYE ARBEIDSNOTATER OG REPRINTS FRA NORGES BANK

Norges Banks arbeidsnotater inneholder hovedsakelig forskningsarbeider og utredninger som ikke nødvendigvis har fått sin endelige form, og utgis blant annet for at forfatteren kan motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Reprint-serien inneholder opptrykk av artikler som er blitt publisert i internasjonale fagtidsskrifter eller fagbøker. Publikasjonene kan bestilles ved henvendelse til Norges Bank, Biblioteket, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Qaisar Farooq Akram og Espen Frøyland: «Empirisk modellering av norske pengemarkeds- og obligasjonsrenter.» *Arbeidsnotat 1997/1*, 36 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-100-4

Det operative målet for pengepolitikken i Norge er en stabil valutakurs overfor europeiske valutaer. I en situasjon med høy kapitalmobilitet innebærer det at norske renter i stor grad må følge rentene i europeiske land. Det gir mindre rom for å føre en selvstendig rentepolitikk. Utviklingen i norske pengemarkeds- og obligasjonsrenter på 90-tallet blir forklart ved hjelp av et simultant likningssystem på feiljusteringsform. Det gir mulighet til å skille mellom forklaringsfaktorer som bare har kortsiktige effekter på de norske rentene og de som bestemmer utviklingen på lengre sikt. I tillegg blir det mulig å ta hensyn til eventuell simultanitet mellom de norske pengemarkeds- og obligasjonsrentene.

Den empiriske analysen er basert på månedsdata og tyder på at utviklingen i pengemarkeds- og obligasjonsrentene i hovedsak blir bestemt av utviklingen i utenlandske renter, både på kort og lang sikt. På lang sikt følger de norske obligasjonsrentene et veid gjennomsnitt av norske pengemarkedsrenter og europeiske obligasjonsrenter, der de europeiske obligasjonsrentene har størst vekt. Tilsvarende blir norske pengemarkedsrenter på lang sikt bestemt av korte ECU-renter og forventet valutakursutvikling i forhold til ECU. Derimot er det ingen direkte effekt av forventet valutakursutvikling på de norske obligasjonsrentene. Norske obligasjonsrenter har en umiddelbar korttidseffekt på de norske pengemarkedsrentene. Endringer i tyske pengemarkedsrenter og europeiske obligasjonsrenter slår raskt ut i endringer i henholdsvis norske pengemarkeds- og obligasjonsrenter. Det ble undersøkt for effekten av makroøkonomiske variable som arbeidsledighetsraten, innenlandske og

utenlandske konsumpriser på pengemarkeds- og obligasjonsrentene. Vi fant ingen signifikant effekt fra disse variablene på verken pengemarkeds- eller obligasjonsrentene. Dette kan skyldes høy kapitalmobilitet og målet om stabilitet i valutakursen.

Snorre Evjen og Ragnar Nymoen: «Har solidaritetsalternativet bidratt til lav lønnsvekst i industrien?» *Arbeidsnotat 1997/2*, 20 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-101-2

Det er en utbredt oppfatning at de siste års inntektspolitikk, som inngår som et element i regjeringens solidaritetsalternativ, har endret atferden bak lønnsdannelsen. Vi formulerer en hypotese om strukturelle brudd i lønnsrelasjoner som er estimert på data som ikke inkluderer perioden med aktiv inntektspolitikk. En slik modell finnes i K.Johansen: «Norwegian Wage Curves» (1995), som estimerer en lønnsrelasjon for industrien på data til og med 1990. I denne artikkelen forlenger vi datasettet til 1994. Modellen overprediker lønnsveksten i årene 1990-1994. Isolert sett bekrefter dette at solidaritetsalternativet har hatt en direkte lønnsdempende effekt. En re-analyse av Johansens data, og en ny økonometrisk analyse av et alternativt datasett, viser imidlertid at sammenbruddet i hovedsak skyldes den valgte funksjonsformen for ledighetsvariabelen. Vår studie gir derfor ingen støtte til hypotesen om at solidaritetsalternativet har medført en «strukturell endring» i lønnsdannelsen i industrien.

Anita Nergård: «Livsforsikringsselskaper - Regulering og risiko». *Arbeidsnotat 1997/3*, 46 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-102-0

Forsikringsnæringen er i sterk endring. Siden 1988 har næringen fått et helt nytt regelverk, som har endret næringens utseende og atferd i

meget stor grad. I løpet av årene etter 1988 har det nye regelverket vært justert flere ganger, etter hvert som myndighetene har oppdaget hvilke virkninger regelverket har gitt for selskapenes soliditet. Gjennom den nye loven har man tatt sikte på å øke konkurransen i livsforsikringsmarkedet. Økt konkurranse har som i andre bransjer som dereguleres, medført større tapsut-satthet for selskapene. Samtidig har myndighe-tene unnlatt å åpne opp for nye måter å organisere markedet på, slik at selskapene kan utnytte den økte konkurransen. I livsforsikringsnæring-en har dette gitt som resultat at selskapenes evne og vilje til å ta risiko i kapitalforvaltningen er re-dusert. Dermed har man ikke høstet de fulle ge-vinstene av dereguleringen - tvert imot kan de-reguleringen ha bidratt til en investeringsatferd fra selskapenes side som er mindre gunstig for kundene enn situasjonen før dereguleringen. Kundene har kort sagt fått anledning til å bytte selskap, men de har ikke fått større valgfrihet med hensyn på å velge hvilken type forsikrings-kontrakt de ønsker. Disse svakhetene ved dagens regelverk diskuteres i notatet. Det forklares også hvordan risikoen i livselskapene ser ut, og hvor-dan denne risikoen påvirker selskapenes inves-teringsatferd.

Notatet inneholder to vedlegg. I det første ved-legget belyses bakgrunnen for den nye forsik-ringsvirksomhetsloven av 1988, og i det andre vedlegget gjennomgås sentrale kontraktstyper og begreper som brukes innen livsforsikring.

Ingunn M. Lønning: «Norsk penge- og valutapo-litikk i lys av store oljeinntekter». Arbeidsnotat 1997/4, 34 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-103-9.

I løpet av 1996 skjedde det en markert økning i oljeinntektene til det offentlige. Resultatet ble et kraftig appresieringspress mot den norske kro-nen i siste halvdel av året. I dette notatet spør vi hvordan pengepolitikken best kan møte et slikt press og mer generelt om hvordan pengepolitik-ken kan innrettes i en situasjon med store og usi-kre oljeinntekter: (i) Tilsier en økning i oljefor-muen en appresiering av den reelle likevektskur-sen på mellomlang eller lang sikt, og (ii) er det grunn til å tro at den faktiske reelle valutakursen vil utvikle seg i tråd med en underliggende reell likevektskurs? (iii) Bør en eventuell appresie-ring skje via pris eller valutakurs, det vil si, hva

er mest stabiliserende av et pris- og et valuta-kursmål i denne situasjonen, og (iv) i hvilken grad kan sterilisering eliminere et appresierings-press?

Vi konkluderer med at en økning i oljefor-muen tilsier en reell appresiering på mellomlang sikt for å få frembrakt en viss overflytting av res-surser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor. Hvor stor denne appresieringen bør være, av-henger av i hvilken grad den økte etterspørselen rettes mot konkurranseutsatte eller skjermede varer og av tilbudselastisiteten i skjermet sektor.

På riktig lang sikt er det tvilsomt hvorvidt like-vektskursen bør avvike fra der den ligger i dag. Erfaringer fra andre land med olje- og gassinntekter indikerer at disse har opplevd en større ap-presiering og dermed en større fortrengning av konkurranseutsatt sektor enn ønskelig på grunn av rask offentlig bruk av olje- og gassinntektene. Steriliserte intervensjoner kan til en viss grad fjerne et appresieringspress som skyldes valu-taspekulasjoner. Ved høy etterspørsel derimot vil valutakursen appresiere, men pengepolitikken kan bestemme hvorvidt dette bør foregå via pris eller valutakurs. I valget mellom styring mot et pris- eller et valutakursmål kan mye trekke i ret-ning av at det er ønskelig med en viss fleksibili-tet i begge, men det er viktig å skape et anker for nominelle valutakursforventninger.

B. Gabriela Mundaca og Jon Strand: «Optimal exchange rate fluctuations under risk aversion and short-run wage rigidity». Arbeidsnotat 1997/5, 22 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-104-7.

Vi utleder en optimal regel for myndighetenes valutakurspolitikk når eksport- og importpriser fluktuerer og lønningene er gitt på kort sikt, og både bedriftseiere og arbeidere er averse overfor risiko, men arbeiderne mest averse. Gitt at myn-dighetenes representasjon av arbeidernes prefe-ranser er utilitaristisk, finner vi at jo mindre risi-koaverse bedriftseierne er, og jo større forskjel-len i risikoaversjon er mellom arbeidere og be-driftseiere, jo mindre skal valutakursen justeres når økonomien utsettes for fluktuasjoner i relati-ve eksportpriser eller i produktivitet. Et (ekspli-sitt eller implisitt) valutakursbånd vil kunne gjø-re en løsning med små fluktuasjoner i valutakur-sen troverdig. Modellen gir da en teori for opti-mal bredde av et valutakursbånd, basert på «first

principles». Optimal justering av valutakursen kan være liten eller null for flere land innbyrdes. I slike tilfeller gir modellen en teoretisk begrunnelse av en valutaunion mellom slike land, som den mest troverdige mekanisme for å implementere den optimale (eller tilnærmet optimale) løsningen.

Tom Bernhardsen: «The Relationship Between Interest Rate Differentials and Macroeconomic Variables: A Panel Data Study for European Countries». *Arbeidsnotat 1997/6*, 46 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-109-8.

I dette arbeidet brukes paneldatametoder til å analysere sammenhengen mellom tolv måneders rentedifferanser og makroøkonomiske variable for ni europeiske land. Stasjonaritetstester utviklet for paneldata brukes til å analysere tidsserieegenskapene til variablene og til å teste hvorvidt variable kointegrerer. Testobservatoren kan ikke antas å være normalfordelt, og kritiske verdier «bootstrappes» fra det foreliggende datasettet. Alle signifikante koeffisienter er estimert med «riktig» fortegn. Inflasjonsdifferansen, vekstforskjellen i realinntekten og den reelle valutakursen har en klar positiv effekt på rentedifferansen. Disse resultatene er mer optimistiske sammenlignet med resultater i tidligere studier, der rentedifferansene ofte måles på en- og tremåneders termin. Årsaken til denne forskjellen kan være at makroøkonomiske variable først og fremst forklarer «lange» renter og at «korte»renter i større grad reflekterer støy og psykologiske forhold blant markedsaktørene. I notatet analyseres også i hvilken grad ERM-land har oppnådd mer troverdighet i valutakurspolitikken gjennom valutakurssystemet. Resultatene viser at for ERM-land er sammenhengen mellom rentedifferanser og makrovariable svakere enn for land utenfor ERM. Dette indikerer at ERM-land kan tåle sterkere makroøkonomiske ubalanser enn land utenfor ERM uten at dette slår ut i rentedifferansene.

Moshe Kim og Bent Vale: «Branch Banking in Dynamic Oligopoly». *Arbeidsnotat 1997/7*, 26 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-110-1.

Notatet inneholder en empirisk studie av bankers beslutninger om filialetablering og -nedleggelse som en strategisk handlingsvariabel i en dynamisk oligopolmodell. Det benyttes paneldata

for norske banker i perioden 1988 til 1995. Det er klare tegn på at en representativ bank opptrer strategisk i den forstand at den tar hensyn til konkurrentenes reaksjon på dens beslutninger om filialnett. Det viser seg at denne atferden endrer seg med bankkrisen. Før krisen tok bankene ikke hensyn til konkurrentenes atferd, men det gjorde de derimot etter krisen. Videre viser resultatene at et bank-spesifikt filialnett ikke gir eksternalteter for andre banker, det har ikke noe element av kollektivt gode. Filialnettene påvirker altså bare markedsandeler, ikke størrelsen på hele lånemarkedet. Denne analysen skiller seg fra det som er vanlig i empirisk banklitteratur, hvor antall filialer behandles på en ad hoc-måte som en eksogen variabel i kostnadsfunksjonen.

Åsmund Jenssen: «Financial Market Imperfections and Inventory Investment. An Empirical Study of Norwegian Manufacturing Firms 1991 - 1994». *Arbeidsnotat 1997/8*, 81 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-112-8.

I den senere tid har en rekke teoretiske arbeider, så vel som et stadig voksende mengde empirisk forskning, vist at finansmarkedene ikke rimeligvis kan betraktes som perfekte. Det er i stedet sannsynlig at de fleste bedrifter og enkeltindivider vil stå overfor beskrankninger i tilgangen på kreditt og egenkapital; tilsvarende vil det være forskjellige effektive kostnader forbundet med disse finansieringskildene for aktørene. Dette kan for eksempel skyldes asymmetrisk fordeling av informasjon mellom aktørene i finansmarkedene. Dette arbeidet gir en oversikt over denne litteraturen, og det estimeres en lagerinvesteringsmodell på bakgrunn av disse innsiktene og ved hjelp av et paneldatasett for norske industribedrifter for perioden 1987-94. Vi undersøker også om kunder i store banker er mer eller mindre finansielt beskranket enn kunder i små banker. De viktigste resultatene er at kontantstrøm og gjeldsgrad har signifikante effekter på lagerinvesteringene i overensstemmelse med den allment aksepterte teorien. Dessuten er store bedrifter mindre finansielt beskranket enn små. Resultatene for bankforbindelsene er tvetydige: det kan synes som om kundene i store banker er mindre finansielt beskranket enn småbankkundene i perioder med salgsoppgang, men mer beskranket når salget går nedover. Selv om disse resultatene er interessante, må det understrekes

meget sterkt at de må anses som foreløpige, og de er ikke nødvendigvis robuste overfor nærmere studier.

Tom Bernhardsen: «A Test of Uncovered Interest Rate Parity for Ten European Countries Based on Bootstrapping and Panel Data Models». Arbeidsnotat 1997/9, 31 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-114-4.

I dette arbeidet testes udekket renteparitet for 10 europeiske valutaer relativt til tyske mark ved å ta regresjonen av valutakursendringer på rentedifferanser. Dette gjøres for alle land separat og for alle landene som et panel. Perioden er fra mars 1979 til februar 1996, og terminen er på en, tre, seks og tolv måneder. Siden valutakursendringene ikke er normalfordelt, «bootstrappes» fordelingen til testobservatoren fra det foreliggende datasettet. De «bootstrappede» konfidensintervallene er større enn konfidensintervallene fra normalfordelingen. De estimerte regresjonskoeffisientene, som er lavere enn én, synker med terminen og er mindre for land utenfor ERM enn for

ERM-land. Dette forklares med forskjeller i variansen til valutakursendringene og dermed risikopremien mellom de ulike terminene og mellom ERM-land og land utenfor ERM.

Roger Hammersland og Birger Vikøren: «Long-term Interest Rates in the US and Germany». Arbeidsnotat 1997/10, 34 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-115-2.

I dette notatet undersøker vi sammenhengen mellom langsiktige renter i Tyskland og USA. I det empiriske arbeidet benyttes det en VAR-analyse for sammenhengen mellom kortsiktige og langsiktige renter i de to landene. Resultatene viser at det eksisterer en sterk sammenheng mellom langsiktige renter i USA og Tyskland, og at kausaliteten går fra amerikanske til tyske renter. En økning i amerikanske langsiktige renter på 100 basispunkter gir på sikt en økning i tyske langsiktige renter på 88 basispunkter. De empiriske resultatene viser også at kortsiktige tyske renter synes å ha liten innvirkning på langsiktige tyske renter.

AUKSJONSKALENDER FOR STATSOBLIGASJONER OG STATSSERTIFIKATER FOR RESTEN AV 2. HALVÅR 1997

Statsobligasjoner

Offentliggjøring	kl 12.00:	17.11
Auksjon	kl 10.00:	24.11
Oppgjør	kl 10.00:	27.11

Statssertifikater

Offentliggjøring:	02.10	30.10	27.11
Auksjon:	06.10	03.11	01.12
Oppgjør:	08.10	05.11	03.12

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 nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 24. september 1997.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1995									
Oktober	01.-15.	7,0	3,3	0,1	8,5	5,13	-	-	1,6
	16.-31.	7,0	3,1	0,2	4,4	5,12	-	-	2,0
November	01.-15.	7,0	3,3	0,0	-	-	11,8	5,08	2,4
	16.-30.	7,0	3,3	0,1	10,2	5,07	0,6	5,07	1,7
Desember	01.-15.	7,0	3,3	0,1	2,4	5,34	-	-	1,2
	16.-31.	7,0	3,1	1,2	8,5	6,66	-	-	1,6
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

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
-06.01. 1993:	11,00%	11,6%	9,00%	9,4%
07.01.-14.01.:	10,50%	11,0%	»	»
15.01.-02.02.:	10,00%	10,5%	»	»
03.02.-07.02.:	9,75%	10,2%	8,75%	9,1%
08.02.-21.02.:	9,50%	9,9%	8,50%	8,8%
22.02.-07.03.:	9,25%	9,7%	8,25%	8,6%
08.03.-11.03.:	9,00%	9,4%	8,00%	8,3%
12.03.-31.03.:	8,75%	9,1%	7,75%	8,0%
01.04.-19.04.:	8,50%	8,8%	7,50%	7,8%
20.04.-25.04.:	8,25%	8,6%	7,25%	7,5%
26.04.-28.04.:	8,00%	8,3%	7,00%	7,2%
29.04.-24.05.:	7,75%	8,0%	6,75%	7,0%
25.05.-13.06.:	7,50%	7,8%	»	»
14.06.-20.06.:	»	»	6,50%	6,7%
21.06.-27.06.:	»	»	6,25%	6,4%
28.06.-02.08.:	»	»	6,00%	6,2%
03.08.-25.10.:	»	»	5,50%	5,6%
26.10.-18.11.:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
19.11.-29.12.:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
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 utgangsleiet. 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 fastrentelånene 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.

Forskriften gir også bestemmelser om intradag-lån. Dagslån (D-lån) omdøpes til døgnlån, og er delt opp i lån gjennom dagen (intradag-lån) og lån over natten. Lån over natten er identisk med tidligere dagslån. Bestemmelsene om intradag-lån vil iverksettes først samtidig med at det innføres kontinuerlig betalingsoppgjør gjennom dagen i Norges Bank. Før dette vil Norges Bank sende ut et eget rundskriv som informerer om de nye vilkårene for betalingsoppgjørene i Norges Bank.

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.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitusjoner. 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 kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 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

Balansedrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1996	31/5 1997	30/6 1997	31/7 1997	31/8 1997
Fordringer på utlandet	235 087	271 393	275 482	279 969	281 086
Internasjonale reserver	170 335	200 441	208 369	214 023	213 814
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	48 787	50 582	51 466	50 618
Andre fordringer på utlandet	17 213	22 165	16 531	14 480	16 654
Fordringer på norske finansinstitusjoner	368	6 784	103	39	30
Lån til private banker	247	6 815	118	74	56
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	176	24	40	20	29
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	12 827	10 957	10 604	12 811	12 940
Ihendehaverobligasjoner	10 686	8 571	8 678	8 718	8 685
Andre verdipapirer	1 727	1 998	1 583	3 661	3 760
Andre fordringer	414	388	343	432	495
Fordringer på andre norske sektorer	862	816	976	935	924
Verdipapirer og utlån	528	525	524	526	526
Andre fordringer	334	291	452	409	398
Varebeholdning produksjonsbedrifter	36	33	34	34	34
Varige driftsmidler	2 223	2 189	2 182	2 174	2 167
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	5 913	8 838	10 531	9 775
Elendeler i alt	251 403	298 085	298 219	306 493	306 956
Gjeld til utlandet	18 185	23 054	17 383	15 532	17 617
NOK-gjeld til IMF	4 505	4 495	4 913	5 080	4 943
Annen gjeld til utlandet	13 680	18 559	12 470	10 452	12 674
Sedler og mynt i omlop	43 324	39 759	41 314	40 683	40 411
Innenlandske innskudd	158 883	187 094	183 692	190 185	191 445
Statskassen	80 586	127 728	97 218	115 489	115 076
Statens petroleumsfond	47 539	48 787	50 582	51 465	50 618
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 190	3 073	2 989	4 288	4 450
Private banker	24 481	4 576	29 945	16 118	18 646
Andre finansinstitusjoner	2 976	2 827	2 840	2 720	2 546
Andre norske sektorer	111	103	118	105	109
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	1 880	2 242	2 639	2 989
Annen innenlands gjeld	458	216	253	194	303
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 554	1 652	1 695	1 728	1 712
Fond	28 999	28 999	28 999	28 999	28 999
Kursreguleringer	-	8 766	14 575	16 853	12 292
Inntekter	-	6 665	8 066	9 680	11 188
Gjeld og egenkapital i alt	183 995	298 085	298 219	306 493	306 956

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	708
Valuta kjøpt på levering	1 225
Derivater solgt	186
Derivater kjøpt	3 448
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310

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

	31/12 1996	31/5 1997	30/6 1997	31/7 1997	31/8 1997
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 290	2 351	2 271	2 537	2 837
Reserveposisjon i IMF	5 728	6 379	6 247	6 297	6 330
Lån til IMF	733	825	847	858	907
Bankinnskudd i utlandet	3 047	1 585	732	-2 305	-2 187
Utenlandske statskasseveksler	7 204	3 294	7 707	5 800	4 614
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	103 037	146 856	155 338	171 604	171 258
Utlån utenlandske banker	44 792	35 028	31 047	24 232	24 782
Opptjente, ikke forfalte renter	3 219	3 838	3 894	4 714	4 989
Totalt	170 335	200 441	208 369	214 023	213 814

Kilde: Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 000	3 888	5 593	4 246	3 480
Utlån i alt	176 959	178 828	178 512	178 942	176 831
Herav:					
Til publikum	171 716	172 396	172 127	171 339	170 057
Andre fordringer på statskassen	3 531	3 531	3 531	3 136	3 136
Andre eiendeler	10 041	12 980	9 993	12 358	11 748
Eiendeler i alt	194 531	199 227	197 629	198 682	195 195
Ihendehaverobligasjonslån	12 531	13 479	12 494	14 130	15 290
Herav:					
I norske kroner	11 824	12 820	11 861	13 478	15 253
I utenlandsk valuta	707	659	633	652	37
Andre lån	151 205	151 468	151 768	153 076	150 382
Herav:					
Statskassen	149 961	149 187	150 112	150 253	148 197
Annen gjeld m.v.	20 538	24 025	24 754	23 044	21 091
Aksjekapital, fond	10 257	10 255	8 613	8 432	8 432
Gjeld og egenkapital i alt	194 531	199 227	197 629	198 682	195 195

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning	3 798	3 566	3 892	3 700	3 849
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank ²⁾	4 228	4 662	24 599	20 912	34 185
Innskudd i forretnings- og sparebanker	17 316	15 912	14 153	17 310	19 311
Innskudd i utenlandske banker	19 930	18 514	13 691	26 779	20 054
Statssertifikater	21 751	20 445	22 886	21 923	16 270
Andre sertifikater	18 626	21 831	20 880	23 416	27 181
Stats- og statsbankobligasjoner	32 629	29 561	28 932	25 501	28 696
Andre ihendehaverobligasjoner	24 123	25 222	28 114	27 235	26 487
Lån til utlandet	31 105	31 449	32 068	39 095	41 192
Utlån til publikum	552 339	566 821	583 923	601 185	634 658
Herav:					
I utenlandsk valuta	27 995	28 050	28 597	30 413	34 568
Utlån til private finansinstitusjoner	22 395	21 543	18 727	20 573	25 728
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	29 746	48 168	31 866	57 897	32 728
Andre eiendeler ³⁾	55 300	50 973	48 874	62 361	62 160
Eiendeler i alt	833 286	858 667	872 605	947 887	972 499
Innskudd fra publikum	475 762	464 451	481 490	475 982	496 716
Herav:					
I utenlandsk valuta	18 789	20 239	19 851	17 815	17 726
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	12 318	16 079	15 021	18 942	22 827
Innskudd fra private finansinstitusjoner	29 302	30 968	31 958	26 671	24 636
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	37 279	56 047	40 697	64 839	40 172
Innlån i form av banksertifikater	31 844	36 166	30 621	35 020	39 909
Lån og innskudd fra Norges Bank	6 238	450	446	379	636
Lån og innskudd fra utlandet	72 950	72 019	95 592	127 519	133 239
Annen gjeld	108 134	121 001	113 156	135 003	148 640
Aksje-/grunnfondskapital	22 621	22 853	22 738	22 685	22 883
Avsetninger, fond etc.	31 915	31 758	33 157	38 189	38 216
Nettoinntekt	4 923	6 875	7 729	2 658	4 625
Gjeld og egenkapital i alt	833 286	858 667	872 605	947 887	972 499
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	63 509	63 551	59 308	80 700	73 179
Gjeld overfor utlandet	98 550	99 792	128 152	164 826	173 260

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)

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	12 307	13 303	13 675	14 439	13 392
Foretak ²⁾	179 067	183 348	184 878	194 040	213 553
Husholdninger ³⁾	360 965	370 170	385 370	392 706	407 713
Utlån til publikum i alt	552 339	566 821	583 923	601 185	634 658
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	35 933	30 259	35 439	29 477	33 630
Foretak ²⁾	123 116	122 662	138 813	130 042	133 479
Husholdninger ³⁾	316 713	311 530	307 238	316 463	329 607
Innskudd fra publikum i alt	475 762	464 451	481 490	475 982	496 716

¹⁾ Omfatter også Postbanken

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 865	10 530	3 706	8 191	7 875
Sertifikater	3 874	4 081	2 731	8 611	10 015
Stats- og statsbankobligasjoner	1 592	1 542	1 532	1 842	1 611
Andre ihendehaverobligasjoner	14 714	14 565	14 298	16 769	17 856
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	459	348	258	212	164
Publikum	62 998	62 880	59 520	64 249	68 088
Andre	12 683	11 484	8 960	9 264	10 071
Andre eiendeler	2 864	3 168	3 451	1 525	3 075
Eiendeler i alt	108 049	108 598	94 456	110 663	118 755
Sertifikater	18 317	17 761	7 828	22 735	23 354
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	35 876	38 019	37 211	36 655	33 471
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	29 836	30 618	29 783	30 452	38 264
Andre innlån	12 304	10 401	10 046	11 733	13 507
Egenkapital	7 857	7 857	6 641	6 482	6 482
Annen gjeld	3 859	3 942	2 947	2 606	3 677
Sum gjeld og egenkapital	108 049	108 598	94 456	110 663	118 755

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	930	686	833	752	877
Sertifikater	10	5	32	32	36
Ihendehaverobligasjoner	13	13	14	5	5
Utlån ¹⁾ (brutto)	9 724	30 924	32 984	33 849	35 892
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	7 308	28 387	30 266	31 094	32 976
Utlån til andre sektorer (netto)	1 106	1 070	1 058	1 241	1 442
Andre eiendeler ²⁾	1 023	931	935	1 011	1 144
Eiendeler i alt	31 700	32 559	34 798	35 649	37 954
Sertifikater	2 060	1 935	2 145	2 060	2 217
Ihendehaverobligasjonslån	255	255	280	304	250
Lån fra andre enn banker	4 755	4 377	4 933	4 019	4 556
Lån fra banker	16 611	17 675	18 532	20 473	22 065
Annen gjeld m.v.	4 313	4 599	5 195	4 732	4 809
Kapital, fond	3 706	3 718	3 713	4 061	4 057
Gjeld og egenkapital i alt	31 700	32 559	34 798	35 649	37 954

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 541	9 317	8 968	7 076	6 926
Norske sertifikater	22 451	18 083	17 230	18 514	16 060
Utenlandske statskassveksler og sertifikater	2 396	2 211	292	0	0
Norske ihendehaverobligasjoner	74 245	76 908	84 187	85 677	91 434
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	32 157	33 595	31 840	34 942	35 111
Norske aksjer og andeler	19 271	19 584	23 072	20 823	23 262
Utenlandske aksjer og andeler	8 570	9 853	10 723	13 213	15 601
Utlån til publikum	51 479	50 449	49 404	48 099	47 337
Utlån til andre sektorer	1 094	717	766	1 067	1 036
Andre spesifiserte eiendeler	25 355	25 912	23 065	27 000	28 071
Eiendeler i alt	245 559	246 626	249 547	256 411	264 838

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 830	3 024	3 713	3 146	3 445
Norske ihendehaverobligasjoner	37 728	38 041	38 369	39 810	39 543
Utlån til publikum	5 480	5 290	5 170	4 400	4 260
Andre spesifiserte eiendeler	14 493	15 038	15 145	15 895	16 019
Eiendeler i alt	60 531	61 393	62 397	63 251	63 267

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 350	8 167	8 385	8 462	7 314
Norske sertifikater	8 439	8 565	8 366	7 091	6 847
Utenlandske sertifikater	540	678	51	86	51
Norske ihendehaverobligasjoner	16 735	15 798	17 407	17 191	19 903
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	7 495	8 378	8 220	7 728	8 340
Norske aksjer	9 360	9 598	9 678	10 083	9 613
Utenlandske aksjer	3 410	3 087	3 204	3 578	3 804
Utlån til publikum	3 853	3 741	4 006	4 635	4 701
Utlån til andre sektorer	108	114	113	126	171
Andre spesifiserte eiendeler	14 790	15 252	14 483	16 495	18 385
Eiendeler i alt	73 080	73 378	73 913	75 475	79 129

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/3 1997
Bankinnskudd	1 857	1 824	1 832	4 223	4 064
Stats- og statsbanksertifikater	1 341	2 114	1 855	2 377	2 298
Andre norske sertifikater	3 811	5 914	9 455	10 760	12 067
Utenlandske sertifikater	0	5	645	692	683
Stats- og statsbankobligasjoner	5 852	3 689	4 525	2 849	3 709
Andre norske obligasjoner	10 598	7 873	9 968	13 283	14 074
Utenlandske obligasjoner	525	572	590	676	619
Norske aksjer	10 981	11 722	13 340	25 111	32 532
Utenlandske aksjer	1 873	1 772	2 267	3 306	3 154
Andre eiendeler	1 258	1 648	1 297	1 440	1 464
Eiendeler i alt	38 096	37 132	45 774	64 714	74 662

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/3 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	511	670	760	687	387
Forretnings- og sparebanker	685	571	1 262	1 696	1 633
Øvrige finansinstitusjoner	4 498	4 414	4 975	6 621	7 420
Kommuneforvaltning og -foretak	1 288	1 196	2 843	3 583	3 561
Øvrige foretak	12 225	6 865	7 945	12 380	14 936
Husholdninger	17 468	22 522	27 145	37 481	43 271
Utlandet	166	254	365	1 788	2 975
Andelskapital i alt	36 841	36 494	45 296	64 236	74 184

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 058	58 910	58 919	70 127	81 884
Statlige låneinstitutter ¹⁾	103	314	323	918	1 015
Forretnings- og sparebanker ²⁾	1 749	2 417	5 060	5 699	7 403
Forsikringselskaper m.v.	24 735	25 631	30 289	37 121	46 463
Øvrige finansinstitusjoner	401	341	343	367	590
Kommuneforvaltning og -foretak	88	125	185	1 051	246
Statlig eide foretak m.v.	4 905	5 029	5 406	6 267	7 355
Verdipapirfond ³⁾	10 657	11 478	12 667	23 813	36 885
Øvrige ikke-finansielle foretak	49 580	50 847	57 049	90 998	109 813
Husholdninger	27 329	27 270	31 625	36 209	45 744
Utlandet	62 793	77 945	96 067	136 008	159 053
Ufordelt	122	3	1 405	0	4 157
I alt	224 519	260 312	299 338	408 580	500 606

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

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

3) Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Sparebanker	2 495	5 193	5 649	5 941	5 959
Forretningsbanker ¹⁾	8 393	12 563	12 578	12 781	12 908
Forsikringsselskaper	883	956	1 196	1 206	1 206
Andre finansinstitusjoner	1 822	400	288	1 822	1 822
Statlig eide foretak	5 155	5 329	5 376	5 513	5 513
Øvrige ikke finansielle foretak	22 431	25 216	27 234	25 588	26 598
Utllandet	653	1 615	1 657	1 179	1 221
Ufordelt	10	0	768	357	1 053
I alt	41 841	51 271	54 746	54 387	56 280

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.³⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Første halvår 1997	Kjøper-/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finans- foretak. ¹⁾	Forretn.- og spare- banker ²⁾	Forsik- ringssel- skaper mv.	Andre finans- foretak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Hushold -ninger	Utllandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Låntakersektor											
Forretningsbanker ²⁾	113	0	1 127	496	155	-22	1 553	258	-3 006	292	965
Forsikringsselskaper	0	0	-12	-28	0	1	-176	-25	-300	541	0
Andre finansinstitusjoner	0	0	0	0	0	0	-9	-6	-0	14	-0
Statlig eide foretak	519	-28	-114	-280	-3	2	334	-149	956	28	1 265
Øvrige ikke-fin. foretak	-30	30	1 030	1 837	-1	-788	8 799	1 507	-1 054	2 072	13 400
Utllandet	13	0	773	115	2	2	-684	76	-554	865	608
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	-0	0	0	0
I alt	614	2	2 804	2 140	154	-805	9 817	1 661	-3 960	3 812	16 238

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) Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

4) 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 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 870	40 539	39 837	37 815	38 997
Norges Bank	7 590	9 753	11 890	10 193	7 976
Stallige låneinstitutter ¹⁾	19 600	19 808	5 464	2 590	2 930
Forretnings- og sparebanker ²⁾	56 265	47 257	59 927	66 284	69 216
Forsikringselskaper m.v.	115 962	119 405	134 816	147 303	158 108
Øvrige finansinstitusjoner	28 014	19 152	17 424	11 487	10 886
Kommuneforvaltning og -foretak	5 806	6 216	6 482	6 781	6 914
Statlig eide foretak m.v.	3 308	2 420	2 865	1 908	1 993
Verdipapirfond ³⁾	16 317	11 507	12 531	16 131	18 565
Øvrige ikke-finansielle foretak	27 111	21 803	20 292	22 520	24 522
Husholdninger	7 783	8 052	9 087	7 552	7 496
Utlandet	10 562	8 570	12 160	17 450	19 504
Ufordelt	68	49	716	1	812
I alt	341 256	314 530	333 491	348 015	367 919

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 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Statsforvaltningen	98 439	110 839	123 565	126 297	134 664
Stallige låneinstitutter ¹⁾	21 978	17 724	14 765	13 085	16 262
Forretnings- og sparebanker ²⁾	51 426	54 790	53 431	66 283	78 121
Private kredittforetak	62 122	53 029	51 518	43 256	38 971
Andre finansinstitusjoner	2 072	1 568	2 340	2 271	2 208
Kommuneforvaltning og -foretak	44 843	43 628	42 779	44 006	42 959
Statlig eide foretak m.v.	7 896	8 026	8 956	11 096	10 447
Øvrige ikke-finansielle foretak	15 103	16 333	15 792	16 824	17 329
Husholdninger	96	840	1 124	1 005	806
Utlandet	540	1 040	1 100	3 056	3 448
Ufordelt	921	0	1 154	0	215
I alt	305 438	307 818	316 525	327 180	345 430

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

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finansforetak. ¹⁾	Forretn.- og sparebanker ²⁾	Forsikrings- og skaper mv.	Andre finansforetak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Statsforvaltningen	-311	-2 319	-1 706	7 867	95	248	2 303	194	1 755	233	8 359
Statlige låneinstitutter ¹⁾	0	335	856	1 603	25	-30	354	27	13	0	3 184
Forretnings- og sparebanker ²⁾	1 334	-0	4 146	2 867	92	71	2 156	41	90	289	11 086
Kredittforetak	-76	-0	-921	-1 706	-698	-139	-491	-347	-29	119	-4 286
Andre finansinstitusjoner	-1	0	-90	18	-0	0	-16	10	68	6	-6
Kommuneforvaltning og -foretak	421	0	12	-1 602	10	-5	344	62	200	82	-474
Statlig eide foretak m.v.	3	0	-229	256	-97	-18	-561	-9	-7	11	-649
Øvrige ikke-finansielle foretak	-79	0	422	916	-126	33	124	37	60	60	1 447
Husholdninger	0	0	2	-57	-1	-11	7	-19	-0	0	-78
Utlandet	0	0	27	340	0	5	317	45	-139	11	606
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	1 292	-1983	2 519	10 501	-700	155	4 538	40	2 013	811	19 188

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⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	672	745	2 525	5 582	5 507
Norges Bank	21 769	3 914	6 388	1 731	1 580
Statlige låneinstitutter ¹⁾	12 340	11 733	887	965	1 733
Forretnings- og sparebanker ²⁾	10 348	15 937	31 192	41 792	46 398
Forsikringselskaper m.v.	11 586	24 851	29 707	28 882	21 038
Øvrige finansinstitusjoner	3 064	864	845	2 161	8 517
Kommuneforvaltning og -foretak	508	1 141	1 617	1 794	2 257
Statlig eide foretak m.v.	1 378	758	2 491	1 878	2 237
Verdipapirfond ³⁾	4 847	7 973	12 331	13 137	13 131
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 637	4 166	4 645	7 067	7 425
Husholdninger	303	384	591	397	638
Utlandet	603	2 853	4 397	1 422	4 060
Ufordelt	0	92	226	0	1 004
I alt	72 056	75 411	97 842	106 806	115 523

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

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

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Stats sertifikater	33 000	34 000	36 000	48 000	27 000
Bank sertifikater	32 065	37 838	31 254	37 515	43 678
Kreditsertifikater	9 065	8 530	5 780	5 580	7 100
Finanssertifikater	2 060	1 935	2 145	2 050	2 117
Lånesertifikater	26 171	27 678	31 297	31 791	34 679
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	14 148	15 364	16 861	16 305	15 901
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	5 586	6 752	7 176	7 726	8 713
Statlig eide foretak	900	300	2 010	550	750
Private foretak	5 537	5 262	5 250	7 210	9 315
Utlendet	350	350	0	0	0
I alt	102 711	110 331	106 476	124 936	114 574

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skade-/kredittforsikringselskaper	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
Forretningsbanker	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
Sparebanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lån med garanti	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6
Bank	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Markedslån i alt	3,1	2,6	2,2	2,1	2,1

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
1995								
August	913,9	1 093,1	615,3	4,1	3,9	6,2	3,2	10,4
September	919,7	1 100,0	614,2	4,3	3,8	5,2	4,8	8,3
Oktober	924,8	1 105,7	619,3	4,5	4,3	6,7	6,1	7,6
November	928,3	1 110,8	623,3	4,8	4,6	6,7	6,5	6,2
Desember	934,7	1 122,3	614,1	4,9	5,3	5,1	5,8	3,6
1996								
Januar	936,2	1 122,8	624,5	5,0	5,2	7,0	4,7	2,9
Februar	936,3	1 121,3	630,6	4,6	4,7	8,6	4,1	2,7
Mars	942,8	1 127,6	640,2	4,4	4,4	8,9	3,9	8,6
April	950,9	1 133,2	635,8	5,1	4,2	6,5	4,7	9,9
Mai	954,7	1 140,5	635,8	5,2	4,8	5,8	5,9	9,4
Juni	957,6	1 141,1	634,7	5,4	4,3	4,9	6,5	2,3
Juli	960,6	1 143,5	644,0	5,7	4,6	5,7	6,3	1,7
August	967,1	1 147,7	630,5	5,8	4,7	2,5	6,1	-0,5
September	975,6	1 157,8	635,8	5,9	5,0	3,6	7,1	0,9
Oktober	982,3	1 167,6	645,7	6,1	5,0	4,2	8,0	-0,5
November	988,3	1 169,8	648,4	6,4	4,8	4,0	8,4	4,4
Desember	993,1	1 179,8	652,1	6,1	5,0	6,0	7,5	7,7
1997								
Januar	999,5	1 185,9	651,3	6,8	5,3	4,0	6,8	8,6
Februar	1 005,5	1 187,1	640,7	7,2	5,9	1,6	6,4	3,0
Mars	1 013,9	1 194,4	645,9	7,4	5,9	0,9	7,5	-1,7
April	1 031,8	...	647,3	8,1	...	1,9	9,2	-3,6
Mai	1 038,1	...	659,9	8,4	...	3,8	11,0	1,9
Juni	1 051,9	...	660,7	9,3	...	4,1	12,5	6,3
Juli	1 056,1	...	673,1	9,1	...	4,5	11,7	12,9

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 kreditttilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	31/12-1994		31/12-1995		31/12-1996		31/7-1997	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	477 671	6,9	521 352	9,6	583 923	11,8	640 754	14,9
Statlige låneinstitutter	176 625	-2,2	175 439	-0,6	172 126	-1,9	170 626	-0,4
Norges Bank	613	-2,7	590	-3,8	525	-11,0	521	-2,6
Kredittforetak	63 219	-11,8	62 052	-1,0	59 520	-4,5	68 842	5,8
Finansieringsselskaper	24 264	28,0	30 430	25,5	30 266	-0,5	33 140	19,5
Livsforsikringsselskaper	62 306	-6,3	52 000	-16,5	48 099	-7,5	42 683	-15,2
Pensjonskasser og -fond	6 996	-15,4	6 065	-13,3	5 280	-12,9	4 370	-21,7
Skadeforsikringsselskaper	4 147	-4,1	3 961	-4,5	4 635	17,0	4 520	18,0
Obligasjongjeld ¹⁾	67 950	0,3	68 649	1,0	72 080	5,0	70 476	1,3
Sertifkatgjeld	5 672	95,5	9 657	70,3	14 436	49,5	18 080	35,7
Markedslån	4 000	-11,1	4 500	12,5	2 200	-51,5	2 100	-27,6
Sum innenlandsk kreditt (K2) ²⁾	893 463	2,3	934 695	4,9	993 090	6,1	1 056 112	9,1

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

²⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

Tabell 23 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1/1-30/6							
	1995		1996		1996		1997	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	16,9	2,9	-39,0	-6,3	-18,2	-2,9	-23,1	-3,5
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	2,6	0,4	-3,9	-0,6	2,6	0,4	-7,2	-1,1
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-1,3	-0,2	-3,3	-0,5	-3,7	-0,6	-2,1	-0,3
Private bankers og Postbankens kreditttilførsel (+)								
og inntektsoverskudd (-)	47,8	8,2	60,6	9,8	27,0	4,4	42,0	6,4
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-1,0	-0,2	-0,5	-0,1	-1,5	-0,2	3,2	0,5
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,7	-0,1	-0,8	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Publikums netto valutasalgs til bankene ³⁾ (kjøp (-))	-30,7	-5,2	1,7	0,3	-2,7	-0,4	3,1	0,5
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-5,8	-1,0	18,3	3,0	16,9	2,7	0,3	0,1
Endring i pengemengden i alt	30,2	5,1	36,9	6,0	25,7	4,2	15,2	2,3
Memo: Oljeskatter	27,8	4,7	33,1	5,4	14,7	2,4	22,4	3,4

Fotnoter står under tabell 23 b.

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

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubernyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
							1989	29 203
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994	37 957	280 660	83 712	402 329	183 773	586 102	35 889	6,5
1995	39 076	282 983	86 100	408 159	208 124	616 283	30 181	5,1
1996								
April	35 504	292 377	81 591	409 472	221 012	630 484	38 217	6,5
Mai	35 524	291 083	78 874	405 481	216 629	622 110	33 859	5,8
Juni	37 483	304 139	82 124	423 746	218 192	641 938	29 852	4,9
Juli	36 215	300 271	85 599	422 085	218 218	640 303	34 592	5,7
August	35 838	297 214	83 010	416 062	216 712	632 774	15 423	2,5
September	37 886	296 282	83 659	417 827	219 505	637 332	21 875	3,6
Oktober	36 270	303 062	85 873	425 205	223 341	648 546	26 319	4,2
November	36 742	301 003	87 566	425 311	213 187	638 498	24 323	4,0
Desember	39 864	315 589	89 440	444 893	208 334	653 227	36 944	6,0
1997								
Januar	37 752	316 915	88 816	443 483	209 864	653 347	26 295	4,2
Februar	37 729	318 267	90 610	446 606	206 850	653 456	10 044	1,6
Mars	37 452	316 330	90 807	444 589	201 786	646 375	5 616	0,9
April	36 806	313 084	90 527	440 417	201 750	642 167	11 683	1,9
Mai	36 797	313 704	94 360	444 861	200 908	645 769	23 659	3,8
Juni	38 095	337 597	94 363	470 055	198 382	668 437	26 499	4,1
Juli	37 462	331 638	95 847	464 947	204 455	669 402	29 099	4,5

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert 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 innstående på skattekonti i banker. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter).

²⁾ Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), Folke- trygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), utlånsøkning fra statlige låneinstitutter (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kotelån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

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. kvartal		pr. 31/3	
	1994	1995	1996	1996	1997	1996	1997
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	5,6	12,8	9,5	4,6	7,2	338,0	350,1
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,2	-0,8	-0,3	-0,1	0,4	8,4	8,6
Aksjer m.v. ³⁾	1,0	3,7	3,2	1,5	1,0	87,8	104,5
Verdipapirfondsandeler	6,4	2,5	5,1	1,0	4,1	29,0	43,9
Forsikringskrav	16,7	18,6	20,1	5,4	8,3	293,8	321,7
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	7,9	5,4	3,9	3,8	1,7	87,1	89,0
Fordringer i alt	37,4	42,2	41,5	16,2	22,7	844,1	917,8
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	19,6	25,8	44,0	8,6	7,3	349,9	392,7
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	-0,8	0,7	-2,3	-1,0	1,2	125,6	124,7
Lån i private kreditforetak og fin.selskaper	0,3	0,2	-9,4	-3,4	0,9	39,5	34,4
Lån i forsikringselskaper	-4,7	-3,5	0,0	0,1	-0,9	42,0	41,0
Annen gjeld ⁵⁾	-2,4	-1,3	-2,2	-7,5	-7,3	68,0	65,7
Gjeld i alt	12,0	21,9	30,1	-3,2	1,2	625,0	658,5
Netto	25,4	20,3	11,4	19,4	21,5	219,1	259,3

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		1/1-31/8	
	1995	1996	1996	1997
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	26 308	-43 859	-30 415	-44 185
Statspapirer	-30 555	-5 973	-2 301	-15 071
Valutemarkedet	1 019	86 397	31 316	49 368
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 620	-1 621	3 313	3 074
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	113	-1 539	241	1 171
D-lån	1 553	-2 366	-2 419	-122
F-lån	3 354	-7 180	1 425	0
Annen sentralbankfinansiering	-314	-6 508	-488	-4 105
Reserver i alt	-142	17 350	672	-9 869
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-164	17 426	747	-9 869
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	22	-76	-75	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		
1996								
August	5,0	4,9	5,1	5,0	5,6	5,5	6,5	4,5
September	5,0	4,9	5,2	5,1	5,7	5,6	6,5	4,5
Oktober	4,9	4,9	5,2	5,0	5,4	5,3	6,5	4,5
November	4,4	4,3	4,5	4,4	4,7	4,6	6,1	4,1
Desember	4,3	4,2	4,3	4,1	4,4	4,3	6,0	4,0
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

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerrente.
NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1996											
August	3,2	3,9	3,5	3,9	5,8	0,5	5,3	5,5	4,4	0,6	1,7
September	3,0	3,8	3,2	3,7	5,8	0,4	4,9	5,6	4,2	0,8	1,9
Oktober	3,1	3,6	3,0	3,4	5,9	0,4	4,7	5,5	4,1	0,8	1,9
November	3,1	3,6	3,0	3,4	6,3	0,4	4,6	5,4	4,2	0,2	1,2
Desember	3,2	3,6	3,1	3,4	6,4	0,3	4,1	5,6	4,1	-0,1	0,9
1997											
Januar	3,1	3,6	3,0	3,3	6,3	0,4	3,9	5,5	4,0	-0,7	0,3
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

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
1996						
August	5,8	6,1	6,3	6,7	7,0	7,5
September	5,9	6,2	6,3	6,7	7,0	7,5
Oktober	5,6	6,0	6,1	6,5	6,7	7,2
November	5,1	5,5	5,7	6,1	6,5	7,0
Desember	4,9	5,2	5,5	5,9	6,3	6,8
1997						
Januar	4,3	4,6	4,9	5,3	6,0	6,4
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

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⁾
1996											
August	6,4	7,4	7,0	6,4	7,8	3,2	7,9	6,7	7,2	0,0	0,6
September	6,3	7,3	6,6	6,3	7,8	2,9	7,6	7,0	6,9	0,2	0,7
Oktober	6,1	6,9	6,1	6,0	7,5	2,7	6,9	6,6	6,6	0,3	0,7
November	5,9	6,9	6,1	5,8	7,6	2,6	6,8	6,3	6,5	0,2	0,6
Desember	5,9	6,7	6,0	5,7	7,5	2,4	6,3	6,4	6,4	0,1	0,4
1997											
Januar	5,9	6,6	5,8	5,7	7,5	2,5	6,0	6,7	6,3	-0,2	0,1
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

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾					
	Rammelån		Nedbetalingslån		Utlån i alt	Rammelån		Nedbetalingslån		Utlån i alt
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	Kassekreditter og byggelån		Utlån med pant i bolig	Andre utlån			
2. kvartal 1996										
Forretningsbanker	8,98	6,67	6,72	6,99	9,31	6,67	6,87	7,09		
Sparebanker	9,32	6,79	7,21	7,14	9,69	6,81	7,34	7,22		
Sum banker	9,10	6,74	6,93	7,06	9,44	6,75	7,07	7,15		
3. kvartal 1996										
Forretningsbanker	8,98	6,63	6,69	6,94	9,29	6,64	6,91	7,05		
Sparebanker	9,21	6,70	7,20	7,06	9,58	6,72	7,31	7,13		
Sum banker	9,06	6,67	6,92	7,00	9,39	6,68	7,09	7,09		
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		

¹⁾ Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Ordinære vilkår	Spesielle vilkår	Innskudd i alt	Anfordring	Tidsinnskudd
2. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,37	4,58	3,61	3,28	4,55
Sparebanker	3,34	4,69	3,65	3,16	4,51
Sum banker	3,35	4,63	3,63	3,23	4,53
3. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,31	4,62	3,59	3,23	4,56
Sparebanker	3,38	4,67	3,68	3,21	4,52
Sum banker	3,34	4,65	3,63	3,22	4,54
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

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlansform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
2. kvartal 1996	6,0	6,3	6,1
3. " "	6,0	6,2	6,1
4. " "	5,7	6,0	5,8
1. kvartal 1997	5,0	5,5	5,2
2. " "	4,9	5,4	5,1

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
2. kvartal 1996	6,9	7,1	7,0
3. " "	7,0	7,0	7,0
4. " "	6,9	6,7	6,7
1. kvartal 1997	6,6	6,4	6,5
2. " "	6,2	6,2	6,2

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	2. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,1	6,5	6,6	5,5
Rentekostnader	4,7	4,3	4,4	3,6
Netto renteinntekter	2,4	2,2	2,2	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,2	1,1	1,2
Andre driftskostnader	2,5	2,4	2,3	2,1
Driftsresultat før tap	1,1	1,0	1,1	1,0
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,3	1,4	1,1
Kapitaldekning i prosent	11,9	11,6	11,2	10,7
Herav:				
Kjernekapital	8,2	8,1	7,5	7,2

¹⁾ Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	2. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,6	7,0	7,1	5,9
Rentekostnader	4,0	3,7	3,8	2,9
Netto renteinntekter	3,6	3,2	3,3	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,1	1,1
Andre driftskostnader	3,0	2,9	2,8	2,6
Driftsresultat før tap	1,8	1,4	1,5	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	-0,1	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,6	1,4	1,6	1,3
Kapitaldekning ²⁾	14,2	13,9	13,2	13,1
Herav:				
Kjernekapital	10,6	10,4	10,3	9,7

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	2. kvartal	
			1996	1997
Netto renteinntekter	5,6	5,0	4,8	5,0
Sum andre driftsinntekter	2,4	2,5	2,5	2,4
Andre driftskostnader	4,9	4,1	4,0	4,2
Driftsresultat før tap	3,1	3,3	3,2	3,2
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,2	0,2	0,3
Resultat av ordinær drift (før skatt)	2,5	3,5	3,7	2,9
Kapitaldekning ²⁾	13,3	15,9	16,0	14,9
Herav:				
Kjernekapital	12,0	14,8	14,9	14,0

¹⁾ Gjelder 16 morselskaper.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kreditforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	2. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,4	6,8	6,8	6,2
Rentekostnader	6,5	6,0	5,9	5,5
Netto renteinntekter	0,9	0,8	0,9	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,2	0,1	0,1	0,3
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	0,7	0,6	0,6	0,7
Bokført tap på utlån og garantier	-0,1	0,1	-0,0	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,8	0,5	0,6	0,7
Kapitaldekning ¹⁾	18,8	17,4	18,9	17,3
Herav:				
Kjernekapital	14,9	14,3	15,4	13,2

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 kronkurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1996										
August	101,72	8,2262	432,47	111,87	143,14	126,66	9,933	5,9439	96,84	6,4091
September	101,64	8,1963	428,94	111,35	142,25	125,96	10,065	5,8795	97,21	6,4557
Oktober	101,64	8,1603	424,45	110,71	141,87	125,51	10,271	5,7782	98,26	6,4844
November	100,65	8,1148	420,40	109,46	139,64	124,24	10,564	5,6570	95,92	6,3521
Desember	100,51	8,0852	416,73	108,88	139,46	123,35	10,762	5,6811	94,80	6,4657
1997										
Januar	97,75	7,8447	402,35	105,49	135,26	119,22	10,718	5,4734	91,41	6,4475
Februar	96,62	7,7252	395,76	103,77	133,17	117,23	10,761	5,3850	89,50	6,6236
Mars	97,86	7,8306	401,40	105,22	134,27	118,98	10,940	5,5659	89,03	6,8178
April	99,67	7,9807	407,51	106,97	135,85	120,98	11,353	5,5486	90,71	6,9655
Mai	101,67	8,1167	414,75	108,91	137,50	122,98	11,529	5,9525	92,03	7,0612
Juni	103,25	8,1936	417,46	109,64	139,31	123,68	11,840	6,3048	93,07	7,2041
Juli	104,64	8,2191	415,44	109,08	140,17	123,14	12,423	6,4551	95,22	7,4315
August	104,47	8,1754	413,96	108,67	138,45	122,82	12,233	6,4698	95,41	7,6286

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 oppgjørsvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1996					
August	1,4820	2,2969	3,415	72,760	107,83
September	1,5051	2,3465	3,405	72,955	109,80
Oktober	1,5277	2,4199	3,382	73,470	112,23
November	1,5110	2,5129	3,384	74,318	112,29
Desember	1,5515	2,5824	3,378	73,361	113,82
1997					
Januar	1,6030	2,6641	3,375	73,508	117,82
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

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1995	1996	jan-jun	
			1996	1997
Varebalansen	50 384	88 010	39 752	43 691
Tjenestebalansen	5 305	8 062	6 985	3 603
Rente- og stonadsbalansen	-27 293	-23 752	-9 610	-11 737
A. Driftsbalansen	28 396	72 320	37 127	35 557
	Fordelt på:			
Oljevirksomhet ¹⁾	105 708	148 213	68 001	78 934
Utenriks sjøfart ¹⁾	25 640	26 654	13 754	12 884
Annet	-102 952	-102 547	-44 628	-56 261
B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet	-1 224	-254	-37	-335
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	-23 584	16 296	-10 542	-5 496
	I form av:			
Direkte investeringer	-2 794	-360	-6 215	-11 596
Portefoljeinvesteringer	-10 980	13 240	-10 226	-16 452
Andre finansinvesteringer	18 072	78 718	30 233	33 545
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302	-24 334	-10 993
	Fordelt på:			
Statsforvaltningen	8 003	5 229	-4 510	-22 929
Kommuneforvaltningen	-1 109	-1 367	-1 137	-811
Forretnings- og sparebanker	-1 041	56 069	21 319	25 162
Forsikring	783	-4 258	-2 307	-1 944
Andre finansinstitusjoner	1 785	11 533	1 713	15 032
Utenriks sjøfart	-3 728	-297	-2 329	1 058
Oljevirksomhet	12 514	11 950	10 769	15 067
Andre private og statlige foretak	-12 909	12 739	-9 726	-25 138
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302	-24 334	-10 993
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)	3 588	88 362	26 548	29 726
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl.	2 276	-1 270	817	14 384
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	5 864	87 092	27 365	44 110
	Herav ³⁾ :			
Internasjonale reserver	2 175	26 839	26 930	38 034
Plassering av Statens petroleumsfond	0	47 539	1 985	3 043

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	13,6	84,9	-71,3
Norges Bank	151,1	13,0	138,1	145,7	8,6	137,1	229,6	5,5	224,1
Stallige låneinstitutter	0,9	2,2	-1,3	1,0	2,0	-1,0	0,8	1,7	-0,9
Forretnings- og sparebanker ²⁾	49,3	62,8	-13,5	46,5	60,8	-14,3	58,7	128,6	-69,9
Kredittforetak	23,6	36,5	-12,9	24,1	40,1	-16,0	24,5	51,4	-26,9
Finansieringsselskaper	0,1	5,8	-5,7	0,4	7,3	-6,9	1,3	8,3	-7,0
Forsikringsselskaper	28,6	2,6	26,0	51,7	2,7	49,0	54,8	1,6	53,2
Kommuneforvaltning	0,0	3,3	-3,3	0,0	2,3	-2,3	0,0	1,1	-1,1
Kommuneforetak	0,1	2,0	-1,9	0,1	1,9	-1,8	0,0	2,1	-2,1
Statsforetak	45,5	50,9	-5,4	50,4	56,3	-5,9	45,4	63,4	-18,0
Andre norske sektorer	73,6	154,6	-81,0	85,5	157,1	-71,6	90,5	173,5	-83,0
Uforklart differanse ³⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,3	0,0	75,3
Alle sektorer	385,6	409,4	-23,9	418,9	417,0	1,9	594,5	522,1	72,4

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstelling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutatstatistikken. Byråets «finanstelling» pr. 31. desember 1995 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

¹⁾ Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

²⁾ Inklusiv Postbanken.

³⁾ Omfatter nettobeløp som det på det angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektoriserer samt statistiske feil. For enkelthets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	1994	1995	1996	1. kvartal		Utestående
				1996	1997	31. mars 1997
Total	277	680	506	75	287	8 314
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	0	257	310	52	65	2 626
banker (og ufordelt)	277	423	196	23	222	5 688

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			1. kvartal	
	1994	1995	1996	1996	1997
Amerikanske dollar (USD)	32,6	31,9	32,7	32,1	34,0
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,9	11,1
Sveitsiske franc (CHF)	3,0	3,0	2,6	3,0	2,6
Japanske yen (JPY)	10,6	10,9	9,9	10,4	9,4
Britiske pund (GBP)	3,1	2,9	3,5	2,9	3,7
Franske franc (FRF)	3,3	3,9	3,6	3,7	3,3
Italienske lire (ITL)	2,4	2,8	3,7	2,9	3,5
ECU	2,1	1,8	1,4	1,8	1,3
Ufordelt ¹⁾	31,2	31,1	30,9	31,3	31,1
Totalt i mrd. USD	7 116,7	8 072,6	8 299,6	8 010,1	8 314,0

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	1. kvartal	
				1996	1997
Emisjoner av obligasjoner	429	467	709	184	231
– av dette med flytende rente	96	79	166	35	49
Bankullån	236	370	345	70	89
Annen internasjonal opplåning	5	4	5	0	0
Samlet opplåning	670	841	1 059	254	320

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1994	1995	1996	1. kvartal	
				1996	1997
OECD-området	87,7	90,1	88,3	90,7	86,9
Ikke-OECD land	10,5	7,8	9,4	7,0	10,7
Internasjonale institusjoner og andre land	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4

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
1996 Juli	0,0	35,6	13,9	-23,9	25,6	45,0	77,2	31,0	101,1
August	0,0	31,7	14,3	-19,7	26,3	46,4	90,2	32,1	109,9
September	0,0	30,1	13,9	-19,0	25,0	45,9	86,2	32,0	105,2
Oktober	0,0	26,3	18,6	-17,7	27,2	49,4	114,0	30,8	131,7
November	0,0	20,5	23,4	-20,5	23,4	56,2	117,7	32,8	138,2
Desember	0,0	14,9	31,7	-15,4	31,2	62,3	116,4	30,6	131,9
1997 Januar	0,0	7,3	35,9	-12,2	31,0	71,0	130,6	35,1	142,8
Februar	0,0	2,7	36,4	-11,4	27,7	72,0	130,8	35,6	142,2
Mars	0,0	9,1	39,2	-6,6	41,7	75,3	128,4	36,1	135,0
April	0,0	10,0	38,4	-12,9	35,5	71,5	111,4	33,1	124,3
Mai	0,0	8,7	38,0	-14,1	32,6	70,5	108,5	32,5	122,6
Juni	0,0	13,3	42,2	-8,4	47,1	70,0	104,0	27,8	112,4
Juli	0,0	14,8	43,4	-12,9	45,3	70,6	116,4	27,2	129,3

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)

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Valutaaktiva, spot	0 615	89 304	82 940	101 978	107 798
Valutapassiva, spot	114 343	111 190	130 081	150 009	175 796
1. Spotbalanse, netto	-23 728	-21 886	-47 141	-48 031	-67 998
2. Terminbalanse, netto	23 632	23 567	43 202	42 422	56 697
3. Opsjonsposisjon mot NOK	14	-96	-72	9	-42
4. Totalposisjon (1+2+3)	-82	1 585	-4 011	- 5 600	-11 343

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene (Milliarder kroner)

	Uke i 1997																
	1-52	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	1-36
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-90	-0,63	-0,73	-0,73	-0,57	-0,38	-0,75	-0,42	-0,83	-0,62	-0,62	-0,70	0,16	-0,63	-0,89	-1,03	-49,00
1. Spot	-90	-0,63	-0,73	-0,73	-0,57	-0,38	-0,75	-0,42	-0,83	-0,62	-0,62	-0,70	0,16	-0,63	-0,89	-1,03	-49,00
2. Termin	0																
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																	
B. Utlandet	-24														1,98	1,48	-15,33
1. Spot ¹⁾	-11	3,89	-3,71	1,29	6,48	-3,17	-2,13	0,41	0,49	-2,76	1,55	1,64	-2,17	-1,98	5,13	-3,80	-7,46
2. Termin ¹⁾	-13														-3,15	5,28	-7,87
C. Norske sektorer, utenom bankene	-66																
1. Spot ¹⁾	-57																
2. Termin ¹⁾	-7																
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-2																
D. Annet	0	2,27	0,66	-3,94	-6,51	3,60	2,96	4,38	-12,01	4,80	-1,45	-3,74	8,09	6,32	0,19	-4,07	9,05
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,72
2. Kurstap spot, utlandet	-2	0,14	0,40	0,74	0,25	0,13	-0,01	0,37	-0,09	0,86	0,08	0,36	-0,22	0,33	-2,36	0,00	3,77
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	0	1,50	-0,12	-1,36	0,51	-2,77	0,28	0,94	-4,14	1,37	-4,20	3,38	2,00	-0,34	6,57	-0,93	4,82
4. Økning i bankenes totalposisjon	1	0,61	0,36	-3,34	-7,28	6,22	2,67	3,05	-7,80	2,55	2,65	-7,50	6,29	6,31	-4,04	-3,16	-0,25
Spesifikasjon:																	
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																	
Netto NOK-fordringer på bankene	0	2,59	-2,81	2,43	0,08	-2,93	-2,57	3,14	-0,46	-0,78	1,27	0,46	-1,17	-1,87	4,77	-2,39	-2,77
VPS-registrerte aksjer	-9	-0,12	0,21	0,77	0,62	-0,40	-0,53	-0,43	-0,20	0,04	0,36	0,31	0,02	0,08	0,32	-0,24	7,14
VPS-registrerte obligasjoner	-5	1,03	-0,41	-1,57	-0,25	-0,27	0,88	-2,07	1,26	-1,45	0,10	0,27	-1,04	-0,40	0,16	-0,12	-4,43
VPS-registrerte sertifikater	3	0,38	-0,70	-0,34	6,02	0,43	0,09	-0,23	-0,11	-0,56	-0,19	-2,68	0,02	0,22	-0,12	-1,05	-7,37
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	3,88	-3,71	1,29	6,47	-3,17	-2,13	0,41	0,49	-2,75	1,54	-1,64	-2,17	-1,97	5,13	-3,80	-7,43
Memo:																	
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-5,03	-6,32	2,06	-4,50	1,34	8,82	0,37	-11,05	4,06	3,18	-1,88	7,43	...	-1,33	-0,27	-29,72

Merk: Som følge av problemer med bakgrunnsmateriale vil det bli foretatt opprettinger for en del uker forut for uke 35.

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.

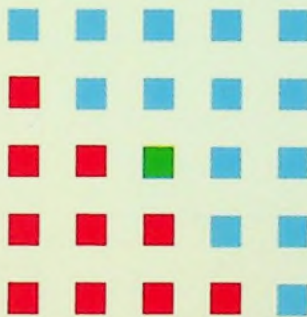
<i>Reg.nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 57 24 00		71 57 24 01

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nbliil n	61 25 99 44
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassektr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nburn 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)