

# Penger og Kreditt 1997/2

ARKIVEKSEMPLAR

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK



NORGES BANK

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek



013300VPA

Penger og Kredit utgis hvert kvartal  
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år  
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.99.00043  
eller ved henvendelse til:  
Norges Bank, Abonnementservice  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo  
Telefon: 22 31 63 83  
Telefaks: 22 41 31 05  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

Ansv. redaktør: Kjell Storvik  
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl  
Redaksjonsutvalg: Harald Bøhn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)  
Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen  
Brynjulv Vollan, Statistikkavdelingen  
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler  
Anne Berit Christiansen, Økonomisk avdeling  
Else Bøthun, Juridisk avdeling  
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen  
Else Marie Stuenæs, Personalavdelingen

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](http://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 10½ 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 Kredit trykkes på miljøvennlig papir – Svanemerket.

## INNHOLD

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

- 171 Ubalanser og paradokser  
*Leder*
- Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:
- 172 Inflasjonsrapport  
*Temaer utdypet i egne rammer:*
- 176 – Underliggende inflasjon
- 183 – Harmonisert indeks for forbrukspriser
- 192 – Vurdering av anslag på den økonomiske utviklingen for årene 1994 til 1996
- 201 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjoner  
*Aktuell utdyping:*
- 213 – Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land
- 215 Finansielt utsyn
- Artikkelstoff og tabelldel:
- 228 Storbritannia og Sverige gir større ansvar til sentralbankene  
*Amund Holmsen*
- 231 Hvor stor del av Statens petroleumsfond bør investeres i aksjer?  
*Jens Petter Olsen*
- 238 Norges Banks likviditetspolitikk – og litt om andre land  
*Pål Winje og Lars-Erik Aas*
- 245 Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel  
*Dag-Inge Flatraaker og Geir Bruflot*
- 254 Valutastrømmer og utenriksregnskap 1996 og de to første måneder 1997  
*Ashjørn M. Enge og Jon Petter Holter*
- Brev og uttalelser fra Norges Bank:
- 258 Fremtidig forvaltning av Statens petroleumsfond  
*Brev av 10. april til Finansdepartementet*
- 266 Etableringen av oppgjørssystemet TARGET og mulige konsekvenser for norsk finansnæring  
*Brev av 20. mars til Finansdepartementet*
- 269 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1997
- 270 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 272 Tabeller

*Redaksjonen avsluttet:*

- Kvartalsoversikten: 13. juni 1997
- Artikkelstoff: 11. juni 1997
- Tabelldelen: 11. juni 1997

## 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.

Jeg har i de siste inflasjonsrapporter gitt uttrykk for en stigende grad av uro over enkelte utviklingstrekk i norsk økonomi. Situasjonen nå gir etter min mening grunn til ytterligere bekymring.

På overflaten kan denne bekymringen virke overdrevet. Prisstigningen ser ut til å holde seg rundt 2-2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent, og blir lavere i år enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Vi har nettopp vært gjennom et lønnsoppgjør der partene nok en gang har bekreftet solidaritetslinjen, selv om både en reallønnsvekst på opp mot 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent og pensjonsreformene vil kunne vise seg å koste mer enn det smaker på litt lengre sikt.

Under overflaten blir imidlertid ubalansene i økonomien stadig mer tydelige. Vi er i ferd med å uttømme den ledige kapasitet som økonomien hadde å gå på ved inngangen til den nåværende høykonjunkturen, samtidig som veksten i etterspørselen fortsetter. Ubalansen viser seg på flere måter:

- Det er fortsatt høy vekst i sysselsettingen, ledigheten fortsetter å falle, og det er indikasjoner på økende ressursknapphet - inklusive knapphet på kvalifisert arbeidskraft - i store deler av næringslivet og offentlig sektor.
- Det er økende vekst i publikums kreditt og i den mengden av penger som benyttes av publikum til vanlige transaksjoner (M1). Veksten i kreditt og i M1 er nå høyere enn veksten i nominelt BNP, noe som hvis det vedvarer, vil innebære at det bygger seg opp inflasjonspress i økonomien.
- I rapporten «Finansielt utsyn» som presenteres i denne utgaven av Penger og Kreditt, påpekes at en større del av bankenes kreditt går til mer usikre lån enn tidligere, samtidig som bankene i økende grad er avhengige av kortsiktig utenlandsk finansiering.
- Fallhøyden i formuesmarkedene er økende. Boligprisene har vist høy vekst, og husholdningenes finansielle sparing var negativ i fjorårets to siste kvartaler. Det er samtidig kraftig vekst i igangsettingen av nye boliger. Aksjekursene ligger på et historisk høyt nivå.
- Anslagene i inflasjonsrapporten antyder at økonomien vil fortsette å vokse betydelig mer enn den underliggende veksten i kapasiteten, og at arbeidsmarkedet vil fortsette å stramme seg til.

At denne utviklingen skulle være forenlig med fortsatt moderat lønns- og prisvekst, kan synes som et paradoks.

Hovedforklaringen kan være at prisstigningen i Norge delvis blir holdt nede av en for tiden meget lav internasjonal prisstigning. Norsk økonomi er relativt åpen, og utenlandsk inflasjon vil alltid ha relativt sterkt gjennomslag også i den norske prisutviklingen. Utenlandsk konkurranse på mange områder innebærer dessuten at også norske produsenter vil nøle med å sette opp prisene. Anslagene i inflasjonsrapporten innebærer at dette hovedbildet kan holde seg også neste år.

Våre tidligere erfaringer tilsier imidlertid at norsk økonomi før eller senere vil møte skranke som innebærer at pris- og kostnadsveksten vil kunne tilta vesentlig, med mindre presset i økonomien reduseres. Det kan da bli nødvendig med nye og kraftigere innstramminger for å gjenopprette stabiliteten i økonomien og til liten til at inflasjonen holdes under kontroll.

Det er vanskelig å tidfeste slike begivenheter, og de kan bli utløst av uforutsette «sjokk» i økonomien. Det er også usikkerhet knyttet til hvor mye vi har å gå på i forhold til arbeidsmarkedet, og til hvorvidt lønns- og prisdannelsen i en verden preget av lav inflasjon kanskje er en annen enn tidligere. Usikkerheten går imidlertid begge veier, og det kan også hende at vi nok en gang undervurderer presset i økonomien eller veksten i etterspørselen. I vår *holdning* til den usikkerhet vi står overfor, er det all grunn til å legge vekt på risikoen for tiltakende ubalanser og økende prisstigning.

For å redusere risikoen for en uholdbar økning i prisstigningen, må veksten i den samlede etterspørselen ned. Samtidig er det nå få, om noen, elementer i den økonomiske utviklingen som faktisk bidrar til å redusere veksten i etterspørselen. Pengepolitikken er bundet opp til å hindre en styrking av kronkursen. Innstrammingen av finanspolitikken som opprinnelig var foreslått i fjor høst, synes det nå å bli lite igjen av. Igjen kan det virke nokså paradoksal at jo større behov det er for å føre en stram økonomisk politikk, desto mindre synes muligheten å være for å få gjennomført en innstramming.

*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:*

- Underliggende inflasjon

- 2** NÆRMERE OM PRISUTVIKLINGEN
- 2.1 Konsumpriser
  - 2.2 Råvarepriser og importpriser
  - 2.3 Engros- og produsentpriser
  - 2.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

*Utdyping:*

- Harmonisert indeks for forbrukspriser

- 3** RENTER, VALUTAKURS OG MONTÆRE STØRRELSER
- 3.1 Renter og valutakurs
  - 3.2 Pengemengdevekst
  - 3.3 Kredittvekst

- 4** NÆRMERE OM KONJUNKTURUTVIKLINGEN
- 4.1 Hovedtrekk
  - 4.2 Husholdningenes tilpasning
  - 4.3 Realinvesteringene
  - 4.4 Finanspolitikken
  - 4.5 Utenrikshandelen

*Utdyping:*

- Vurdering av anslag på den økonomiske utviklingen for årene 1994 til 1996

- 5** ARBEIDSMARKEDET OG KOSTNADSUTVIKLINGEN
- 5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet
  - 5.2 Lønninger

Redaksjonen avsluttet 13. juni 1997

# I UTSIKTER FOR INFLASJONEN

Den sterke økonomiske veksten har fortsatt inn i 1997. Anslagene i denne rapporten peker mot en videreføring av den høye økonomiske aktiviteten både i år og neste år, med en markert nedgang i arbeidsledigheten.

Prisveksten anslås til  $2\frac{1}{2}$  prosent i 1997 og 2 prosent i 1998. Nedgangen i prisveksten fra 1997 til 1998 skyldes i hovedsak lavere elektrisitetspriser. Korrigert for avgiftsendringer og elektrisitetspriser, kan den «underliggende» prisveksten anslås til rundt 2 prosent i 1997 og  $2\frac{1}{4}$  prosent i 1998.

Inflasjonsanslagene i denne rapporten er Norges Banks beste vurdering av utsiktene. Vi anser det således som mest sannsynlig at prisveksten vil forbli moderat i de nærmeste 18 månedene. Risikoen for en vesentlig sterkere vekst i priser og lønninger enn anslått vurderes imidlertid samlet sett som større enn den motsatte utviklingen.

## 1.1 Nytt siden sist

Den økonomiske veksten ble sterkere i 1996 enn tidligere antatt. Veksten i offentlig konsum, eksport og import av tradisjonelle varer og bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands-Norge er betydelig oppjustert. Veksten har fortsatt inn i 1997, med kraftig vekst i sysselsettingen og markert lavere ledighet.

I forrige inflasjonsrapport pekte vi på at veksten i norsk økonomi forsterket seg i 1996, og vi anslo at aktiviteten i økonomien ville holde seg høy fremover. Kvartalsvist nasjonalregnskap for første kvartal kan antyde en viss avdemping i veksttakten i etterspørsel og produksjon. På tross av fall i flere etterspørselskomponenter økte likevel samlet innenlandsk etterspørsel sesongjustert med 1 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, først og fremst som følge av økte oljeinvesteringer. BNP for Fastlands-Norge falt sesongjustert med 0,5 prosent fra fjerde kvartal til første kvartal. Tallene må imidlertid tolkes med forsiktighet. Påsken falt i første kvartal i år, mens den var i andre kvartal i fjor. Samtidig var det skuddår i fjor. Disse forholdene er det ikke fullt ut korrigert for ved sesongjustering av tallene.

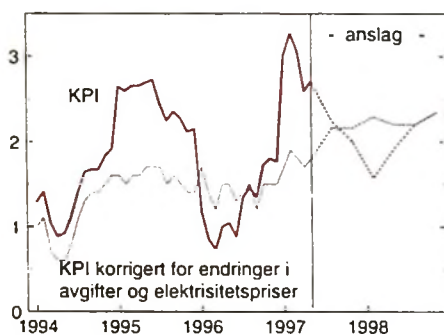
Andre korttidsindikatorer bekrefter at den økonomiske aktiviteten fortsatt er høy:

- Den sterke sysselsettingsveksten vi så gjennom fjoråret fortsatte i første kvartal i år. Dersom det korrigeres for påskens plassering, økte sysselsettingen med

67 000 personer, eller 3,1 prosent, sammenlignet med første kvartal i fjor. Ifølge Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) gikk arbeidsledigheten ned med 0,9 prosentpoeng i samme periode. Arbeidsledigheten synes nå å falle noe raskere enn i de foregående årene, noe som kan tyde på at veksten i arbeidsstyrken er i ferd med å avta slik at bedriftene i økende grad sysselsetter tidligere arbeidsledige i nye stillinger. Et økende antall bedrifter rapporterer om mangel på arbeidskraft.

- Formuesprisene fortsetter å øke. Boligprisene økte med 6 1/2 prosent i første kvartal sammenliknet med foregående kvartal og var 14 prosent høyere enn året før. Etter en svakere periode i slutten av mars og begynnelsen av april har totalindeksen på Oslo Børs fortsatt å stige, og er over 6 prosent høyere enn ved forrige inflasjonsrapport og rundt 40 prosent høyere enn for ett år siden.

**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 forrige år. Consensus forecasts i parentes<sup>1</sup>).

	1997		1998	
USA	2.9	(2.8)	3	(3.1)
Japan	1 1/4	(1,3)	1	(0,9)
Tyskland	1 1/2	(1,6)	1 1/2	(2,0)
Storbritannia	2 1/2	(2,7)	3	(3,1)
Sverige	1	(0,8)	2	(2,0)
Finland	1	(1,3)	1 1/2	(2,1)
Danmark	2	(2,4)	2 1/2	(2,7)
Norges handelspartnere	1 3/4	(2,0)	2	(2,3)
EU-12-landene <sup>2)</sup>	2	(2,2)	2	(2,3)

<sup>1)</sup> Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private institusjoner, pr. mai 1997.

<sup>2)</sup> Sammenveiet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank og Consensus Forecasts

Konsumprisveksten, regnet fra samme måned året før, nådde en topp i februar med 3,3 prosent. Siden falt vekstraten til 2,6 prosent i april, men økte svakt til 2,7 prosent i mai. Fallet i vekstraten har vært større enn vi antok i forrige inflasjonsrapport, noe som særlig har sammenheng med at prisen på elektrisk kraft levert til husholdningene har falt mer enn vi la til grunn.

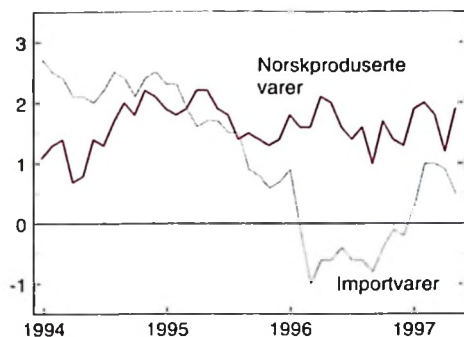
Lønnsoppjøret i år peker i retning av en lønnsvekst litt i underkant av i fjor. Basert på opplysninger fra de sentrale oppgjørene, ser det ut til at årslønnsveksten kan komme til å bli rundt 4 prosent.

Valutakursforholdene er endret siden forrige inflasjonsrapport. Etter å ha vært sterk i de første månedene i år, var kronkursen 13. juni om lag 4 1/2 prosent svakere i forhold til ECU enn den var midt i mars. Kronkursen var på sitt sterkeste i begynnelsen av februar, men var i første halvdel av juni tilbake omtrent på nivået fra oktober i fjor.

I Revidert nasjonalbudsjett (RNB) for 1997 anslås nå den underliggende realveksten i statsbudsjettets utgifter til 1 3/4 prosent, en oppjustering fra anslaget på 1/4 prosent i Salderingsproposisjonen. Målt ved endringen i det olje-, rente og aktivitetskorrigerte budsjettoverskuddet, innebærer budsjettopplegget for 1997 i RNB en innstramning i den innenlandske etterspørselen tilsvarende 1/2 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mens anslaget i Salderingsproposisjonen var 1 prosent. Den reduserte inndragningen i budsjettet er dels et resultat av den endelige behandlingen av budsjettet i desember og dels at utgiftsnivået i 1996 ble lavere enn tidligere lagt til grunn. Det foreligger ikke forslag i RNB om ytterligere innstramning i budsjettet.

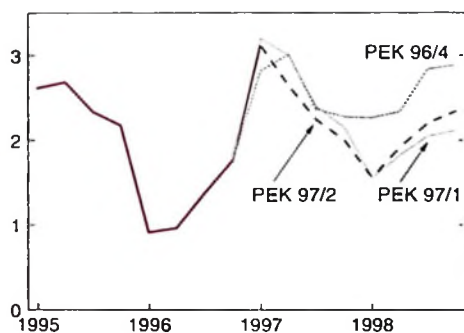


**Figur 1.2** Konsumprisene eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Norskproduserte varer og importerte varer. Prosent



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

## 1.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Pris- og kostnadsveksten i Norge er fortsatt moderat, til tross for fire år med sterk økonomisk vekst. Det er flere årsaker til dette: Lavkonjunkturen i Kontinental-Europa de siste årene har bidratt til at importerte varer har hatt en meget lav prisvekst, jf. figur 1.2. Norskproduserte varer har hatt en høyere prisvekst enn importerte varer de siste to årene, og prisstigningen i Norge kan bli noe høyere enn blant våre handelspartnere i tiden fremover. Samtidig bidrar fortsatt moderat vekst i lønnskostnadene, sammen med sterk konkurranse i varehandelen, også til å holde konsumprisveksten nede.

Vi venter at prisutviklingen på importerte varer vil fortsette å dempe den generelle konsumprisveksten. Norskproduserte varer og tjenester er i hovedsak påvirket av lønnskostnadsveksten. Den moderate timelønnsveksten vi har hatt de siste årene er et resultat av at arbeidsledigheten har vært høy, sammen med en vilje til moderasjon, men må også ses i sammenheng med tidligpensjonsreformene. Pensjonsreformene bidrar til økte kostnader for bedriftene og offentlig sektor i årene fremover, noe som kan forklare hvorfor den nominelle lønnsveksten ikke er blitt høyere. Over tid må en regne med at et stadig strammere arbeidsmarked før eller senere vil slå ut i sterkere samlet lønnsvekst enn tidligere. Dersom i tillegg den internasjonale kostnadsveksten blir høyere enn ventet, kan den norske konsumprisveksten etter hvert komme til å øke betydelig. Foreløpig er det imidlertid ikke tegn til at konsumprisveksten tar seg vesentlig opp.

Anslagene i forrige inflasjonsrapport innebar at konsumprisveksten ville ta seg opp til over 3 prosent i begynnelsen av 1997, for så å falle ned mot 2 prosent mot slutten av året og i 1998. Forløpet for prisstigningen gjennom året skyldtes i hovedsak avgiftsendringer. Økningen i strømprisene i siste del av 1996 samt forventninger om lavere strømpriser utover i 1997. Vi anslo at prisveksten korrigert for avgifter og strømpriser ville tilta noe gjennom inneværende år og neste år.

Elektrisitetsprisene har falt mer og raskere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Dette er reflektert i noe lavere prisstigning så langt i år enn vi så for oss sist, og er den viktigste årsaken til at prisvekstanslaget for i år er justert ned til 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent. For 1998 anslår vi som sist en prisvekst på 2 prosent.

Anslagene for den «underliggende» prisveksten, se nærmere omtale i egen ramme, er i hovedsak uendret fra forrige inflasjonsrapport. Korrigert for avgifter og strømpriser anslås prisveksten til rundt 2 prosent i år og 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent neste år. Lønnsveksten i år og neste år er nedjustert. På den annen side er valutakursen nå svakere enn vi la til grunn sist, slik at veksten i importprisene både i år og neste år er anslått noe høyere enn vi så for oss sist. Vi legger også til grunn at

## UNDERLIGGENDE INFLASJON

Et viktig siktemål med Norges Banks inflasjonsrapporter er å analysere det faktiske prispresset i økonomien og å belyse prisdrivende faktorer som kan føre til inflasjon. Når vi skal måle inflasjonen, er vi ikke ute etter å måle om enkeltpriiser går opp eller ned. Inflasjon har vi først når det generelle prisnivået i økonomien viser vedvarende stigning. I Norge har det i mange sammenhenger vært vanlig å sette likhetstegn mellom inflasjon og veksten i konsumprisindeksen (KPI). KPI kan imidlertid være preget av tilfeldige og forbigående sjokk, som ikke har varig virkning på prisstigningen. Endring i momssatsen, økte særavgifter eller kraftige prisendringer på elektrisk kraft kan være eksempler på slike sjokk. Begrepet underliggende inflasjon er derfor innført for å skille mellom kraftige relative prisendringer og engangssjokk på prisnivået som bare midlertidig påvirker prisveksten på den ene siden, og den mer trendmessige økning i alle priser på den andre siden.

Det er særlig i land hvor pengepolitikken er rettet direkte mot inflasjonsstyring at indikatorer for den underliggende inflasjonen beregnes. Uansett valg av styringsmål for pengepolitikken har imidlertid myndighetene et behov for å vurdere den aktuelle prisutviklingen. Dersom prisstigningen målt ved KPI stiger mer enn anslått, vil det være nyttig å ha en indikator som antyder om dette skyldes tilfeldige og forbigående forhold eller er et utslag av økt press i økonomien.

Forskjellen mellom prisstigningen målt ved KPI og den underliggende inflasjonen kan illustreres ved et svært forenklet og stilisert eksempel. Figur 1 viser en hypotetisk bane for prisnivået målt ved KPI over en 16 kvartalers periode. Anta at et sjokk inntreffer i det femte kvartalet. Et slikt sjokk kan for eksempel skyldes et hopp i oljeprisen, økte offentlige særavgifter eller en økning i merverdiavgiften. Dette fører her i eksempelet til en økning i prisnivået målt ved KPI på 3 prosent, jf. den tykke linjen. Vi forutsetter at virkningen på KPI skjer umiddelbart, og ser bort fra eventuelle andre-runde effekter av sjokket. Etter femte kvartal antar vi at prisnivået stiger med en

svak positiv trend slik det gjorde før sjokket inntraff. Den tynne linjen viser utviklingen i KPI dersom et slikt sjokk ikke hadde inntruffet.

Som en følge av prisnivå-sjokket i femte kvartal hopper tolv månedersveksten målt ved KPI fra 2 til 5 prosent, jf. den tykke linjen i figur 2. I det niende kvartalet faller imidlertid prisstigningen til 2 prosent. Prisnivå-sjokket har således kun en midlertidig effekt på veksten i KPI. Det er derfor ikke behov for endringer i den økonomiske politikken med sikte på å redusere prisstigningen fordi dette vil skje av seg selv.

Ved beregning av en indikator for den underliggende inflasjonsraten søker man å fjerne effektene av prisnivåsjokk av den typen vi nettopp har sett på, jf. den tynne linjen i figur 2. Ved å beregne en indikator for den underliggende inflasjonen vil man derfor kunne «se gjennom» den midlertidige økningen i prisstigningen målt ved KPI, og på den måten få et klarere bilde av den faktiske inflasjonen i økonomien.

Et prissjokk som i dette eksemplet kan imidlertid gi opphav til økende inflasjon på litt lengre sikt, ved at øvrige priser (og lønninger) øker. Dette kan skyldes at lønns- og prisfastsettere ikke har tilstrekkelig tillit til at en relativ prisendring ikke sprer seg, eller at de vil ha kompensasjon for endring i prisnivået. Ved for eksempel en økning i merverdiavgiften vil blant annet enkelte grupper arbeidstakere antakelig kreve, og kunne få, lønnskompensasjon på grunn av de økte levkostnadene. Disse lønnsøkningene kan overveltes, helt eller delvis, i økte produktpriser. Tilsvarende effekter kan vi få av andre typer prissjokk og via andre kanaler enn lønningene. Har dette et utbredt omfang, vil dermed et prissjokk kunne gi opphav til økt inflasjon. En indikator for underliggende inflasjon skal ideelt sett ikke fange opp første-runde effektene av sjokk, men skal reflektere andre- og senere-rundes effekter.

Bråten og Olsen (1997) har sett på ulike metoder for beregning av en slik indikator for den underliggende inflasjonen, basert på de mest vanlige metodene benyttet internasjonalt. De finner det vanskelig å anbefale én indikator fremfor en annen, da det er problematisk å

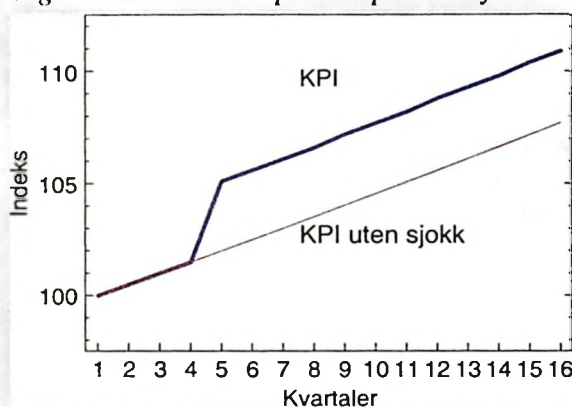
finne klare objektive krav som en slik indikator bør oppfylle. Rapporten gir dermed ingen fasit på hvordan en indikator for den underliggende inflasjonen bør beregnes. I Norges Banks inflasjonsrapport publiseres en indikator for underliggende inflasjon hvor det korrigeres for indirekte avgifter og elektrisitetspriser, jf. figur 1.1. Vekst i konsumprisene som skyldes økte avgifter er ikke et uttrykk for presstendenser i økonomien. Likeledes skyldes den siste tids store fluktuasjoner i strømprisene værmessige forhold som heller ikke kan sies å ha noe med den fundamentale ut-

viklingen i økonomien å gjøre. Selv om denne indikatoren bare er en av flere mulige, gir den et mer riktig bilde av de aktuelle inflasjonstendensene i norsk økonomi enn det den justerte konsumprisindeksen gjør.

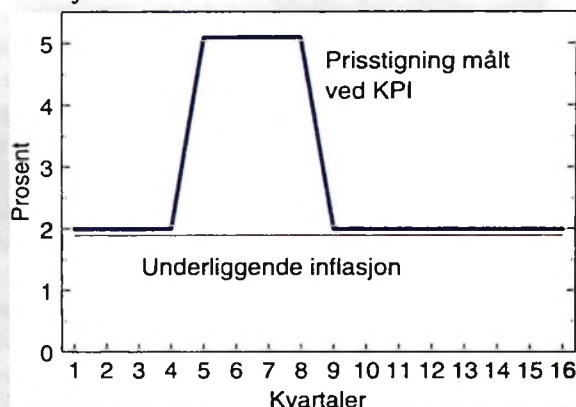
## Referanser

Bråten, Arne og Kjetil Olsen, (1997), Ulike metoder for beregning av en indikator for underliggende inflasjon, Rapporter 97/9, Statistisk sentralbyrå

Figur 1 KPI med et 3 prosent prisnivåsjokk



Figur 2 Årlig prisvekst med et 3 prosent prisnivåsjokk



den vedvarende sterke etterspørselsveksten fører til en økning i prismarginene.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi i hovedalternativet at lønnsveksten ville ta seg opp fra 4 $\frac{1}{4}$  prosent i 1996 til 4 $\frac{1}{2}$  prosent i 1997 og 5 prosent i 1998. De sentrale lønnsoppgjørene både i privat og offentlig sektor i år peker imidlertid i retning av noe lavere lønnsvekst i år enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Basert på opplysninger fra oppgjøret innen LO/NHO-området og anslag for lønnsglidningen, kan årslønnsveksten i industrien komme opp i rundt 4 prosent. Innen privat og offentlig tjenesteyting ser det også ut til å gå mot en årslønnsvekst i denne størrelsesordenen. Samlet anslås årslønnsveksten dermed til rundt 4 prosent i år. Dette er  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng lavere enn våre anslag i forrige inflasjonsrapport.

Anslaget for 1998 er basert på de historiske erfaringene for lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI. Vi har imidlertid, som tidligere, antatt at lønnsveksten ikke blir påvirket av gjeninnhenting etter tidligere moderate oppgjør, til tross for fortsatt høy aktivitetsvekst og et klart strammere arbeidsmarked. Samtidig

reduseres lønnsoverhenget inn i 1998. På den annen side anslår vi nå bedre lønnsomhet i bedriftene på grunn av høyere eksportprisvekst. Samlet bidrar disse effektene til en nedjustering av anslaget for lønnsveksten i 1998 til om lag 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent, rundt 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosentpoeng lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport.

Valutakursen har svekket seg siden forrige inflasjonsrapport, og valutakursnivået var i første halvdel av juni langt på vei tilbake på nivået fra 1996. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået fra siste måned videreføres ut prognoseperioden.

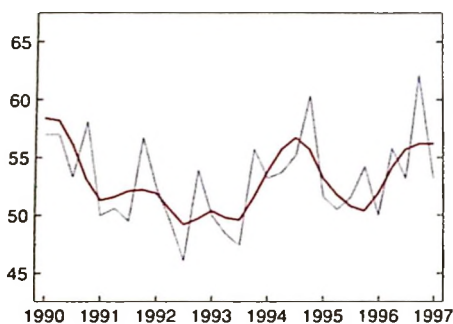
Prisnivået på tradisjonelle importvarer har endret seg lite på 1990-tallet. Prisveksten blant våre handelspartnere ventes å holde seg moderat også de nærmeste årene, og dette vil fortsatt bidra til lav importprisvekst. Importprisveksten avhenger også av kostnadsutvikling og etterspørsels- og konkurranseforhold i Norge. Fortsatt sterk etterspørselsvekst trekker isolert sett i retning av høyere importprisvekst fremover, ved at prismarginer lettere kan justeres oppover.

Anslaget for importprisene er oppjustert i forhold til hovedalternativet i forrige inflasjonsrapport. Det skyldes i første rekke at kronekursen har svekket seg siden mars. I 1997 venter vi likevel at importprisene for tradisjonelle varer vil gå ned med rundt 1<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i forhold til 1996. I 1998 legger vi til grunn at importprisene stiger med 1<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent.

Avgiftsendringer har påvirket konsumprisveksten merkbart de siste årene. Forutsetningene nå er de samme som i forrige inflasjonsrapport, der vi la til grunn at avgiftsøkninger vil gi 0,3-0,4 prosentpoeng høyere gjennomsnittlig prisvekst fra 1996 til 1997. For 1998 antar vi som før at avgiftene justeres i takt med forventet prisstigning.

Elektrisitetsprisene økte betydelig gjennom høsten 1996 og i januar 1997. Fra januar til mai har prisene falt med nesten 10 prosent, men ligger likevel drøye 8 prosent høyere enn for ett år siden. Vi legger til grunn at elektrisitetsprisene i løpet av de nærmeste månedene vil fortsette å falle og komme ned på prisnivået fra før elektrisitetsprisene begynte å stige i 1996. Elektrisitetsprisene vil dermed trekke konsumprisveksten ned med om lag 1<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosentpoeng både i 1997 og 1998 i forhold til anslagene i forrige inflasjonsrapport. Økningen i produksjonsavgiften fra juli i år vil gi noe lavere overskudd for kraftprodusentene. Vi legger imidlertid til grunn at elektrisitetsprisene til husholdningene ikke blir påvirket i særlig grad av dette, blant annet på bakgrunn av at Stortinget har vedtatt å oppheve produksjonsavgiften fra 1. januar 1998.

**Figur 1.4** Industrieforetakenes forventninger om prisutviklingen på hjemmemarkedet. Diffusjonsindeks<sup>1</sup>. Ujustert og glattet.



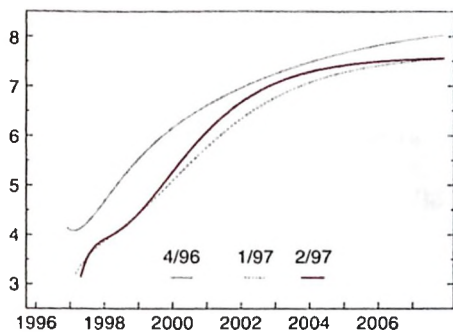
Kilde: Statistisk sentralbyrå

<sup>1</sup> En diffusjonsindeks beregnes etter følgende formel: (Prosentandelen som har svart høyere) + 0,5 • (andelen som har svart uendret). Diffusjonsindeksen har en vendepunktverdi på 50. En vanlig tolkning av diffusjonsindeksen er for eksempel at dersom verdien er over 50, og stigende, så indikerer dette tiltakende vekst.

### 1.3 Inflasjonsforventninger

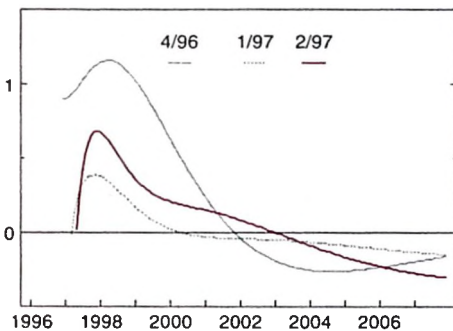
Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå for første kvartal viser at 12 prosent av industribedriftene venter økte priser i andre kvartal i år for egne produkter levert til hjem-

**Figur 1.5** Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.6** Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

**Tabell 1.2** Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1997 og 1998<sup>1)</sup>. Prosentvis endring fra året før.

	1997	1998
Finansdepartementet	2 1/2	-
Statistisk sentralbyrå	2,4	1,8
OECD	2,6	2,5
Norges Bank	2 1/2	2
Private institusjoner <sup>3)</sup>		
høyeste anslag	2,9	3,7
gjennomsnitt	2,6	2,5
laveste anslag	2,2	1,8

<sup>1)</sup> Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

<sup>2)</sup> Konsumdeflator

<sup>3)</sup> Basert på anslag fra 14 private institusjoner

memarkedet, mens 6 prosent av bedriftene venter prisnedgang. Hele 76 prosent ventet dermed uendrede priser. I fjerde kvartal i fjor ventet 48 prosent uendrede priser, mens 35 prosent ventet prisøkning og 12 prosent ventet lavere priser. Diffusjonsindeksen i figur 1.4 er laget på grunnlag av disse tallene. Denne indeksen har antydnet tiltakende prisvekst siden slutten av 1995. Nedgangen fra forrige kvartal i antall bedrifter som venter oppgang, kan ha sammenheng med den sterke kronekursen i første kvartal.

Terminrentekurven kan gi informasjon om inflasjonsforventninger i penge- og valutamarkedene. Denne kurven er beregnet på grunnlag av effektive renter på pengeplasse- ringer i Norge med ulik løpetid, herunder statsobligasjoner. Terminrentene kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon. Dersom realrenten er konstant, kan endringene i terminrentene tolkes som endringer i inflasjonsforventningene. Figur 1.5 viser hvordan terminrentene har endret seg de siste seks månedene. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrentene steget på mellomlang til lang sikt. Dette må blant annet ses i sammenheng med at de lange rentene inter- nasjonalt har steget siden forrige inflasjonsrapport, men også svekkelsen av norske kroner fra mars til juni kan ha bidratt til høyere terminrenter.

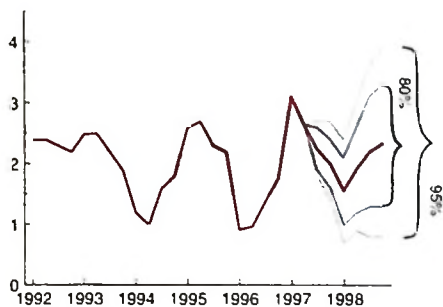
Dersom terminrenteforskjeller mellom land reflekterer in- flasjonsforskjeller, kan vi ved å se på differansen mellom norske og utenlandske terminrenter få et uttrykk for hvor- dan inflasjonsforventningene vis-a-vis utlandet utvikler seg. Det er grunn til å understreke at det er usikkert hvordan en kan tolke disse beregningene. Av figur 1.6 fremgår det at differansen de nærmeste årene i forhold til tyske terminren- ter er positiv og har steget siden forrige rapport. Differansen har imidlertid ikke endret seg vesentlig for årene etter 2000. 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 inne i en periode med lavkonjunktur, mens Norge er preget av høykonjunktur.

Norges Bank samler inn opplysninger om 14 private in- stitusjoners anslag på prisveksten for inneværende og neste år. For 1997 venter disse i gjennomsnitt en prisvekst på 2,6 prosent. Vekstanslagene varierer fra 2,2 til 2,9 prosent. Åtte av institusjonene har også gitt anslag for 1998. Disse venter en prisvekst i 1998 på 2,5 prosent i gjennomsnitt, med 1,8 prosent som laveste anslag og 3,7 prosent som høyeste an- slag.

## 1.4 Usikkerheten i inflasjonsbildet

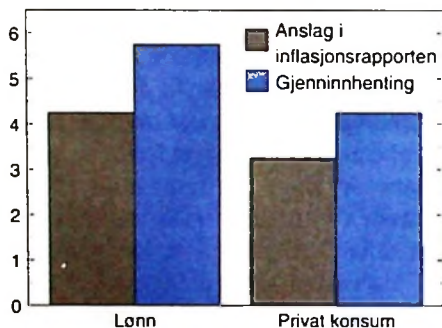
Norges Banks inflasjonsanslag er betinget av de forutset- ninger vi gjør om utviklingen i en rekke størrelser som ikke bestemmes i vår makroøkonomiske modell RIMINI. I infla-

**Figur 1.7 Usikkerheten i anslagene for konsumprisene. Årsvekst, prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.8 Virkningen av gjeninnhenting av lønns- og konsumnivå. Vekst fra 1997 til 1998 sammenliknet med anslag i inflasjonsrapporten. Prosent**



Kilde: Norges Bank

sjonsrapportene gjøres blant annet tekniske forutsetninger om rente- og valutakursutviklingen.

Andre typer usikkerhet ved anslagene reflekterer blant annet usikkerhet knyttet til de historiske sammenhenger som er nedfelt i modellen, jf. figur 1.7. Det er 80 prosent sannsynlighet for at de faktiske inflasjonsratene vil ligge i det innerste intervallet og 95 prosent sannsynlighet for at de vil ligge i det ytterste intervallet. Anslagene innebærer en sannsynlighet mellom 50 og 80 prosent for at prisveksten i Norge er høyere enn blant våre handelspartnere ved utgangen av 1998, gitt forutsetningen om handelspartnernes prisvekst.

I hovedsak benyttes modellens økonomiske sammenhenger slik de er, men på en del punkter gjøres tilleggsforutsetninger på bakgrunn av informasjon som ikke er ivare tatt i modellen. De to mest kritiske av disse tilleggsforutsetningene gjelder lønnsdannelsen og husholdningenes spareadferd.

Vi legger til grunn, slik praksis har vært de siste to årene, at moderasjon i inntektsoppgjørene får varig virkning på lønnsnivået fremover. Sammenhengene i modellen innebærer at lav lønnsvekst ett år blir hentet inn igjen over de neste to-tre årene, hensyn tatt til forholdene i arbeidsmarkedet og lønnsomheten i næringslivet. Forutsetningen om at lønnsmoderasjon får varig virkning på lønnsnivået innebærer at en slik gjeninnhenting ikke skjer. Anslaget for lønnsnivået i 1998 ligger således lavere enn det modellen tilsier. Dersom det forutsettes en gjeninnhenting av lønnsnivået i løpet av 2 år, kan lønnsveksten i 1998 komme opp i  $5\frac{3}{4}$  prosent, sammenliknet med vårt anslag på  $4\frac{1}{4}$  prosent, jf. figur 1.8.

Som tidligere har vi også lagt til grunn at husholdninger og banker er mer forsiktige i sin atferd enn det som ligger i de historiske erfaringene. Dette innebærer blant annet at veksten i privat konsum er blitt justert noe ned. Konsumnivået i vårt anslag for 1998 er således lavere enn det modellen tilsier. Hvis det legges til grunn en gjeninnhenting av konsumnivået i løpet av to år kan konsumveksten i 1998 komme opp i  $4\frac{1}{4}$  prosent, mens vi har anslått konsumveksten til  $3\frac{1}{4}$  prosent, jf. figur 1.8. Dersom de historiske erfaringene fra disse to sammenhengene slår igjennom i 1998, kan dermed vekstratene for både det nominelle og det realøkonomiske forløpet bli betydelig høyere enn det vi har lagt til grunn i våre anslag.

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

- Det er en risiko for at offentlige utgifter neste år øker mer enn vi nå har lagt til grunn.
- Bidraget fra avgiftsøkninger til prisstigningen i 1998 kan bli større enn vi har forutsatt. I perioden 1994 til 1996 har avgiftene bidratt med om lag  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng

hvert år, mens våre forutsetninger innebærer inflasjonsjustering av avgiftene i 1998.

- Dersom råvareprisene på metaller fortsetter å øke, vil lønnsomheten i eksportbedriftene bli bedre enn vi har lagt til grunn. Bedret lønnsomhet i eksportsektoren har tradisjonelt ført til høyere lønnsvekst i hele økonomien. Høyere råvarepriser kan også medføre høyere importprisvekst.

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

- Lønnsglidningen i år kan bli lavere enn antatt, og solidaritetsalternativet kan få sterkere gjennomslag ved neste års lønnsforhandlinger enn vi har forutsatt.
- En fortsatt svak vekst i Kontinental-Europa vil kunne dempe eksport- og investeringsveksten og medføre enda lavere importprisvekst enn anslått.

Inflasjonsanslagene i denne rapporten er Norges Banks beste vurdering av utsiktene. Vi anser det således som mest sannsynlig at prisveksten vil forbli moderat i de nærmeste 18 månedene. Risikoen for en vesentlig sterkere vekst i priser og lønninger vurderes imidlertid samlet sett som større enn den motsatte utviklingen. Denne vurderingen er blant annet basert på den høye kapasitetsutnyttningen i økonomien, sammen med fortsatt sterk vekst i sysselsettingen og i etterspørselen.

## 2.1 Konsumpriser

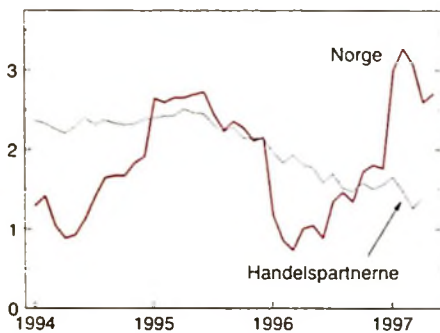
Konsumprisveksten - målt ved tolv månedersraten - økte mot slutten av fjoråret og i begynnelsen av 1997. Siden februar, da tolv månedersveksten var 3,3 prosent, har vekstratene falt til 2,6 prosent i april men økte svakt til 2,7 prosent i mai. Nedgangen i prisveksten må ses på bakgrunn av avgiftsendringer og endringer i strømpriser. Høyere bensinpriser som følge av at den såkalte «bensin-krigen» på Østlandet er opphørt, bidrog til høyere prisvekst siste måned.

Korrigert for avgiftsendringer og strømpriser var den «underliggende» prisveksten 1,5 prosent i 1996. Målt ved tolv månedersraten har den underliggende prisveksten hittil i år vært i gjennomsnitt 1,8 prosent.

Den lave prisstigningen må, som omtalt i forrige avsnitt, ses på bakgrunn av lav vekst i prisene på importerte varer. I figur 2.2 er tolv månedersveksten i delindeksene for henholdsvis importvarer og norskproduserte varer (utenom jordbruks- og fiskevarer) vist sammen med veksten for konsumprisindeksen totalt. Det fremgår at importprisveksten falt markert fra og med januar 1996, noe som i hovedsak skyldtes reduksjonen i bilavgifter fra dette tidspunktet. Denne effekten er ikke til stede i vekstratetallene fra og med januar i år. Tolv månedersveksten for importvarer har steget og ligger nå i overkant av 1 prosent. Prisveksten på importvarer ligger imidlertid fortsatt lavere enn KPI-veksten totalt og bidrar således til å dempe prisveksten i Norge. Prisveksten på norskproduserte varer tok seg opp gjennom fjoråret og nådde en topp i februar i år med 5,6 prosent. Hovedårsaken til denne sterke prisveksten var oppgangen i elektrisitetsprisene på over 20 prosent fra sommeren 1996 til januar i år. Strømprisene til husholdningene er satt ned de siste tre månedene, og prisveksten på norskproduserte varer er redusert. Den var likevel så høy som 3,8 prosent i mai.

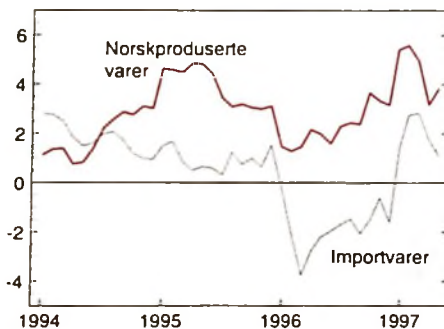
Konsumprisveksten er noe høyere i Norge enn hos våre handelspartnere, der prisveksten har ligget i underkant av 1,5 prosent siden årsskiftet. I tillegg til de nasjonale konsumprisindeksene publiserer EØS-landene fra og med januar i år også harmoniserte prisindekser. Disse indeksene er justert for særskilte nasjonale forhold og gir et bedre sammenlikningsgrunnlag for prisutviklingen internasjonalt, jf. omtale i egen ramme. Ifølge denne prisindeksen var prisveksten i EU-landene 1,5 prosent i april i år, mens den norske prisveksten var 2,7 prosent.

**Figur 2.1** Konsumprisene i Norge og i utlandet. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

**Figur 2.2** Konsumprisene i Norge. Importvarer og norskproduserte varer. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



## HARMONISERT INDEKS FOR FORBRUKSPRISER

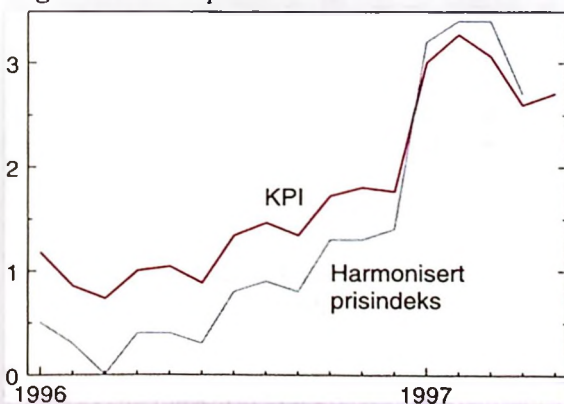
I tillegg til de nasjonale konsumprisindekser, utarbeider EØS-landene fra og med januar i år også harmoniserte prisindekser. De harmoniserte prisindeksene er et resultat av et internasjonalt samarbeide som startet i 1993, hvor også Norge deltar. Dette arbeidet må ses på bakgrunn av til dels svært ulik oppbygging av de nasjonale prisindeksene, slik at direkte sammenlikninger av prisutviklingen landene imellom har vært vanskelig. Ønsket om sammenliknbare prisutviklingsmål har også sammenheng med EU-landenes konvergenskrav om maksimal prisvekst, gitt i Maastrichttraktaten.

Den harmoniserte indeksen dekker i hovedsak de samme områder som den norske konsumprisindeksen (KPI), men enkelte deler av konsumet - 14 prosent - er foreløpig utelatt. Dette skyldes at det, i det internasjonale arbeidet, foreløpig ikke er oppnådd enighet om hvordan prisutviklingen på enkelte tjenester skal håndteres i indeksen. Eksempelvis er helse- og utdanningstilbud berørt av offentlige overføringer. Selveiernes bokostnader og enkelte forsikringstjenester er foreløpig ikke med i den harmoniserte indeksen, mens de er dekket i den norske KPI. Innen januar 1999 skal også disse områder innarbeides i den harmoniserte indeksen.

Den harmoniserte indeksen for Norge er ført tilbake til begynnelsen av 1995, og tolv måneders vekstrater eksisterer dermed fra og med 1996. Som det fremgår av figuren, viste den harmoniserte indeksen om lag 0,5 prosentpoeng lavere prisvekst enn konsumprisindeksen i 1996. Dette skyldes at den harmoniserte indeksen er mer «varedominert» enn konsumprisindeksen, og at prisveksten på varer gjennomgående var lavere enn prisveksten på tjenester. Dette ble imidlertid endret ettersom strømprisene steg gjennom fjoråret (strøm regnes som en vare i prisindeksene). Fra og med januar i år har den harmoniserte indeksen således vist sterkere prisvekst enn KPI.

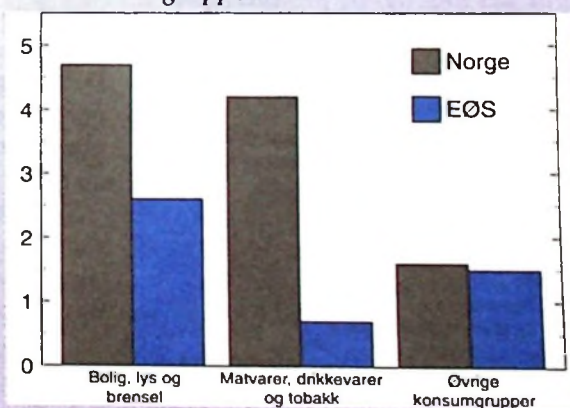
Ifølge den harmoniserte indeksen, har Norge for tiden høyere prisvekst enn alle andre land innen EØS-området, bortsett fra Hellas. En oppsplitting på ulike vare- og tjenestegrupper viser at Norge i april hadde betydelig høyere prisvekst på matvarer, drikkevarer og tobakk samt for konsumgruppen «bolig, lys og brensel». Høyere prisvekst på alkoholholdige drikkevarer og tobakk må ses på bakgrunn av økte avgifter, mens utviklingen i de norske strømprisene det siste året er hovedforklaringen på hvorfor «bolig, lys og brensel»-gruppen har steget så sterkt i pris.

Figur 1 Konsumpriser



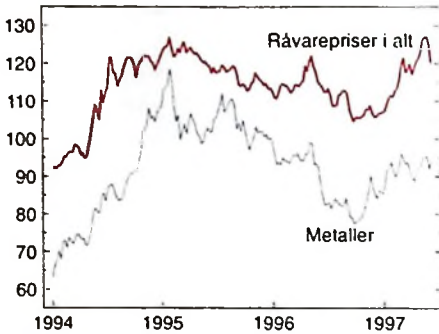
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Harmonisert prisindeks. Prisvekst etter konsumgrupper



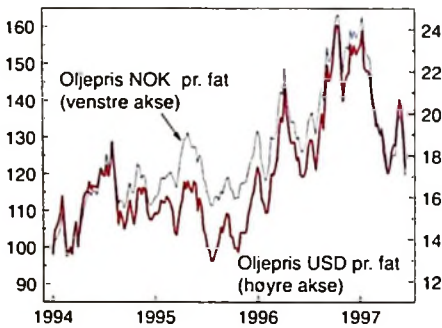
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.3 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller. 1990=100**



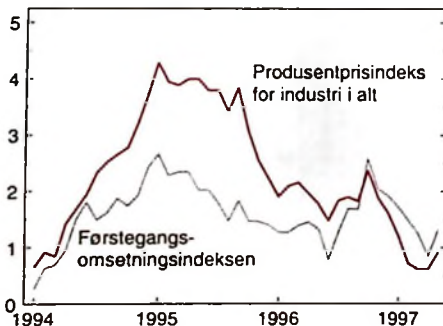
Kilde: The Economist

**Figur 2.4 Oljepriser i NOK og USD**



Kilde: The Economist

**Figur 2.5 Engros- og produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 2.2 Råvarepriser og importpriser

«The Economist»s prisindeks for alle råvarer utenom olje - målt i SDR - har økt med nesten 17 prosent fra fjerde kvartal i fjor fram til midten av juni. Råvareprisene er nå høyere enn i 1994. Den sterke veksten skyldes i hovedsak at matvareprisene og prisene på metallvarer har økt med henholdsvis 25 og 18 prosent. Målt i norske kroner har aluminiumsprisen økt med 23 prosent fra fjerde kvartal, etter et fall på 15 prosent fra 1995 til 1996.

Oljeprisen falt fra rundt 24 dollar pr. fat fra årsskiftet til vel 17 dollar pr. fat i april. Nedgangen i oljeprisen skyldes blant annet høyere tilbud etter at Irak fikk eksportere olje til verdensmarkedet fra desember i fjor. Relativt store lagre og sesongmessige forhold har trolig bidratt til nedgangen i oljeprisen. Fram til slutten av mai steg oljeprisen igjen, for så å falle tilbake til rundt 17 dollar pr. fat midt i juni. Målt i norske kroner har oljeprisen falt fra rundt 160 kroner pr. fat ved årsskiftet til i overkant av 120 kroner pr. fat midt i juni.

Prisveksten hos våre handelspartnere er fortsatt svært moderat, og tolv månedersveksten i april var 1,4 prosent. Det er ventet at prisveksten vil ta seg noe opp gjennom året, og samlet anslås inflasjonen hos våre handelspartnere til 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1997. Økningen i råvareprisene så langt i år antas ikke å ville gi nevneverdige prisimpulser. I de landene der den økonomiske veksten har vært sterk de siste årene, spesielt i USA og Storbritannia, bidrar en sterkere valutakurs til å dempe prisveksten. I de landene som har hatt en svekkelse av valutakursen, vil økt importert prisvekst isolert sett bidra til økt konsumprisvekst. I disse landene er det imidlertid mye ledig kapasitet, slik at prisveksten forventes å bli meget moderat for 1997 under ett. I 1998 er det ventet at prisveksten hos våre handelspartnere vil øke til rundt 2 prosent.

Prisen på import av tradisjonelle varer falt, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap, sesongjustert med 2,4 prosent fra fjerde kvartal 1996 til første kvartal 1997. Den midlertidige styrkingen av kronekursen i begynnelsen av 1997 var trolig en viktig årsak til dette. Fallet i importprisene har ikke ført til et tilsvarende fall i de prisene forbrukerne står overfor. Dette kan dels ha sammenheng med at en stor del av de importerte varene ikke er ferdige konsumvarer, og økte prismarginer på import- eller detaljistleddet har trolig også spilt en rolle.

Svekkelsen av valutakursen etter første kvartal i år vil, sammen med økte råvarepriser og en svak økning i konsumprisveksten hos våre samhandelsland, kunne bidra til høyere vekst i importprisene i tiden fremover.

## 2.3 Engros- og produsentpriser

Prisutviklingen på produsent- og engrosleddet kan gi indikasjoner på den fremtidige utviklingen i konsumprisene.

Tolvmånedersveksten i produsentprisene for industrien avtok det siste halvåret fram til april, og var da 0,6 prosent. I mai tok vekstraten seg opp til 0,9 prosent, hovedsakelig på grunn av høyere produsentpriser på metallvarer. Prisutviklingen på varer produsert for hjemmemarkedet har vært stabil de siste månedene med tolvånedersrater rundt 2 prosent.

Det har vært lav vekst i engrosprisene for konsumvarer de siste månedene og tolvånedersveksten falt fra 1,6 prosent i april til 1,4 prosent i mai.

**Tabell 2.1** Nasjonalregnskapets prisdeflaterer. Prosentvis vekst fra samme periode året før.

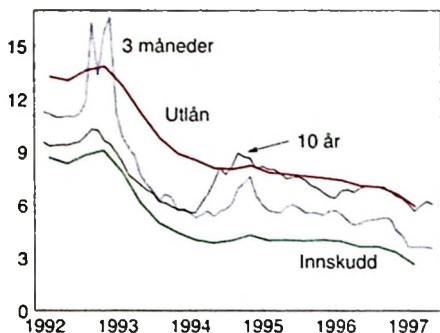
	1996			1997
	2.kv	3.kv	4.kv	1.kv
Innenlandsk anvendelse	2,4	2,2	2,5	2,3
Privat konsum	1,6	1,6	1,5	4,5
Offentlig konsum	3,8	2,8	3,4	2,3
Bruttoinvestering i fast kapital, fastlandsnæringer	3,1	2,9	3,8	-0,3
Eksporert, tradisjonelle varer	-0,9	-2,5	0,5	-0,6
Import, tradisjonelle varer	0,3	0,1	0,5	-4,1
BNP	3,2	4,6	6,5	5,4
BNP Fastlands-Norge	2,1	1,1	2,0	3,4

Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 2.4 Nasjonalregnskapsdeflaterer

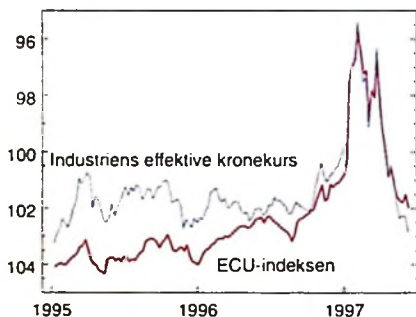
Prisdeflatoren for privat konsum økte med 4,5 prosent i første kvartal sammenliknet med samme kvartal i fjor. Den høye veksten må trolig ses i sammenheng med sterk prisvekst i bank- og forsikringstjenester. Prisveksten i denne sektoren har ifølge nasjonalregnskapet variert kraftig i løpet av det siste året. Prisdeflatoren for bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge falt svakt fra første kvartal i fjor til første kvartal i år, noe som har sammenheng med et fall i prisdeflatoren for tradisjonell import med vel 4 prosent i samme periode. Importprisfallet må ses i sammenheng med den sterke valutakursen de første månedene i år. Prisdeflatoren for BNP for Fastlands-Norge økte med 3,4 prosent i første kvartal, etter en gjennomsnittlig vekst på 1,5 prosent i 1996. Mens deflatoren for bruttoproduktet i industri falt fra første kvartal i fjor, økte bruttoproduktdeflatoren i tjenesteytende sektorer, spesielt i kraftforsyning.

**Figur 3.1** Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, 3 mnd. euro-kronerente og 10 års statsobligasjonsrente.



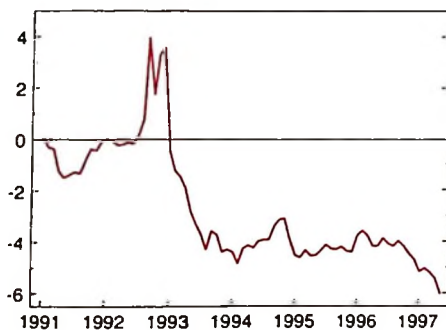
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.2** ECU-indeksen og industriens effektive kronkurs. Stigende kurve innebærer appresiering



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.3** Norges Banks monetære indeks (MCI). Januar 1992=0



Kilde: Norges Bank

### 3.1 Renter og valutakurs

Effektive norske tremånedersrenter har stort sett ligget rundt 3,5 prosent siden forrige inflasjonsrapport, det vil si 1,5 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet for 1996. Som en teknisk forutsetning videreføres siste måneds rentenivå ut prognoseperioden.

Differansen til den tyske tremånedersrenten har vært stabil siden forrige inflasjonsrapport og var 0,3 prosentpoeng i midten av juni. Norske tremånedersrenter har i samme periode ligget 0,6-0,9 prosentpoeng lavere enn tilsvarende ECU-renter.

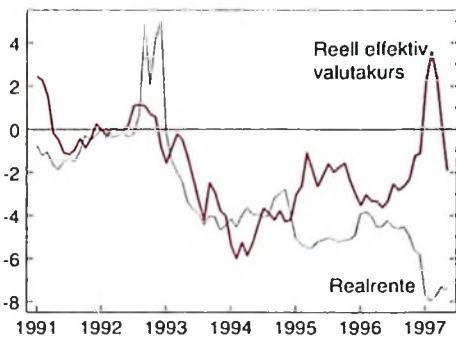
Norges Banks rentestatistikk viser at fallet i pengemarkedsrentene i januar ble fulgt av en nedgang i de rentene publikum står overfor. Den gjennomsnittlige utlånsrenten fra forretnings- og sparebankene falt med 0,7 prosentpoeng til 6,0 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Etter dette er det vedtatt ytterligere rentenedsettelse i enkelte finansinstitusjoner. I flere finansinstitusjoner er nå laveste utlånsrente rundt 4½ prosent. Utlånsrentene i Husbanken vil gå ned med 1 prosentpoeng til 3,8 prosent fra 1.september.

Utviklingen i langsiktige renter kan si noe om markedsaktørenes forventninger til utviklingen i kortsiktige renter. Realinvesteringer kan også være knyttet til langsiktige renter, selv om lån med lang rentebinding har et begrenset omfang i Norge. Renten på tiårs statsobligasjoner har steget med 0,2 prosentpoeng siden forrige inflasjonsrapport, til et nivå på 5,9 prosent. På det høyeste tidlig i april var denne renten 6,3 prosent.

Kronen har svekket seg med 5,2 prosent målt mot industriens effektive valutakurs og med 4,6 prosent mot teoretisk ECU siden forrige inflasjonsrapport. Fra det sterkeste nivået 6.februar har kronen svekket seg med 6½ prosent mot ECU-indeksen til en verdi på 102,5 13. juni. Kronkursen lå i første halvdel av juni omtrent på det samme nivået som i oktober i fjor. Som en teknisk forutsetning videreføres siste måneds gjennomsnittlige valutakursnivå ut prognoseperioden. Dette innebærer en gjennomsnittlig appresiering på 2,2 prosent i forhold til ECU-indeksen fra 1996 til 1997 og tilnærmet uendret nivå fra 1997 til 1998.

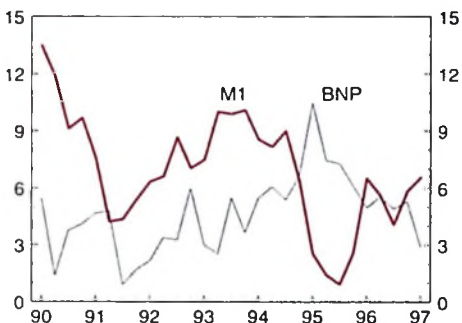
Norges Banks monetære indeks er konstruert for å sammenfatte virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innenlandsk etterspørsel, jf. figur 3.3. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutaforholdene virker i mer ekspansiv retning på realøkonomien. Indeksen har bare vist mindre svingninger de tre siste årene fram til i fjor høst, men etter

**Figur 3.4 Komponentene i MCI.**  
Januar 1992=0



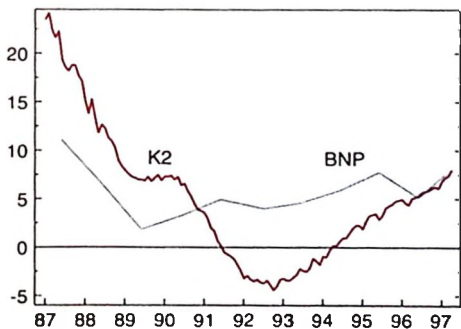
Kilde: Norges Bank

**Figur 3.5 Pengemengden (M1) og nominelt BNP for Fastlands-Norge i løpende kroner. Vekst fra samme periode året før.**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.6 Innenlandsk kreditt i alt (K2) og BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> i løpende kroner. Vekst fra samme periode året før.**



<sup>1)</sup> Veksten i 1997 er anslag for hele året.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

dette har lavere realrente bidratt til en mer ekspansiv pengepolitikk.

Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i Penger og Kreditt: Finansmarkedene og Noregs Banks operasjoner.

### 3.2 Pengemengdevekst

Utviklingen i pengemengden brukes i mange land som en indikator for fremtidig inflasjon. Undersøkelser på norske data tyder på at det ikke er en nær sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i Norge, men en har funnet at det har vært en relativt stabil sammenheng på lang sikt mellom endringer i pengemengden og vekst i nominelt brutonasjonalprodukt for Fastlands-Norge. I dagens situasjon er det vanskelig å tolke utviklingen i aggregerte pengemengdestørrelser. Dette har blant annet sammenheng med at når innskuddsrentene faller betydelig vil sparemidler flyttes fra bankinnskudd, som er inkludert i pengemengdebegrepet, til andre plasseringsalternativer, som ikke er inkludert i pengemengdebegrepet.

I 1996 varierte tolv månedersveksten i den registrerte pengemengden (M2), som består av sedler og mynt, innskudd på anfordring, ubenyttede kassekreditter og tidsinnskudd, mellom 2,5 og 8,9 prosent, og var på 6,0 prosent ved utgangen av 1996. I årets fire første måneder har tolv månedersveksten i M2 avtatt fra 3,9 prosent i januar til 0,7 prosent i mars, men økte igjen til 2,6 prosent i april. Ser en på sammensetningen av pengemengden har tidsinnskuddene (hovedsakelig innskudd på særvilkår) blitt redusert med 8,6 prosent de siste 12 månedene, noe som indikerer at publikum kan ha funnet sparealternativer med bedre avkastning enn finanssparing. Den sterke verdistigningen på aksjer og boliger kan ses i sammenheng med en slik omdisponering av sparemidler. Korrigert for tidsinnskuddene har det snovere pengemengdebegrepet (M1) vist solid vekst i 1997 med en gjennomsnittlig tolv månedersvekst på 7,1 prosent fram til utgangen av april, noe som er i overkant av etterspørsels- og produksjonsveksten.

### 3.3 Kredittvekst

Publikums innenlandske bruttogjeld (K2) gikk opp med 8,0 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av april, mot 7,4 prosent i tolv månedersperioden fram til mars. Kredittveksten har økt siden oktober 1992.

Økningen i kredittveksten må ses på bakgrunn av de siste årenes rentefall og den gunstige konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Figur 3.6 viser utviklingen i årlige vekstrater for K2 og BNP for Fastlands-Norge i løpende kroner fra 1983 til i dag. Av figuren fremgår det at den innenlandske kredittveksten så langt på 1990-tallet stort sett har vært lavere enn veksten i verdiskapningen i fastlandsøkonomien.

Dette står i kontrast til kredittveksten på 1980-tallet, som over en lengre periode var betydelig høyere enn den økonomiske veksten. Kredittveksten vi har hatt hittil i høykonjunkturen synes således å være bedre realøkonomisk fundert enn den var under forrige høykonjunktur. Publikums samlede gjeldsbelastning relativt til verdiskapningen i økonomien er vesentlig lavere nå 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 kronelån var etter foreløpige beregninger vel 11 prosent ved utgangen av første kvartal 1997. Det tilsvarende tallet for husholdningene var rundt 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent.

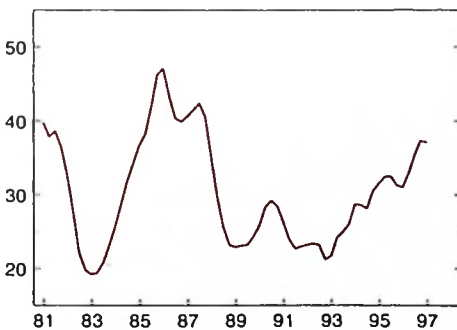
Ifølge Norges Banks database FINDATR var imidlertid husholdningenes netto finansinvesteringer negative i både tredje og fjerde kvartal i fjor. Netto finansinvesteringene gikk ned fra 19 milliarder kroner i 1995 til 11 milliard kroner i 1996. Nesten hele nedgangen skyldtes økt låneopptak. I 1997 og 1998 ligger det an til en vesentlig økning i boliginvesteringene. Det er derfor grunn til å anta at husholdningenes finansielle sparerate vil falle ytterligere og bli negative i inneværende og neste år. Figur 3.6 viser at veksten i kreditten nå er på linje med veksten i verdiskapningen.

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

	1996	1997	1998
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,7	4	3 1/4
Privat konsum	4,7	3 1/2	3 1/4
Offentlig konsum	3,3	2 3/4	1 3/4
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	6,6	7 1/2	4 3/4
Pålopte oljeinvesteringer	-4,4	20	4
Eksport	10,0	5	6 1/2
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	16,0	7	10 3/4
Tradisjonelle varer	10,3	4	5
Import	6,5	7	4 3/4
Tradisjonelle varer	9,3	6	4
BNP	5,3	3 3/4	4
BNP, Fastlands-Norge	3,7	3 1/4	3

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.1** Indikator for ressursknapphet i industrien ifølge konjunkturbarometeret. Prosent av bedrifter som opplever produksjonsskanker



Kilde: Statistisk sentralbyrå

#### 4.1 Hovedtrekk

Fjoråret markerte et nytt toppunkt i oppgangen som nå har vart i fire år. Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at BNP for Fastlands-Norge vokste med 3,7 prosent fra 1995 til 1996. Etterspørselen fra Fastlands-Norge økte med 4,7 prosent og eksporten av tradisjonelle varer var over 10 prosent høyere enn året før. Sysselsettingen fortsatte å øke betydelig, og vi fikk den sterkeste reallønnsveksten på 10 år.

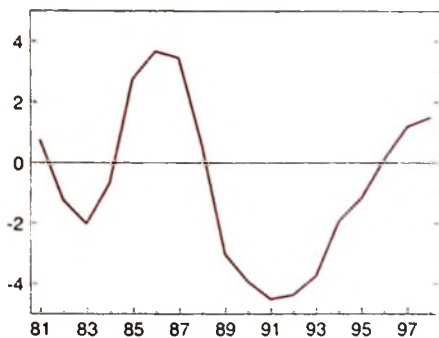
I ettertid går det klart fram at Norges Banks anslag på den økonomiske utviklingen for perioden 1994 til 1996 har undervurdert den sterke veksten. Dette er nærmere omtalt i en egen ramme.

Selv om realinvesteringene også har økt, slik at produksjonskapasiteten er høyere nå enn ved begynnelsen av konjunkturoppgangen, er mulighetene for ytterligere produksjonsvekst stadig mer begrenset. Statistisk sentralbyrås indikator for ressursknapphet viser jevn økning siden begynnelsen av 1993, jf. figur 4.1. Denne 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. Figur 4.2 viser det såkalte produksjonsgapet, det vil si prosentvis differanse mellom trendmessig og faktisk BNP. Et positivt produksjonsgap innebærer at produksjonskapasiteten utnyttes mer enn det «trendmessige» nivået på BNP skulle tilsi. Tallfestingen av det trendmessige BNP-nivået er usikker, men begge indikatorene i figur 4.1 og 4.2 gir inntrykk av at økonomien nå nærmer seg full utnyttelse av ressursene. Når økonomien opererer nær full kapasitet, vil en ytterligere økning i samlet etterspørsel i liten grad kunne motsvares av økt produksjon. Dersom den økte etterspørselen ikke kan dekkes ved økt import, vil etterspørselsøkningen i stedet kunne slå ut i økte kostnader og priser.

I første kvartal i år ser det ut til at veksten i både etterspørsel og produksjon har avtatt i forhold til den sterke veksten i fjoråret. Sesongjusterte tall fra kvartalsvist nasjonalregnskap (KNR) viser at etterspørselen fra Fastlands-Norge falt med 0,4 prosent fra kvartalet før. Sterk vekst i bruttoinvesteringene i oljeutvinning og rørtransport bidrog likevel til at innenlandsk anvendelse økte med vel 1 prosent, mens eksporten av tradisjonelle varer falt med 2,4 prosent. Den svake etterspørselsutviklingen gjenspeiles ved at BNP for Fastlands-Norge falt med 0,5 prosent.

Ifølge Statistisk sentralbyrå kan den svake utviklingen i første kvartal ha sammenheng med at påsken i år i sin helhet var plassert i første kvartal. Ved sesongjustering er det vanskelig å få tatt hensyn til påskens plassering. Tilgjengelig

**Figur 4.2 Produksjonsgap.** Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup>. Prosentpoeng



<sup>1)</sup> Anslag for 1997 og 1998.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

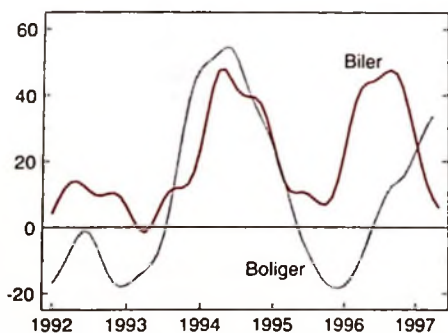
korttidsstatistikk for april synes å bekrefte en sterkere utvikling inn i andre kvartal. Ordrestatistikken fra første kvartal i år peker også mot en sterkere utvikling i andre kvartal i år. Forventet verdi på ordretilgang fra hjemmemarkedet økte markert fra foregående kvartal, og det forventes også en viss økning i verdien på ordretilgangen fra eksportmarkedet.

Vi ser for oss en viss avdemping i etterspørselsveksten i inneværende og neste år, men veksten vil fortsatt være høy. Det lave nivået på pengemarkedsrentene, som beregningsteknisk er forutsatt å ligge uendret fra siste måneds nivå ut prognoseperioden, representerer en viktig drivkraft i innenlandsk etterspørsel. Fortsatt høy vekst i offentlig etterspørsel og et betydelig oppsving i oljeinvesteringene vil også bidra. Etterspørselen fra Fastlands-Norge anslås å øke med 4 prosent i år og med 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1998. BNP for Fastlands-Norge anslås som sist å vokse med 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i år. I 1998 legger vi til grunn en ytterligere vekst på 3 prosent. Disse anslagene innebærer at gjennomsnittlig årlig BNP-vekst vil ligge rundt 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent i årene 1994 til 1998.

Sysselsettings- og ledighetsutviklingen gjenspeiler den sterke produksjonsveksten. Vi anslår en ytterligere økning i sysselsettingen på 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i år og 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent neste år - en oppjustering av veksten på 1/4 prosentpoeng hvert år. Arbeidsledigheten ifølge arbeidskraftundersøkelsen (AKU) ventes nå å bli redusert fra 4,9 prosent i fjor til 4 prosent i år og videre til 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent neste år. Dette innebærer at ledigheten kan komme ned i 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent ved slutten av 1998. Basert på tidligere AKU-definisjoner tilsvarer dette en ledighet på 3 prosent, som er nær det gjennomsnittlige ledighetsnivået på 1980-tallet.

Knapphetsindikatorene i figur 4.1 og 4.2 illustrerer at norsk økonomi nå er inne i en konjunkturfase med tiltakende knapphet på ulike innsatsfaktorer. Begge indikatorne tyder på at norsk økonomi for øyeblikket er i omtrent samme situasjon som sommeren 1985. Det er imidlertid et stykke igjen til den ressursknappheten som rammet økonomien i årene 1986 og 1987.

**Figur 4.3 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal.** Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



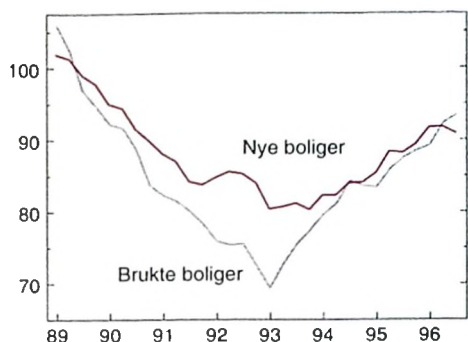
Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 4.2 Husholdningenes tilpasning

Fra 1993 til 1996 økte husholdningenes konsum med nær 12 prosent, regnet i volum. Til tross for den sterke forbruksveksten, var husholdningenes formuessituasjon ved inngangen til 1997 betydelig forbedret sammenliknet med situasjonen for tre år siden. Dette har sammenheng med en vedvarende sterk realinntektsvekst de siste årene. I tillegg har økte aksjekurser og høy boligprisvekst gitt betydelige formuesgevinster disse årene. En betydelig andel av konsumveksten har kommet i form av kjøp av varige konsumgoder - biler, møbler og hvitevarer - som kan betraktes som investeringer og ikke rent konsum slik det fremstår i statistikken.

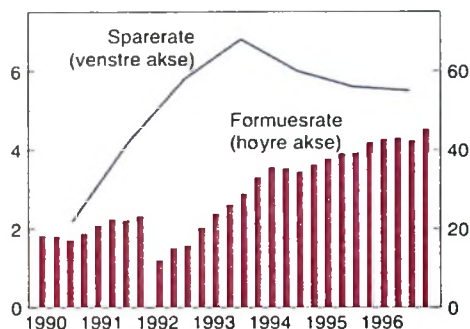


**Figur 4.4 Realpriser på boliger.**  
Indekser. 1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

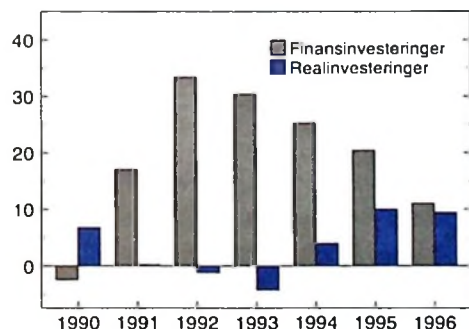
**Figur 4.5 Husholdningenes spare- og formuesrate.** Prosent av disponibel inntekt<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Brudd i serien for formuesrate i 1992

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.6 Husholdningenes finans- og realinvesteringer.** Milliarder kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økningen i bilkjøpene utgjorde rundt 2 prosentpoeng av den totale konsumveksten på 4,7 prosent i 1996.

Ifølge KNR falt privat konsum sesongjustert med 0,9 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Forbruket av varer falt med 2 prosent mens tjenestekonsumet falt med 0,5 prosent. Detaljomsetningsvolumet i årets fire første måneder tyder på at den svake utviklingen kan ha med påskens plassering i år å gjøre. Til tross for at det i de første fire månedene i fjor var betydelig flere handledager, lå detaljomsetningsvolumet i samme periode i år over 2 prosent høyere enn i fjor.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi konsumveksten til 4 prosent i 1997 og 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1998. Utviklingen i detaljomsetningsindeksen indikerer noe lavere konsumvekst så langt i år enn tidligere anslått.

På den annen side utløste nedgangen i pengemarkedsrentene i november og januar stor aktivitet i boligmarkedet og har bidratt til kraftig vekst i boligprisene. Vi anslår nå en nominell økning i bruktboligprisene på 13 prosent inneværende år, og en ytterligere vekst på 7 prosent i 1998. På bakgrunn av veksten i igangsettingen av nye boliger hittil i år, oppjusterer vi anslaget for økningen i boliginvesteringene til 12 prosent i 1997. For 1998 anslås veksten til 15 prosent.

Husholdningenes finansielle posisjon og økningen i boligprisene innebærer at forholdene ligger til rette for fortsatt sterk vekst i privat konsum de nærmeste årene. Vi venter at konsumveksten vil ta seg opp utover i 1997, og anslår nå konsumveksten i 1997 til 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent. For 1998 holder vi fast på anslaget på 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent fra forrige rapport. Våre anslag innebærer at husholdningenes sparerate faller fra 5,5 prosent i 1996 til 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent i 1997. I 1998 venter vi at spareraten går videre ned til rundt 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent.

Husholdningenes finanssparing nådde en topp i 1992 med 33 mrd kroner (8 prosent av disponibel inntekt). Siden da er finanssparingen redusert, og utgjorde i 1996 11 mrd kroner (2 prosent av inntekten). Ifølge Norges Banks statistikk over husholdningenes finansregnskap var finanssparingen negativ i de to siste kvartalene i fjor. Våre anslag for utviklingen i husholdningenes inntekter, konsum og boliginvesteringer innebærer at husholdningenes finanssparing kan bli negative i 1997 og 1998. Nedgangen i finanssparingen reflekterer blant annet økningen i boliginvesteringene.

### 4.3 Realinvesteringene

Fire års sammenhengende konjunkturoppgang har slått ut i en markert investeringsvekst blant fastlandsbedriftene. Investeringsraten, dvs investeringer som andel av bruttoproduktet, har økt betydelig de siste årene, jf. figur 4.7. Utviklingen mot slutten av 1996 og så langt i år antyder imidlertid en noe svakere investeringsvekst enn hva som har vært tilfelle de siste tre-fire årene, noe som må ses i lys av at investeringene nå er på et høyt nivå. Ifølge kvartalsvist nasjonalregnskap falt fast-

## VURDERING AV ANSLAG PÅ DEN ØKONOMISKE UTVIKLINGEN FOR ÅRENE 1994 TIL 1996

Norges Banks prognoser har siden 1993 vært basert på erfaringsgrunnlaget som er nedfelt i RIMINI-modellen. Det kan være flere årsaker til at anslag på den økonomiske utviklingen ikke treffer den faktiske utviklingen: Forutsetningene som blir bestemt utenfor modellen kan vise seg å ikke holde, det kan ha skjedd strukturelle endringer som innebærer at en eller flere av modellens sammenhenger ikke lenger gir en god beskrivelse av økonomien, og mer skjønsmessige vurderinger kan være gale. Endelig må en alltid regne med at tilfeldige utslag og uventede begivenheter av mer kortvarig karakter kan påvirke utviklingen.

I figurene 1 - 5 vises Norges Banks anslag gitt på ulike tidspunkter, sammen med den faktiske utviklingen. Anslagene er fra juni og desember for henholdsvis året før og inneværende år.

Hovedtrekkene er:

- Veksten i etterspørselen fra Fastlands-Norge er gjennomgående blitt undervurdert. Undervurderingen var størst i 1994 og 1996 (figur 1). Den sterke veksten i BNP for Fastlands-Norge ble undervurdert i 1994 og 1996, mens vi bedre traff avdempingen i veksten i 1995 (figur 2). Veksten i sysselsettingen er blitt klart undervurdert for alle tre år, men særlig for 1996 (figur 3).
- Anslagsfeilene både for lønninger og priser har vært relativt små. Anslagene for lønnsveksten må sies å ha truffet rimelig bra i alle år (figur 4), mens konsumprisveksten ble noe overvurdert i 1994 og 1996, og noe undervurdert i 1995 (figur 5).

Undervurderingen av veksten i etterspørselen og BNP for Fastlands-Norge i 1994 og 1996 har i grove trekk kommet som resultat av følgende forhold:

- Vi har gjennomgående undervurdert de langsiktige virkningene av rentenedgangen i første halvår 1993. Dette har blant annet slått ut i en kraftig oppjustering av anslaget for boligprisene og privat konsum både i 1994 og i 1996. Den sterke veksten i kon-

sumet i 1996 må også ses i sammenheng med at bilavgiftene ble satt ned, noe som bidrog til en svært høy vekst i bilkjøpene.

- Anslagene for veksten i offentlig konsum i 1996 ble undervurdert i budsjettokumentene som Norges Bank legger til grunn for sine anslag.
- Eksportanslaget måtte også justeres opp i 1994 og 1996. Dette reflekterte blant annet større markedsandeler og økt gjennomslag i nye eksportmarkeder enn antatt.
- Oljeinvesteringene for 1996 var for lavt anslått de første gangene anslag ble publisert.

I 1995 ble den uventede sterke veksten i industri-investeringene motvirket av lavere enn forventet vekst i eksporten av tradisjonelle varer. Nedjusteringen av eksportveksten skyldtes dels at veksten internasjonalt ble svakere enn antatt og dels et produksjonsavbrudd ved rafineriet på Mongstad. Sammen med moderat vekst i offentlig konsum, resulterte dette i at avdempingen i BNP-veksten ble om lag som anslått.

Undervurderingen av sysselsettingsveksten må sees i sammenheng med undervurderingen av veksten i privat og offentlig konsum. Veksten i tjenesteytende næringer, som står for det meste av sysselsettingen, ble dermed høyere enn antatt. I tillegg har omfanget av deltidsarbeid økt mer enn forutsatt.

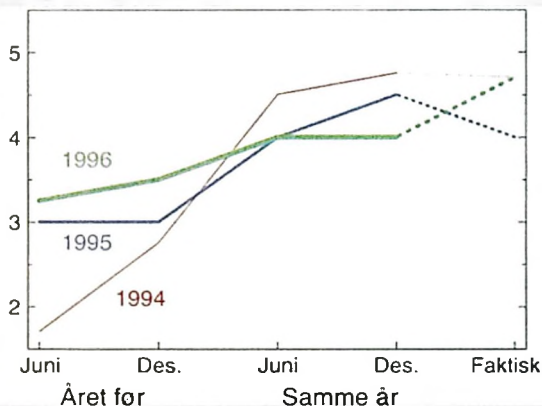
Overvurderingen av konsumprisanslaget for 1994 skyldtes dels en litt for høyt anslått lønnsvekst, dels at den sterke konkurransen i varehandelen dempet prisveksten mer enn ventet og dels lavere importprisvekst enn opprinnelig anslått. Det for høye anslaget for 1996 kan i hovedsak tilskrives nedsettelsen av bilavgiftene fra januar 1996. Endringen i anslaget for 1995 skyldtes at merverdiavgiften ble økt fra januar 1995.

Gjennomgående er det foretatt små justeringer av modellens relasjoner, spesielt når det gjelder anslagene ett år fram i tid. Et unntak var prognosene for 1994 gitt i 1993, hvor det viste seg at vi istedenfor å nedjustere etter-

spørsmåls- og produksjonsveksten burde ha oppjustert. Den viktigste grunnen til at konjunkturoppgangen ble undervurdert, hadde trolig sammenheng med at veksten i 1993 ble svakere enn en kunne vente i forbindelse med det kraftige rentefallet. Dette ble tolket dithen at den kraftige veksten midt på 1980-tallet og det etterfølgende tilbakeslaget hadde ført til at husholdningene ville være svært tilbakeholdne med å øke forbruket og bedriftene forsiktige med investeringer og nyansettelser. Senere ble det klart at oppgangen bare var utsatt og kom for fullt i 1994.

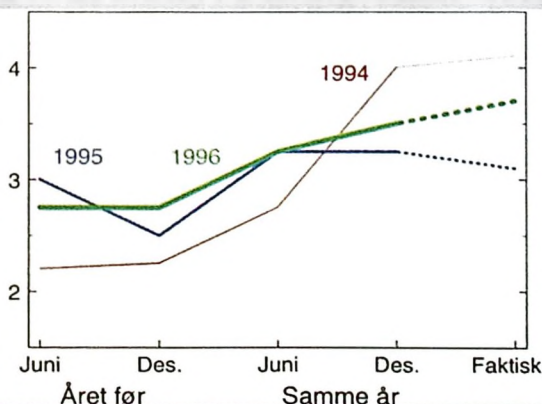
Fra og med høsten 1995 er anslagene for lønnsvekst for påfølgende år basert på at lønnsveksten vil være i tråd med tidligere erfaringer. Vi har imidlertid valgt å legge til grunn at i den grad solidaritetsalternativet har ført til lavere lønnsnivå enn det modellens re-

Figur 1 Etterspørsel fra Fastlands-Norge. Årlig vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

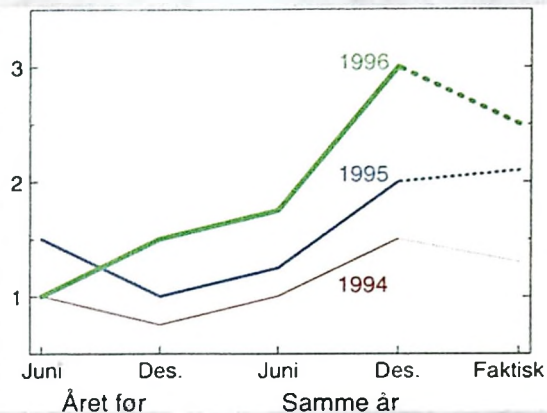
Figur 2 BNP Fastlands-Norge. Årlig vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

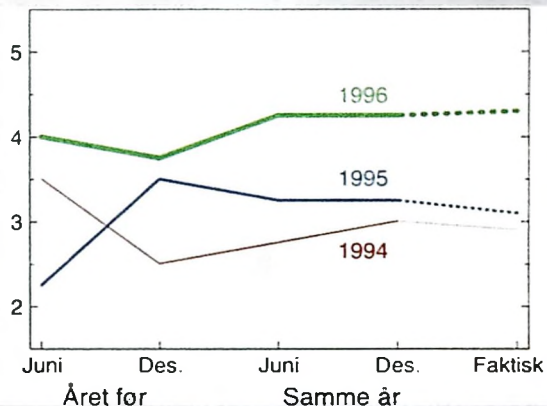
lasjoner tilsier, vil dette ikke bli hentet inn året etter. Dette har gitt bedre anslag enn om vi hadde forutsatt full gjeninnhenting av lønnsnivået.

Figur 3 Sysselsetting. Årlig vekst. Prosent



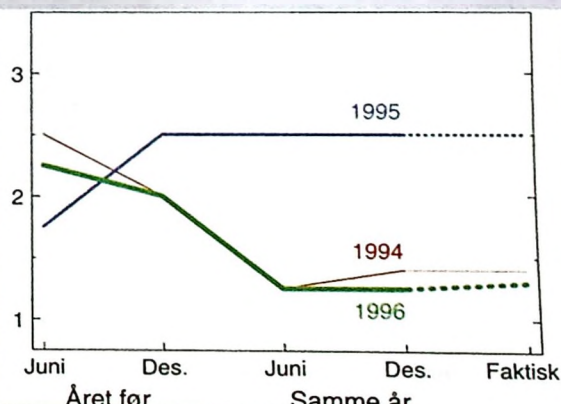
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Årslønnsvekst. Prosent



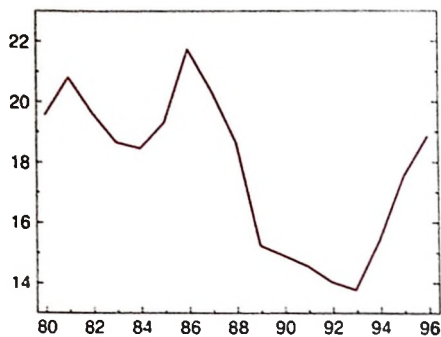
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5 Konsumprisindeks. Årlig vekst. Prosent



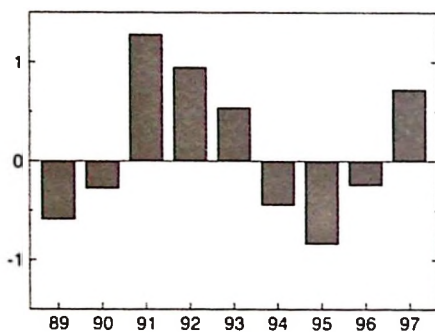
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.7** *Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 4.8** *Etterspørselsimpulser fra oljeinvesteringene. Bidrag til veksten i BNP for Fastlands-Norge. Prosentpoeng*



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

landsbedriftenes investeringer med om lag 3 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, justert for normale sesongvariasjoner. Statistisk sentralbyrås investeringstelling tyder imidlertid på en viss oppgang i industriinvesteringene også inneværende år. Flere andre indikatorer peker også i retning av at det høye investeringsnivået kan videreføres: Til tross for en noe svakere resultatutvikling blant flere norske bedrifter i 1996 enn i 1995, er inntjeningen fortsatt god. Rentenedgangen gjennom fjoråret og så langt i år har redusert avkastningskravet på kapital. Det er forventninger om fortsatt lave renter, og kapasitetsutnyttningen er økende. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer angir et økende antall industribedrifter at maskin- og anleggskapasiteten begrenser eller kommer til å begrense produksjonen.

Vi ser for oss en investeringsvekst i bedriftene i fastlandsøkonomien på rundt 7 1/2 prosent i år og 2 prosent neste år. Det er i hovedsak tjenesteyting og varehandel som trekker investeringsveksten opp. Investeringene innen industri-, bygge- og anleggssektoren anslås å vokse vel 5 prosent i år og forbli om lag uendret neste år.

Statistisk sentralbyrås investeringsundersøkelse for andre kvartal i år bekrefter tidligere undersøkelser om et kraftig oppsving i investeringene knyttet til petroleumsutvinningen i år sammenlignet med de foregående tre årene. Petroleumsinvesteringene ble redusert i perioden 1994-1996, og bidrog da til å dempe konjunkturoppgangen. Som i forrige inflasjonsrapport anslår vi en vekst i oljeinvesteringene på om lag 20 prosent i år. Dette innebærer at investeringene i petroleumssektoren vil bidra til ytterligere vekst i etterspørselen rettet mot Fastlands-Norge i tiden fremover. Figur 4.8 viser oljeinvesteringenes antatte bidrag til veksten i Fastlands-Norge, basert på beregninger utført i Finansdepartementet og presentert i Nasjonalbudsjettet og Revidert nasjonalbudsjett for 1997.

#### 4.4 Finanspolitikken

Revidert nasjonalbudsjett for 1997 (RNB) viser at finanspolitikken er mer ekspansiv enn Regjeringen la opp til før behandlingen av budsjettet i desember. I Salderingsproposisjonen for 1997 ble realveksten i statsbudsjettets underliggende utgifter anslått til 1/4 prosent fra 1996 til 1997. Den underliggende realveksten i statsbudsjettets utgifter anslås nå til 1 3/4 prosent. Oppjusteringen skyldes blant annet at utgiftsnivået er noe lavere enn tidligere anslått for 1996 og at utgiftene for 1997, i budsjettet som ble vedtatt i desember i fjor, er høyere enn foreslått i Salderingsproposisjonen, særlig gjennom høyere bevilgninger til kommunesektoren. I tillegg foreslår regjeringen en økning i utgiftene på om lag 1 milliard kroner i Revidert nasjonalbudsjett.

Målt ved endringen i det olje-, rente og aktivitetskorrigerede budsjettoverskuddet, innebærer budsjettopplegget for 1997 i RNB en innstramning i den innenlandske etterspør-

selen tilsvarende  $1/2$  prosent av BNP for Fastlands-Norge, mens anslaget i Salderingsproposisjonen var 1 prosent.

Realinntektsveksten for kommunene ser nå ut til å kunne komme opp i nærmere 4 prosent, mens veksten var anslått til  $2\frac{1}{4}$  prosent under salderingen av budsjettet. Kommunene vil også få reduserte utgifter i 1997 som følge av lavere rentenivå. Kommunalt konsum kan etter dette på usikkert grunnlag anslås å øke med rundt  $3\frac{1}{2}$  prosent i 1997. Veksten i kommunalt konsum blir dermed anslagsvis 1 prosentpoeng høyere enn det Regjeringen la til grunn i Salderingsproposisjonen.

Offentlige bruttoinvesteringer antas å øke med  $3\frac{1}{2}$  prosent i faste priser fra 1996 til 1997, mens det ble anslått en nedgang på  $3/4$  prosent i Salderingsproposisjonen. Oppjusteringen skyldes blant annet kommunale investeringer knyttet til grunnskolereformen og økte bevilgninger til veibygging i statlig regi. Bruttoinvesteringene ventes å øke med nærmere 5 prosent fra 1997 til 1998.

Samlet legger vi til grunn at offentlig konsum i 1997 øker med rundt  $2\frac{3}{4}$  prosent, mens veksten i 1998 anslås til  $1\frac{3}{4}$  prosent. Anslaget for offentlig konsum i 1997 er basert på RNB, sammen med økningen i de kommunale inntektene omtalt ovenfor. Det tas forbehold om endringer både i nivået og sammensetningen av offentlige utgifter og inntekter i den endelige behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett i Stortinget.

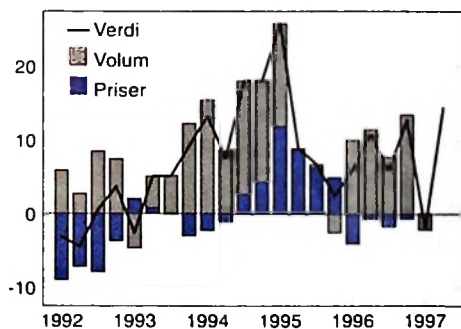
**Tabell 4.2** Anslag for BNP i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år.

	1997		1998	
USA	$3\frac{1}{2}$	(3,4)	2	(2,1)
Japan	2	(1,7)	3	(2,4)
Tyskland	$2\frac{1}{4}$	(2,3)	$2\frac{1}{2}$	(2,7)
Storbritannia	3	(3,3)	$2\frac{1}{2}$	(2,6)
Sverige	2	(2,3)	$2\frac{1}{4}$	(2,8)
Finland	$4\frac{1}{2}$	(3,7)	$3\frac{1}{2}$	(3,3)
Danmark	$2\frac{3}{4}$	(3,1)	3	(2,7)
Norges handelspartnere <sup>1)</sup>	$2\frac{1}{2}$	(2,7)	$2\frac{1}{2}$	(2,7)

1) Vektet med eksportvekter

Kilde: Norges Bank og Concensus Forecasts

**Figur 4.9** Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før.<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i andre kvartal i forhold til samme periode i fjor.

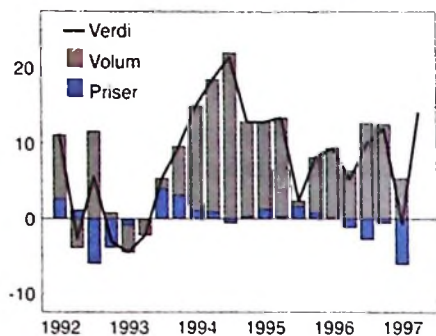
Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 4.5 Utenrikshandelen

Vi venter en BNP-vekst hos handelspartnerne på  $2\frac{1}{2}$  prosent både i år og neste år. Veksten i handelspartnerenes vareimport var 4,5 prosent 1996, og ventes å ligge på 6 - 7 prosent årlig de nærmeste to årene. Den høye økonomiske veksten blant annet i USA, Øst-Europa og Asia ventes å fortsette, mens det er grunn til å vente en relativt svak økonomisk utvikling i en rekke kontinental-europeiske land. Anslaget for den økonomiske veksten blant handelspartnerne forutsetter at investeringene tar seg opp, særlig i Tyskland og Frankrike.

I lys av lavkonjunkturen blant landene i Kontinental-Europa, har veksten i tradisjonell eksport vært bemerkelsesverdig høy det siste året. Eksporten av tradisjonelle varer økte med 10,3 prosent i faste priser fra 1995 til 1996, og veksten var langt høyere enn markedsveksten blant våre handelspartnere. Den høye eksportveksten har trolig sammenheng med at vi har vunnet markedsandeler på enkelte markeder. I tillegg har en vesentlig del av veksten skjedd til land som ikke har vært blant våre tradisjonelle handelspartnere. Denne utviklingen kan innebære at veksten i eksporten i tiden fremover i stadig mindre grad vil henge sammen med markedsveksten blant våre tradisjonelle handelspartnere, og at nye samhandelsland får økt betydning - særlig for veksten i eksporten. Om lag 80 prosent av norsk eksport

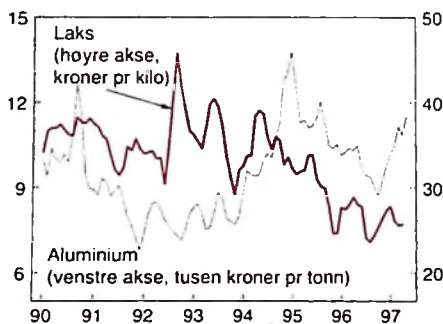
**Figur 4.10** Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før.



<sup>1</sup> Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i andre kvartal i forhold til samme periode i fjor.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 4.11** Prisutviklingen på aluminium og laks. Kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå og The Economist

har tradisjonelt gått til Europa, og hoveddelen til EU-land. Andelen av norsk eksport til EU-landene falt fra 75 prosent i 1995 til i overkant av 71 prosent i 1996.

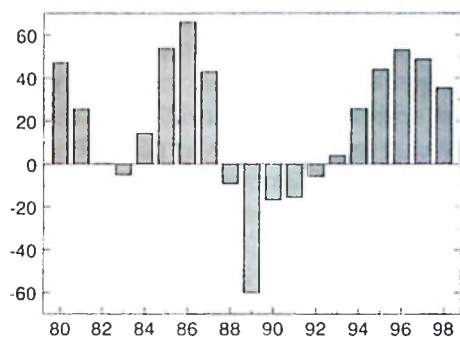
I første kvartal økte tradisjonell eksport mindre enn vi ventet tidligere i år. Ifølge kvartalsvist nasjonalregnskap falt eksportvolumet sesongjustert med 2,4 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Det ser ut til at den svake utviklingen delvis skyldtes problemer med sesongjusteringen på grunn av påskens plassering. Verdien av tradisjonell eksport lå 9,4 prosent høyere i mai i år enn i mai i fjor, noe som indikerer at eksportveksten er i ferd med å ta seg opp fra første kvartal i år. I gjennomsnitt anslår vi en vekst i tradisjonell eksport på 4 prosent i år og 5 prosent neste år.

Norske eksportpriser avhenger av prisutviklingen på de internasjonale råvaremarkedene. Gjennom 1996 falt prisene på flere viktige tradisjonelle eksportvarer, etter sterk vekst året før. Prisfallet var særlig stort for metaller, treforedlingsprodukter og kjemiske råvarer. Siden årsskiftet har prisen på aluminium og andre metallvarer økt markert. Holder dagens aluminiumspris seg, blir veksten vel 13 prosent i år, målt i norske kroner. Prisene på tremasse fortsetter derimot å utvikle seg svakt. Etter høye priser tidligere i år, har prisen på norsk laks falt noe mot sommeren. I begynnelsen av juni ble det inngått en avtale med EU som blant annet innebærer at det innføres minstepriser og at det legges begrensninger på veksten i norsk lakseeksport.

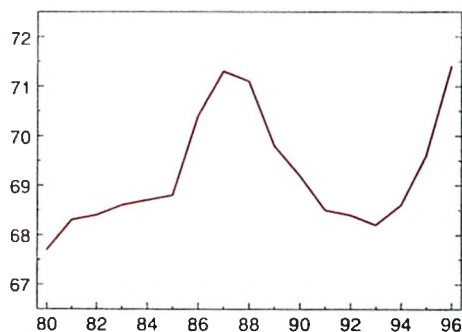
Totalt falt eksportprisene på tradisjonelle varer med 1,3 prosent fra 1995 til 1996. I første kvartal falt prisene ytterligere med 0,3 prosent i forhold til kvartalet før. I 1997 som helhet venter vi at prisene på tradisjonelle eksportvarer vil øke med rundt 3 prosent i gjennomsnitt, på grunn av økte råvarepriser. I 1998 legger vi til grunn at eksportprisene vil øke med ytterligere 2 prosent, som følge av en fortsatt og bredere basert oppgang i råvareprisene.

Importen av tradisjonelle varer økte med 9,3 prosent i faste priser i fjor. Sesongjustert falt importvolumet med 1,5 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. I mai økte importverdien med 5,3 prosent i forhold til mai i fjor. Vi anslår en gjennomsnittlig årsvekst på 6 prosent i 1997, og 4 prosent i 1998. Den samlede importveksten kan komme opp i nærmere 7 prosent i år. Den sterke importveksten reflekterer blant annet investeringene i oljeutvinning og rørtransport og sterk vekst i nordmenns konsum i utlandet.

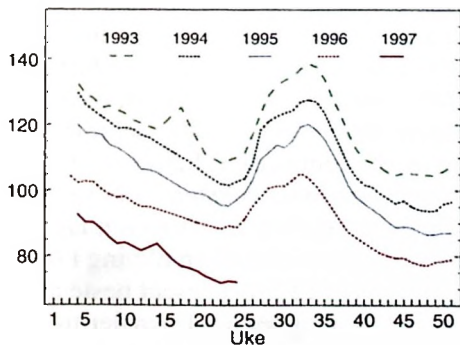
Importprisene for tradisjonelle varer økte ifølge kvartalsvist nasjonalregnskap med 0,4 prosent i 1996. I første kvartal i år lå importprisene 2,4 prosent lavere enn kvartalet før, sesongjustert. I 1997 venter vi at importprisene for tradisjonelle varer vil falle med 1/4 prosent i forhold til 1996, mens vi legger til grunn en prisvekst på 1 1/4 prosent i 1998. Anslaget for importprisene er noe oppjustert i forhold til forrige inflasjonsrapport. Det skyldes i første rekke forutsetningen om en noe svakere valutakurs for 1997 og 1998.

**Figur 5.1** Sysselsatte personer, endring fra året før. 1000 personer

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 5.2** Yrkesfrekvensen. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 5.3** Utviklingen i registrert ledighet. Uketall. 1000 personer

Kilde: Arbeidsdirektoratet

## 5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

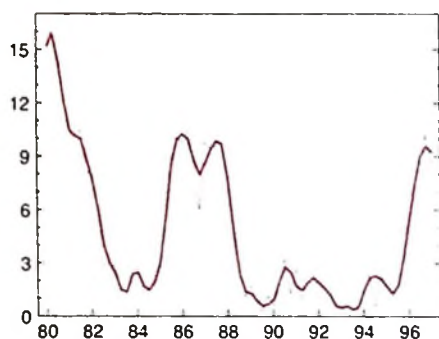
Den sterke sysselsettingsveksten vi så gjennom fjoråret ser ut til å fortsette. Ifølge Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) økte sysselsettingen med 59 000 personer, eller 2,8 prosent, fra første kvartal i fjor til første kvartal i år. Dersom det korrigeres for at påsken i år falt i mars, mens den i fjor var i april, var økningen i antall sysselsatte hele 67 000 personer. Fordelt på næringer sto industrien, varehandelen og helse- og sosialtjenester for mesteparten av økningen. Antallet sysselsatte personer vokser ifølge AKU klart mer enn antall utførte timeverk. Dette reflekterer dels økt sykefravær og dels at det i første kvartal var økt fravær på grunn av ferie.

I løpet av de siste fire kvartalene steg arbeidsstyrken med 42 000 personer, slik at ledigheten falt med 17 000 personer. Sammenlignet med første kvartal i fjor har ledigheten gått ned med 0,9 prosentpoeng. Tallet på arbeidsledige utgjorde i første kvartal i år 4,3 prosent av arbeidsstyrken, justert for normale sesongvariasjoner. Etter AKUs tidligere definisjoner tilsvarer dette anslagsvis knappe 4 prosent.

Tall fra Arbeidsdirektoratet viser også at ledigheten fortsetter å gå ned. Justert for normale sesongvariasjoner var den registrerte ledigheten 3,5 prosent i mai. Dette er 0,9 prosentpoeng lavere enn for ett år siden. Summen av ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak har falt med 1,5 prosentpoeng i løpet av det siste året, og er nå på 4,6 prosent - sesongjustert. Tallene reflekterer en betydelig nedgang i antall personer på tiltak.

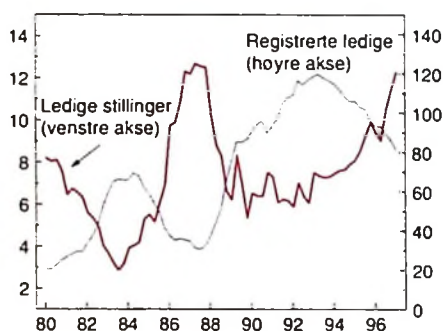
AKU-tallene indikerer en noe sterkere sysselsettingsvekst enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Vi anslår nå en vekst i sysselsettingen på nærmere 50 000 personer i år, eller omkring 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent. Fra 1993 til 1997 vil dermed sysselsettingen ha økt med om lag 170 000 personer. En mer moderat etterspørselsvekst og en lavere anslått nedgang i gjennomsnittlig arbeidstid neste år vil trolig dempe sysselsettingsveksten i 1998. Vi legger til grunn en fortsatt vekst i yrkesdeltakingen, slik at arbeidstilbudet vil vokse noe mer enn det rene demografiske forhold skulle tilsi. Et stadig høyere antall arbeidstakere fra våre naboland forklarer noe av veksten i arbeidstilbudet. Vi har til en viss grad et felles nordisk arbeidsmarked innen enkelte sektorer, og dette har økt fleksibiliteten i arbeidstilbudet. AKU-ledigheten anslås å gå ned fra 4,9 prosent i 1996 til rundt 4 prosent i år. I 1998 kan ledigheten komme ned mot 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent. Etter AKUs tidligere definisjoner tilsvarer dette hhv 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> og 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent. Den registrerte ledigheten anslås til om lag 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent i år og noe i overkant av 3 prosent i 1998.

**Figur 5.4 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Ujustert og glattet. Prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 5.5 Antall registrerte ledige personer og ledige stillinger. 1000 personer**



Kilde: Arbeidsdirektoratet

## 5.2 Lønninger

Fjorårets lønnsoppgjør gav indikasjoner på at moderasjonslinjen som har vært ført de siste tre-fire årene i lønnsoppgjørene begynte å slå sprekker. Etter å ha ligget rundt 3 prosent flere år, steg lønnsveksten til 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1996. Begynnende pressproblemer på arbeidsmarkedet samt god lønnsomhetsutvikling hos bedriftene var faktorer som bidro til økningen. Dette ble blant annet reflektert i et større omfang av bonusutbetalinger enn det som har vært vanlig.

Lønnsoppgjøret i privat sektor i år peker imidlertid i retning av noe lavere lønnsvekst enn i fjor. Basert på opplysninger fra oppjøret innen LO/NHO-området, kan tarifftilleggene bidra med i underkant av <sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosentpoeng til årslønnsveksten for industriarbeidere i 1997. Sammen med et overheng på drøye 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent gir dette en lønnsvekst før lønnsglidning på knappe 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent. Som vanlig er det knyttet stor usikkerhet rundt de lokale tilleggene i industrien. De lokale forhandlingene tar utgangspunkt i bedriftenes lønnsomhet, konkurransevne og fremtidsutsikter. Tilgangen på arbeidskraft vil også spille en rolle. Med samme bidrag fra lønnsglidningen som i fjor kan årslønnsveksten i industrien komme opp i nærmere 4 prosent. Også innen tjenesteyting og varehandel indikerer lønnsoppgjøret en årslønnsvekst på om lag 4 prosent.

I offentlig sektor bidrar de sentrale tilleggene samt avsetninger til sentrale og lokale justeringsforhandlinger med drøye 1 prosentpoeng til årslønnsveksten. Sammen med et lønnsoverheng inn i 1997 på knappe 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent og en normal lønnsglidning kan dermed årslønnsveksten beregnes til rundt 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent.

Samlet anslås årslønnsveksten til 4 prosent i år. Dette er <sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosentpoeng lavere enn våre anslag i forrige inflasjonsrapport.

Anslaget for 1998 er basert på de historiske erfaringene for lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI. Vi har antatt at lønnsveksten ikke blir påvirket av gjeninnhenting etter tidligere moderate oppgjør, og har lagt til grunn at moderasjonslinjen de siste årene får gjennomslag i det nominelle lønnsnivået. Ut fra denne forutsetningen vil gjennomføringen av et relativt moderat lønnsoppgjør i år styrke sjansene for moderat lønnsvekst også i 1998. I tillegg bidrar et lavere lønnsoverheng inn i 1998 til lavere lønnsvekst neste år enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. En antatt sterkere vekst i eksportprisene vil imidlertid bidra til høyere inntjening i eksportsektoren, noe som trekker i retning av økt lønnsvekst. Samlet sett medfører dette en nedjustering av lønnsveksten i 1998 på rundt <sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosentpoeng, og lønnsveksten anslås til om lag 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1998. Dette innebærer likevel en økning i reallønnsveksten fra 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent i år til 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent neste år.

Det ble ved årets lønnsoppgjør enighet om finansieringen av den utvidede ordningen med tidligpensjon. Fra og med 1998 omfatter ordningen også 62 og 63-åringene som har



vært sysselsatt minst ti år fra fylte 50 år. Kostnadene for bedriftene ved denne utvidelsen er av NHO anslått til om lag 20 øre pr. time pr. sysselsatt i 1998. Dette tilsvarer om lag 1/4 prosent av de samlede lønnskostnadene.

Som vanlig er det knyttet stor usikkerhet til anslaget for lønnsveksten ett år fram i tid:

- Pensjonsavtalen bidrog til å moderere de sentrale tilleggene ved årets oppgjør. Neste år er det hovedoppgjør, og med AFP-ordningen/tidligpensjonsordningen på plass vil økte kronetillegg kunne stå mer sentralt i de kravene arbeidstakerne fremsetter.
- Fortsatt nedgang i arbeidsledigheten både i år og neste år innebærer at presset i arbeidsmarkedet tiltar. Den registrerte ledigheten kan komme ned mot 3 prosent i 1998, i så fall det laveste nivået siden 1988. Det er mangel på kvalifisert arbeidskraft innen enkelte næringer, og ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer oppgir nærmere 10 prosent av industriforetakene at mangel på arbeidskraft begrenser eller vil kunne begrense produksjonen, jf. figur 5.4. Denne andelen har de siste årene ligget nær null.
- Forholdet mellom antall ledige stillinger og registrerte arbeidsledige indikerer økt mistilpasning på arbeidsmarkedet. Av figur 5.5 ser vi at mens antallet ledige stillinger er like mange som midt på 1980-tallet, er det nå langt flere registrerte ledige personer. De lediges kvalifikasjoner er i dagens situasjon derfor i mindre grad tilpasset de ledige stillingene enn hva tilfellet var midt på 1980-tallet. Knapphet på arbeidskraft kan dermed bli et mer alvorlig problem enn det ledighetstallene alene indikerer. Dette forsterker de utfordringene partene i arbeidslivet står overfor når det gjelder å videreføre de moderate inntektsoppgjørene vi har hatt så langt i 1990-årene.
- Dersom råvareprisene øker mer enn vi har forutsatt, vil en ytterligere bedring i inntjeningen kunne bidra til høyere lønnsvekst.
- Fortsatt vektlegging av solidaritetsalternativet, med fokus på reallønnsutviklingen, kan på den annen side dempe lønnsveksten også neste år.

Vi legger til grunn en produktivitetsvekst i industrien på rundt 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent både i år og neste år. Veksten i lønnskostnader pr. produsert enhet (LPE) kan da anslås til 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub> - 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent årlig. Dette er en adskillig høyere vekst enn ventet blant våre handelspartnere, der produktivitetsveksten anslås til over 3 prosent både i år og neste år slik at veksten i deres LPE kommer ned i 0,5 prosent i årlig gjennomsnitt. Ulik beregningsmåte for produktivitet kan imidlertid gjøre internasjonale sammenlikninger av produktivitetsvekst misvisende. Dersom en isteden sammenlikner timelønnskostnadene, blir veksten i Norge <sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere fra 1996 til 1998.

## UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

*Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår*

	Regnskap 1996	1997	1998
<b>Realøkonomi</b>			
Privat konsum	4,7	3 1/2	3 1/4
Offentlig konsum	3,3	2 3/4	1 3/4
Bruttoinvesteringer i fast kapital i alt	4,8	10 1/4	4 1/2
Oljeutvinning og rørtransport	-4,4	20	4
Fastlands-Norge	6,6	7 1/2	4 3/4
Bedrifter	11,1	7 1/2	2
Boliger	-6,0	12	15
Offentlig forvaltning	4,8	3 1/2	4 3/4
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,7	4	3 1/4
Eksport	10,0	5	6 1/2
Olje, gass og rørtransport	16,0	7	10 3/4
Tradisjonelle varer	10,3	4	5
Import	6,5	7	4 3/4
Tradisjonelle varer	9,3	6	4
BNP	5,3	3 3/4	4
Fastlands-Norge	3,7	3 1/4	3
<b>Arbeidsmarked<sup>3)</sup></b>			
Sysselsetting	2,5	2 1/4	1 1/2
Arbeidsstyrke, AKU	2,1	1 1/2	1 1/4
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,9	4	3 3/4
<b>Priser og lønninger</b>			
Konsumpriser	1,3	2 1/2	2
Årslønn	4 1/4	4	4 1/4
Importpris tradisjonelle varer	0,4	- 1/4	1 1/4
Eksportpris tradisjonelle varer	-1,5	3	2
Råoljepris i kroner (nivå)	133	130	125
<b>Utenriksøkonomi</b>			
Eksportoverskudd, mrd kroner (nivå)	93,0	95	99
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	72,7	86	93
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	7,1	8	8
<b>Memo</b>			
Husholdningenes sparinger	5,5	4 1/2	4 1/4

## 1 OVERSIKT

Frå midten av mars har krona svekt seg med 4,6 prosent mot ECU. Krona styrkte seg noko fram til byrjinga av april, men sidan har ho svekt seg nokså jamt.

Hittil i år har Noregs Bank kjøpt valuta for vel 41 milliardar kroner, av dette 31 milliardar kroner før Noregs Bank reduserte bruken av intervensjonar den 10. januar (omtalt i førre nummer av Penger og Kreditt). Seinare valutakjøp for vel 10 milliardar kroner er gjorde etter 27. februar, og må sjåast i samanheng med oppbygginga av reservar for avsetning til Statens petroleumsfond. I ei pressemelding (17. juni) kunngjorde Noregs Bank at ein i lys av utviklinga i valutamarknaden ikkje lenger såg grunn til å halde ved lag særskilte restriksjonar på bruken av verkemiddel i valutakursstyringa.

Norske pengemarknadsrenter har falle svakt for korte løpetider, men har elles endra seg lite sidan førre rapport. Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter har lege mellom -0,6 og -0,9 prosentpoeng. For perioden sett under eitt er differansen tilnærma uendra, på om lag -0,7 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har stige med knapt 0,2 prosentpoeng, til 0,3 prosentpoeng.

Den amerikanske sentralbanken heva 25. mars målet for *federal funds*-renta med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng, til 5,50 prosent. I Japan og Tyskland er signalrentene uendra. I Storbritannia blei signalrenta auka med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng 6. mai. Samtidig blei ansvaret for å fastsetje renta overlata til sentralbanken. Signalrenta blei sett opp med ytterlegare  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng 6. juni.

Dei lange rentene, målte ved ti-års statsobligasjonsrenter, har dei seinaste månadene auka noko i Tyskland, Frankrike, Japan og dei nordiske landa. I USA er dei lange rentene uendra for perioden sett under eitt, og i Storbritannia har lange renter falle.

Kursen på amerikanske dollar har svinga kraftig sidan midten av mars. Rundt månadsskiftet april/mai blei amerikanske dollar på det sterkaste notert til om lag 1,73 tyske mark og 127 yen pr. dollar. Etter dette har dollaren svekt seg, særleg overfor japanske yen. I midten av juni var kursen om lag 111 yen pr. dollar.

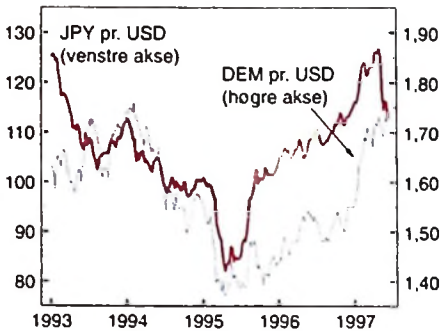
Dei norske statsobligasjonsrentene har auka med om lag 0,1 prosentpoeng sidan midten av mars. Totalindeksen for aksjar på Oslo Børs har hittil i år stige med vel 21 prosent.

Publikum si innanlandske bruttogjeld (K2) auka med 8 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av april. Tolvmånersveksten i den registrerte pengemengda (M2), som varierte mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, var på 2,6 prosent ved utgangen av april.

Innskotts- og utlånsrentene i bankane fall med 0,7 prosentpoeng i første kvartal 1997.

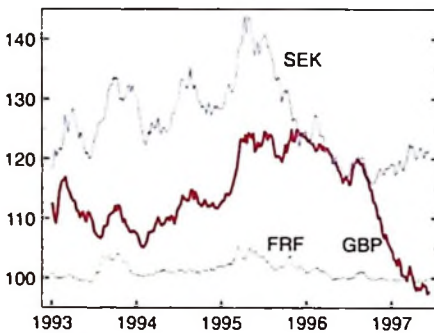
## 2 DEI INTERNASJONALE PENGE-, VALUTA- OG KAPITALMARKNADENE

**Figur 2.1** Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



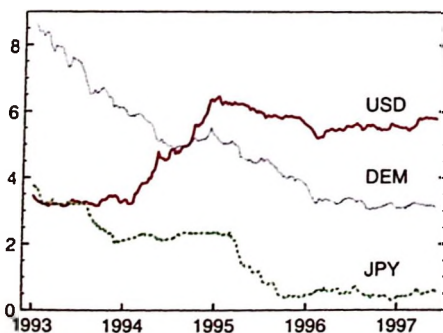
Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.2** Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer målt mot DEM. Veketal. Veke 1, 1992 = 100



Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.3** Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

I USA, Storbritannia og Irland har sentralbanken stramma til pengepolitikken. Nokre av dei mindre kontinentaleuropeiske landa har gjennomført pengepolitiske lettingar.

Den amerikanske sentralbanken heva 25. mars målet for *federal funds*-renta frå 5,25 til 5,50 prosent i samband med eit møte i FOMC (Federal Open Market Committee). Renteauken var delvis diskontert i marknaden, og dei korte amerikanske rentene steig berre med om lag 15 rentepunkt etter at vedtaket blei kjent. Tremånaders pengemarknadsrenter var i midten av juni om lag 0,2 prosentpoeng høgare enn ved inngangen til mars.

I Japan og Tyskland er signalrentene uendra. Japanske korte renter har vore relativt stabile, trass i tidvise spekulasjonar om ein renteauke frå den japanske sentralbanken. Den svake økonomiske utviklinga i Tyskland heldt fram og har verka til eit svakt fall i dei korte rentene. Veksttakten i pengemengdeaggregatet M3, målt frå fjerde kvartal i fjor, fall til 6,7 prosent i april frå 8,3 prosent i mars.

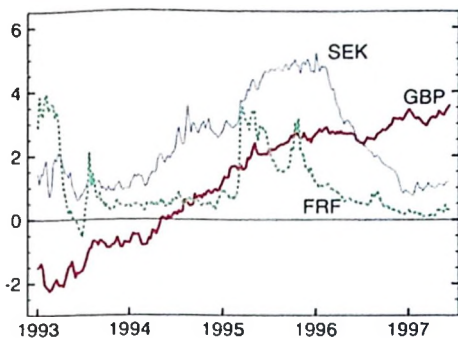
Bank of England auka 6. mai signalrenta si, *minimum lending rate*, med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng, til 6,25 prosent. Dette signaliserte ein tilsvarende auke i dei private bankane si *base rate*. På same tidspunkt blei ansvaret for rentefastsetjinga overlate til sentralbanken. Forventningar om ein nært tilstundande renteauke verka til ein oppgang i dei korte rentene i Storbritannia gjennom mars og april. Bank of England auka signalrenta si med ytterligere  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng 6. juni. Den irske sentralbanken heva signalrenta si med  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng 1. mai.

I Portugal, Spania og Hellas har sentralbankane sett ned signalrentene sine, og pengemarknadsrentene har falle. I dei andre europeiske landa er pengepolitikken uendra.

Dei lange rentene, målte ved tiårs statsobligasjonsrenter, har dei siste månadene vist ein trendmessig auke i Tyskland og Japan, men dei har fluktuert ein god del. Dei nordiske landa og Frankrike har hatt ei tilsvarende utvikling. I USA er langsiktige renter uendra for perioden sett under eitt, men dei har fluktuert mykje. Renteutviklinga i USA har vore mykje påverka av kva økonomisk korttidsstatistikk har indikert om presstendensar i økonomien.

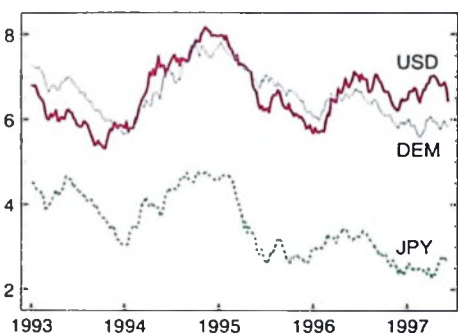
Både i USA og Japan forventar marknadsaktørane renteauke på ikkje altfor lang sikt. Det er mindre truleg at renteoppgangen i Tyskland reflekterer forventningar om ei snarleg tilstramming i pengepolitikken. I Storbritannia har obligasjonsrentene falle, trass i forventningar om ytterlegare tilstramming i pengepolitikken. Lange renter fall sterkt da det blei gjort kjent at Bank of England har fått ansvaret for å fastsetje signalrenta.

**Figur 2.4** Rentedifferansar for tre-månaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



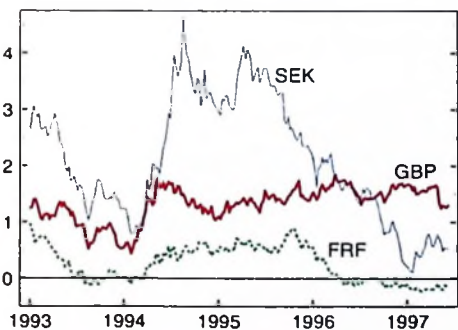
Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.5** Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.6** Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Kursen på amerikanske dollar har svinga kraftig sidan midten av mars. Rundt månadsskiftet april/mai var amerikanske dollar på det sterkaste, med ein kurs på 1,73 tyske mark pr. dollar og 127 yen pr. dollar. Etter dette har dollaren svekt seg. Svekkinga av amerikanske dollar har vore særleg stor overfor japanske yen, og i midten av juni var kursen 111 yen pr. dollar. Rekna ut frå nominelle effektive valutakursar har japanske yen styrkt seg med 10 prosent, mens amerikanske dollar har svekt seg med 3 prosent sidan midten av mars. Med unntak av britiske pund, som har variert mykje, har kursane halde seg relativt stabile mellom dei europeiske valutaene.

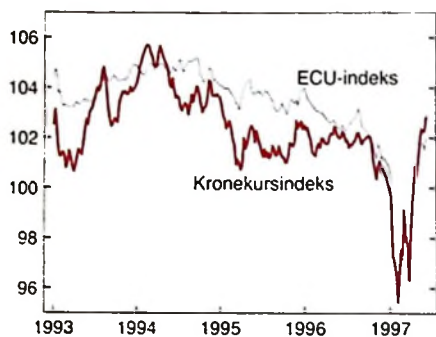
Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i midten av mars 11 prosent. Spennvidda i kursbandet har gått ned, og ho var 9 prosent i midten av mai. Da var franske franc den svakaste valutaen i ERM-bandet og irske pund den sterkaste.

Regjeringsskiftet i Frankrike i månadsskiftet mai/juni førte til uvisse om utfallet av behandlinga av *vekst- og stabilitetspakten* på møtet i Ecofin (rådet av økonomi- og finansministrar i EU) i juni. På same tid oppstod det usemje mellom den tyske finansministeren og sentralbanksjefen om korleis Tyskland skulle oppfylle vilkåra for medlemskap i den planlagde pengeunionen i EU (ØMU). Desse forholda har ført til auka uvisse om ØMU og ei viss uro i rente- og valutamarknadane. Franske franc og tyske mark svekka seg noko mot slutten av perioden.

#### Utvalde renteendringar internasjonalt

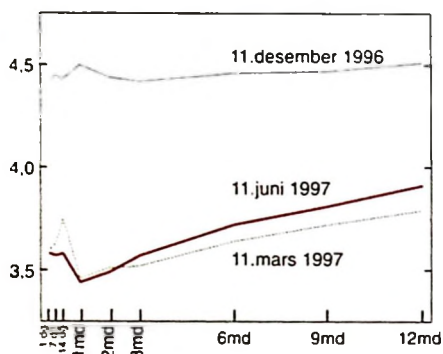
Landrente	Dato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
<i>Spania</i>			
Reporaenta	14.3.	-25	5,75
»	15.4.	-25	5,50
»	16.5.	-25	5,25
<i>USA</i>			
Federal funds rate	25.3.	+25	5,50
<i>Portugal</i>			
Reporaenta	11.4.	-20	6,30
Intervensjonsrenta	»	-40	5,80
Emergency lending rate	»	-50	7,80
<i>Irland</i>			
Short term facility rate	1.5.	+50	6,75
Deposit rate	»	+50	3,50
<i>Storbritannia</i>			
Minimum lending rate/base rate	6.5.	+25	6,25
»	6.6	+25	6,50
<i>Hellas</i>			
Diskontoen	12.5.	-100	14,50
Lombardrenta	15.5.	-100	19,00

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



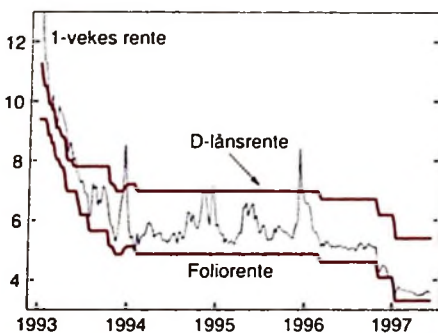
Kjelde: Noregs Bank

**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 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

### 3.1 Valutamarknaden

Den norske krona har så langt i år svekt seg med 1,4 prosent målt mot ECU. Krona styrkte seg kraftig fram til den første veka av februar. Sidan har ho stort sett svekt seg. Sidan førre rapport har krona svekt seg med 4,6 prosent. Kronekursen var 11. juni 102,2 målt med ECU-indeksen.

Sidan førre rapport har krona svekt seg med 4,4 prosent mot tyske mark, mens den effektive valutakursen til industrien har svekt seg med 5,2 prosent. Overfor amerikanske dollar har krona i same perioden svekt seg med knapt 5 prosent.

I samband med rentenedsetjinga 10. januar uttalte Noregs Bank at ein i ein periode ikkje ville intervenere i valutamarknaden i særleg grad. Noregs Banks transaksjonar i valuta-marknaden har etter dette vore begrensa til kjøp til Statens petroleumsfond for om lag 3 milliardar kroner pr. måned. I ei pressemelding 17. juni kunngjorde Noregs Bank at ein i lys av utviklinga i valutamarknaden ikkje lenger såg grunn til å halde ved lag særskilte restriksjonar på bruken av verkemiddel i valutakursstyringa.

Likviditeten i den norske valutamarknaden verkar å ha blitt vesentleg redusert etter at Noregs Bank reduserte omfanget av valutaintervensjonane. I denne situasjonen har det gitt relativt store kursutslag at somme store aktørar har trekt seg ut av norske kroner.

Noregs Bank har hittil i år kjøpt valuta for vel 41 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 intervenerte ikkje Noregs Bank i valutamarknaden. Etter at ein 27. februar tok opp att valutakjøpa for avsetning til Statens petroleumsfond, er det kjøpt valuta for vel 10 milliardar kroner.

I 1996 blei om lag 46 milliardar kroner sette av til Statens petroleumsfond. Eit vedvarande appresieringspress mot norske kroner i 1996 gjorde at Noregs Bank i løpet av året kjøpte meir valuta enn det som følgde av oppbygginga av petroleumsfondet.

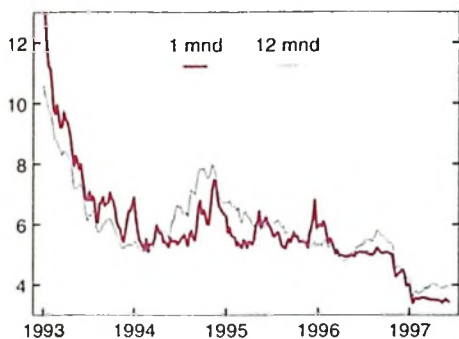
### 3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

#### Renteutviklinga

Rentene i den norske pengemarknaden har vore relativt stabile sidan førre rapport.

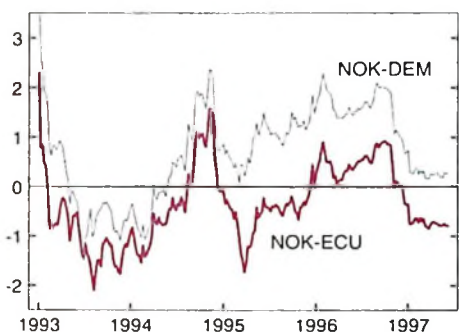
Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter for løpetider frå ei veke til og med tre

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



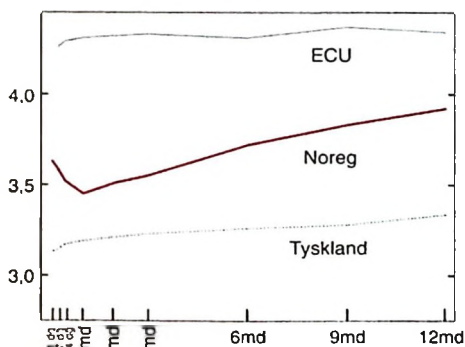
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

**Figur 3.6** Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive pengemarknadsrenter. 11. juni 1997



Kjelde: Noregs Bank

månader) har falle til vel 3,5 prosent frå om lag 3,6 prosent tidleg i mars. Avkastningskurva i pengemarknaden er blitt noko brattare sidan midten av mars, men er framleis relativt flat.

Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter har lege mellom -0,6 og -0,9 prosentpoeng. For perioden sett under eitt er differansen tilnærma uendra på om lag -0,7 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har stige med knapt 0,2 prosentpoeng, til 0,3 prosentpoeng.

Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har vist omtrent den same utviklinga som rentedifferansen mot ECU. I mai var gjennomsnittleg differanse til tyske tremånadersrenter om lag 0,2 prosentpoeng, samanlikna med om lag 0,3 prosentpoeng i februar.

### Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å etablere ein korridor for rentenivået som ligg mellom 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 også sesongsvingningane i likviditeten til bankane, som blant anna følgjer av inn- og utbetalingane til staten.

I mars var det eit underliggjande likviditetsoverskott i marknaden. Årsaka til likviditetsoverskottet var særleg forfall av eit statssertifikatlån (SS42) 19. mars. Noregs Bank la ut to F-innskott for å trekkje inn overskottslikviditeten. Bankane si interesse for å plassere pengar i Noregs Bank var låg, grunna heilagdagane i påska og tilpassingar i samband med kvartalsskiftet. Overskottslikviditeten i andre halvdel av mars blei såleis stor, sjølv etter Noregs Banks likviditetspåverkande operasjonar. Den faktiske likviditeten (bankane sine plasseringar på foliokonto i Noregs Bank) var i gjennomsnitt 11,6 milliardar kroner.

I april var det underliggjande likviditetsoverskott gjennom heile månaden. Det blei trekt inn likviditet ved fire F-innskott i første halvdel av månaden. Bankane hadde i gjennomsnitt 8,1 milliardar kroner på foliokonto i Noregs Bank i april.

I mai var det underliggjande overskottslikviditet i første halvdel av månaden. I andre halvdel av månaden blei det derimot behov for å tilføre likviditet, grunna stor skatteinn-gang. I gjennomsnitt tilførte Noregs Bank likviditet for netto 2,7 milliardar kroner i andre halvdel av mai. Likviditeten blei tilført gjennom gjenkjøpsavtalar i statspapir og ved F-lån. Gjennom gjenkjøpsavtalar frå 23. mai til 5. juni blei det

**Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla <sup>1)</sup>**

	1997				
	jan	feb	mar	apr	mai
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	-18,7	1,3	-3,6	-2,9	1,7
Av dette					
D-lån	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
F-lån/innskott	-18,9	-0,9	-4,3	-3,0	1,0
anna finansiering	0,0	2,1	0,6	0,0	0,6
D-lånstilgang, mrd kr	3,8	4,2	3,8	4,0	3,9
Bankane sine likvide reservar i form av folio-innskott i Noregs Bank	5,5	6,8	12,4	8,2	8,0
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,83	3,42	3,41	3,44	3,40
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	3,39	3,35	-	-	3,52

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

Kjelde: Noregs Bank

såleis tilført likviditet for om lag 2 milliardar kroner. I mai var bankane sine gjennomsnittlege plasseringar på foliokon- to i Noregs Bank 7,4 milliardar kroner.

Dagslånsramma for bankane i Noregs Bank har vore uendra og lik sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus dagslånsgjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av dagslånstilgangen har vore knapt 2 prosent i mars, vel 2 prosent i april og vel 1 prosent i mai.

Noregs Bank har halde likviditeten i pengemarknaden rommeleg, slik at dei korte pengemarknadsrentene er blitt liggjande nær foliorenta, i nedre del av rentekorridoren. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no omtrent 0,3 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Noregs Bank har vedtatt endringar i forskrifta om bankane sin rett til lån og innskott i sentralbanken (låneforskrifta), jf. Noregs Banks rundskriv nr. 3/17, juni 1997. Endringane omfattar innføring av intradag-lån; utviding av kva slag verdipapir som blir aksepterte som sikring for D-lån i Noregs Bank; høve for bankar til å omsette F- innskott seg imellom; høve for Noregs Bank til å kjøpe tilbake F-innskott før forfall og utviding av retten til lån og innskott i Noregs Bank for utanlandske kredittinstitusjonar sine filialar i Noreg. Bortsett frå reglane om intradag-lån, blir endringane sette i verk frå 1. juli 1997.

Reglane om intradag-lån blir sette i verk samtidig med at ein innfører kontinuerleg betalingsoppgjer gjennom dagen i Noregs Bank. Før dette vil Noregs Bank sende ut eit rundskriv som informerer om dei nye vilkåra for betalingsoppgjera.

### Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av verksemda til staten, samtidig som utleggingane blir tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. I dei seinare åra er det stort sett blitt gjennomført emisjonar av statssertifikat kvar månad, etter eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv-månaderssertifikat kvart kvartal. I dei mellomliggjande månadene har ein utvida eksisterande lån.

I 1997 er statssertifikata brukte meir aktivt i likviditetsstyringa enn tidlegare. Derfor har ein utvida andre sertifikat enn det med lengst løpetid. Staten har òg gjennomført *ad hoc*-emisjonar for å motverke likviditetstilførsel som skuldast Noregs Bank sine valutakjøp.

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

Såleis blei det 7. april lagt ut eit nytt tolv-månaders sertifikat (SS47) på 3 milliardar kroner. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 500 millionar kroner. Rentene på statssertifikat blir fastsette ved auksjon, og vegd gjennomsnittrente for

**Tabell 3.2. Sertifikatmarknaden<sup>1)</sup>**  
*Bruttoemisjonar av sertifikat etter sertifikattype. (Milliardar kroner)*

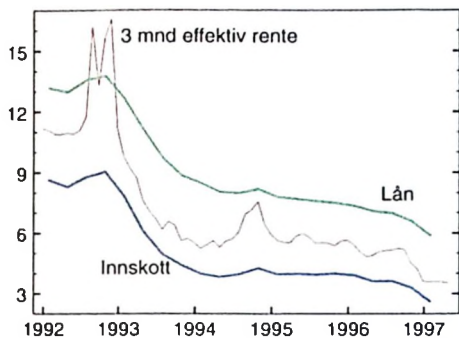
	1995	1996	1996 1997	
			jan	apr
Statssertifikat	43,5	50,0	20,5	51,5
Banksertifikat	50,8	90,5	32,5	32,4
Kredittsertifikat	18,5	20,3	8,1	6,0
Lånesertifikat	57,3	73,4	20,8	27,2
Finanssertifikat	9,3	3,7	0,9	2,0
Utanlandske sertifikat i NOK	3,7	1,0	1,0	0,0
I alt	183,4	238,8	83,8	119,1

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

Kjelde: Noregs Bank



**Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente**



Kjelde: Noregs Bank

emisjonen i april blei 3,89 prosent. I mai blei lånet utvida med 2 milliardar kroner, til ei vegd gjennomsnittrente på 3,70 prosent.

I 1997 er det fram til og med april emittert sertifikat for vel 119 milliardar kroner. I 1996 og 1995 blei det til samanlikning emittert sertifikat for respektive knapt 239 og vel 183 milliardar kroner. Stats-, bank- og lånesertifikat dominerer, og utgjer til saman om lag 90 prosent av det samla emisjonsvolumet. Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap. Ved utgangen av 1996 åtte desse sektorane vel 81 prosent av den uteståande beholdninga.

Utlendingar har tradisjonelt investert svært lite i statssertifikat. Dette endra seg noko i løpet av januar, da utlendingar som kjøpte kroner brukte statssertifikatmarknaden som eit alternativ til valutaterminmarknaden. Ved utgangen av februar åtte utlendingar vel 26 prosent av den uteståande beholdninga av statssertifikat, samanlikna med om lag 1 prosent ved årsskiftet.

I april i år var omsetninga av sertifikat på Oslo Børs knapt 23 milliardar kroner. I 1997 er det fram til og med april omsett sertifikat for vel 153 milliardar kroner, med vel 85 milliardar i januar.

### 3.3. Renteutviklinga i finansinstitusjonane

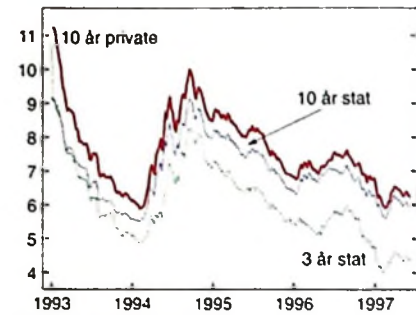
#### *Bankane*

Dei gjennomsnittlege utlånsrentene til bankane fall ytterlegare i første kvartal 1997. Utlånsrentene på lån der kundane svarer renter og avdrag, fall med 0,7 prosentpoeng, til 6,0 prosent. Innskottsrentene fall òg med 0,7 prosentpoeng i gjennomsnitt, til eit nivå på 2,6 prosent ved utgangen av første kvartal. Marginen mellom innlåns- og utlånsrenter var i denne perioden uendra på 3,4 prosentpoeng.

#### *Andre finansinstitusjonar*

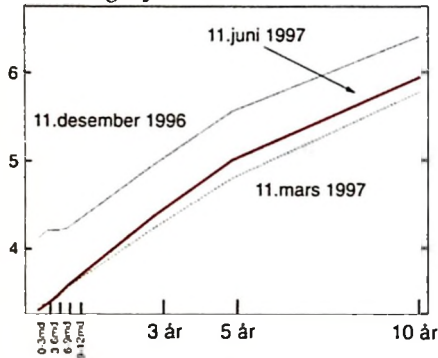
Kredittføretaka sine utlånsrenter fall i første kvartal med 0,2 prosentpoeng, til 6,5 prosent. Livselskapa sine utlånsrenter fall med 0,6 prosentpoeng, til 5,2 prosent.

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



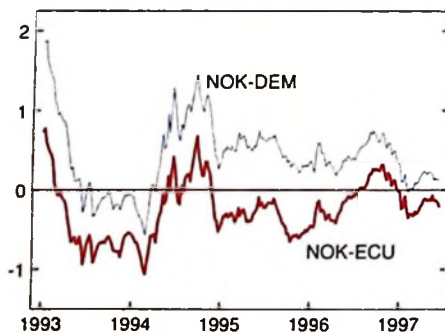
Kjelde: Noregs Bank

**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 i gjennomsnitt om lag 0,2 prosentpoeng. Rentene steig for alle løpetider fram til byrjinga av april, og 3. april blei renta på tiårs statsobligasjonar notert til 6,3 prosent. Seinare har rentene blitt noko reduserte.

Tyske renter har òg stige litt sidan førre rapport. Differansen mellom norske og tyske tiårs statsobligasjonar har likevel auka frå 0,1 prosentpoeng 11. mars til 0,2 prosentpoeng 11. juni. Tilsvarende rentedifferanse overfor teoretisk ECU gjekk i same perioden frå -0,3 prosentpoeng til -0,1 prosentpoeng. Den 11. juni var den effektive renta på norske tiårs statsobligasjonar 6,0 prosent, mens tilsvarende rente på tyske statsobligasjonar og teoretisk ECU-obligasjonar var respektive 5,8 og 6,1 prosent.

#### Omsetning

Omsetninga av obligasjonar på Oslo Børs fram til utgangen av mai i år var på 597 milliardar kroner, ein auke på om lag 14 prosent samanlikna med same perioden i 1996. Dagleg gjennomsnittsomsetning var i mai 4,5 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer med 89 prosent av totalomsetninga hittil i år. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar, som for det meste er lån emitterte av kredittføretak og bankar, var på knapt 64 milliardar kroner fram til utgangen av mai.

#### Emisjonar

Frå januar til april i 1997 blei det emittert obligasjonar for 29,4 milliardar kroner, samanlikna med 26,5 milliardar kroner i dei same månadene i 1996. Private bankar har nesten dubla bruttoemisjonane sine i forhold til same perioden i 1996. Deira del av det samla emisjonsbeløpet var over 40 prosent.

Statsobligasjonslånet S467, som har knapt ti års løpetid att, blei utvida med 2,0 milliardar kroner 26. mai. Den effektive renta blei 6,07 prosent. Uteståande beholdning i dette lånet er no 22 milliardar kroner. Totalt er den uteståande beholdninga i dei fem tonegivande statsobligasjonslåna 116 milliardar kroner.

#### Eigarstruktur

Ved utgangen av 1. kvartal 1997 åtte forsikringsselskapa som den største eigargruppa knapt 43 prosent av norske

**Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden <sup>1)</sup>**  
*Bruttoemisjoner av ihendehavarobli-  
 gasjoner etter låntakarsektor. (Milli-  
 ardar kroner)*

	1995	1996	1996 1997 jan-apr	
Statsforvaltninga	21,1	21,0	11,0	8,0
Statsbankar og stats- foretak	7,5	7,6	4,2	2,9
Private bankar og forsikringsselsk.	10,0	23,2	6,5	12,7
Kredittforetak og finansieringsselskap	10,0	7,0	2,8	2,0
Private og kommunar	7,7	9,5	1,6	3,1
Utanlandske låntakarar	1,2	1,6	0,4	0,7
<b>I alt</b>	<b>57,6</b>	<b>69,9</b>	<b>26,5</b>	<b>29,4</b>

1) Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obli-  
 gasjoner i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank

**Tabell 4.2 Omsetning og marknads-  
 verdi ved Oslo Børs. Milliardar  
 kroner**

	1995	1996	1.1.-31.5.97
Totalt	156,7	231,7	123,6
Bank	13,7	19,3	17,9
Forsikring	7,3	8,8	5,8
Industri	96,7	132,7	75,9
Skip	26,4	46,3	15,6
SMB	8,5	16,2	13,1
Grunnfond	4,0	8,2	4,0
Marknadsverdi	289,8	389,4	452,1

Kjelde: Oslo Børs

**Tabell 4.3 Emisjonar over Oslo Børs.  
 Millionar kroner**

	1995	1996	1.1.-31.5.97
Totalt	7.632	9.020	3.000
Av dette utlandet	97	1.867	423
Bank	0	139	0
Forsikring	10	8	0
Industri	1.967	3.516	627
Skip	3.763	1.970	909
SMB	1.234	1.393	1.407
Grunnfond	561	127	58

Kjelde: Oslo Børs

obligasjonar, tilsvarende ein marknadsverdi på 156 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankenes forsikringsfond) hadde ein eigarandel på vel 19 prosent. Utlendingars eigarandel har halde fram å auke, og var ved utgangen av 1. kvartal knapt 6 prosent.

## 4.2. Aksjemarknaden

### Kursutviklinga

Alle delindeksar ved Oslo Børs har stige jamt sidan byrjinga av 1995. Oslo Børs totalindeks steig med knapt 80 prosent frå inngangen til 1995 og fram til 8. juni 1997. Hittil i 1997 har totalindeksen stige med vel 21 prosent. Bankindeksen steig mest, med 31 prosent. Dette skuldast truleg planlagde fusjonar og omstruktureringar i finansnæringa. Grunnfondsbevisa har hatt ei kursstigning på knapt 11 prosent hittil i 1997.

Kursane i den norske aksjemarknaden har sidan 1993 stige meir enn i dei fleste utanlandske marknadene.

Frå januar 1995 til 8. juni 1997 har den amerikanske marknaden stige mest. Dow Jones steig i denne perioden med knapt 90 prosent. Hittil i 1997 har den tyske marknaden stige mest, og DAX-indeksen har stige med knapt 27 prosent.

Både totalindeksen på Oslo Børs og Dow Jones har vist ei volatil utvikling i den seinaste tida. Dette kan i hovudsak tilskrivas forventningar om ein renteoppgang i USA, som kan auke avkastningskrava frå aksjonærene.

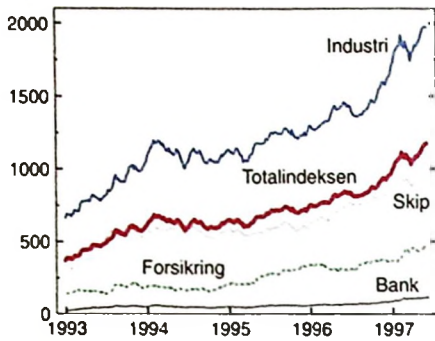
### Omsetning og marknadsverdi

Omsetninga av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs fram til utgangen av mai i år var på vel 123 milliardar kroner, ein auke på knapt 29 prosent frå same perioden i 1996. Omsetninga har vore størst i industrisektoren. Sektorane bank og SMB (små og mellomstore bedrifter) hadde størst omsetningsvekst, respektive 129 og 113 prosent. Omsetninga i shippingsektoren blei derimot redusert med 17 prosent. Marknadsverdien av dei av aksjane på Oslo Børs som er registrerte i Verdipapirsentralen har auka med vel 16 prosent dei fem første månadene av 1997, samanlikna med ein auke på vel 34 prosent i 1996.

### Emisjonar

Ved utgangen av mai 1997 var det emittert aksjar for vel 3 milliardar kroner, inklusive emisjonar knytte til børsnotering. Dette er om lag 0,4 milliardar kroner mindre enn i same perioden i 1996. Retta emisjonar utgjorde vel 1,7 milliardar kroner i dei fem første månadene av 1997. Hovuddelen av emisjonane er gjorde av SMB-føretak. Bank og forsikring har emittert lite i perioden frå 1995 og fram til utgangen av første tertial 1997.

**Figur 4.4 Aksjeindeksar ved Oslo Børs. Veketal. 3. januar 1983 = 100**

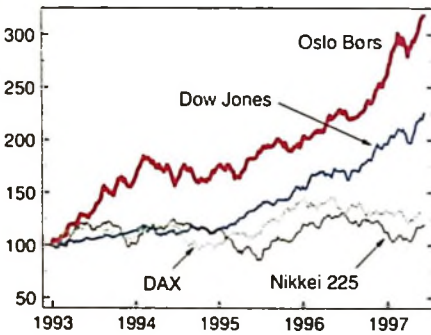


Kjelde: Oslo Børs

#### Aksjonærstruktur

Ved utgangen av mai 1997 var utlandet den største eieren i norske børsnoterte selskap, med vel 33 prosent av marknadsværdien. Føretak er den største norske eigargruppa. Privatpersonar har hittil i 1997 redusert eigarandelen sin noko, etter å ha vore ei stabil eigargruppe i lang tid. Men verdipapirfonda har auka eigarandelane sine, og privatpersonar kan dermed ha oppnådd auka indirekte eigarskap (Sjå tabell 12 i tabellvedlegget).

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



Kjelde: Oslo Børs

## 5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

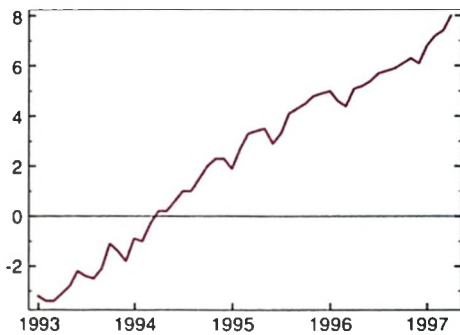
### *Kredittindikatorane*

Publikums innanlandske bruttogjeld (K2) gjekk opp med 8,0 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av april 1997, samanlikna med 7,4 prosent (reviderte tal) i tolv månadersperioden fram til mars 1997. Kredittvolumet voks med vel 76 milliardar kroner i tolv månadersperioden fram til utgangen av april 1997. Årsveksten har stort sett vore aukande sidan oktober 1992 da den var -4,4 prosent.

Den underliggjande veksten, det vil seie veksten i gjennomsnittleg uteståande kreditt siste tremånadersperiode i forhold til føregåande tremånadersperiode omrekna til årleg rate, var 9,1 prosent ved utgangen av april og 7,6 prosent ved utgangen mars 1997. Etter å ha vore 5,8 prosent ved utgangen av 1995, auka den underliggjande veksten med 1,6 prosentpoeng i løpet av fjoråret, til 7,4 prosent. Underliggjande kredittvekst varierte gjennom 1996 mellom 3,9 prosent (mars) og 8,3 prosent (november).

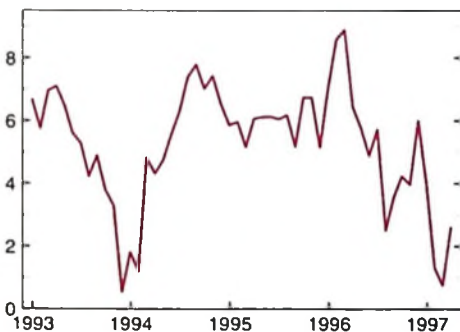
Publikum si bruttogjeld til utlandet blei redusert med 0,5 prosent i 1996, og publikum sin samla kreditt (K3) auka dermed med 5,0 prosent i fjor. I 1995 auka publikum si bruttogjeld til utlandet med 7,2 prosent og samla kreditt med 5,3 prosent.

**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

### *Pengemengdeveksten*

Tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda (M2) varierte i 1996 mellom 2,5 prosent (august) og 8,9 prosent (mars), og var 6,0 prosent ved utgangen av året. I løpet av første kvartal 1997 fall tolv månadersveksten til 0,7 prosent, før han steig til 2,6 prosent i april. Fordelt på tilførselskjelder, var det i første kvartal i år ei sterk inndraging ved lånetransaksjonane og inntektsoverskottet til sentralstyresmakterne. Utlån frå bankane og valutasal frå publikum er dei dominerande kjeldene til pengemengdeveksten (sjå tabell 23a i tabellvedlegget).

Førebelse tal for april 1997 viser at den underliggjande veksten i M2 fall for tredje måned på rad, til -2,8 prosent. I april fall den underliggjande veksten med 0,3 prosentpoeng, samanlikna med fall på respektive 5,9 og 4,8 prosentpoeng i februar og mars.

### *Endringar i enkelte gjelds- og fordringspostar hos publikum (transaksjonstal)*

På grunn av at opplegget for databehandling i Noregs Bank er under omlegging, presenterer vi ikkje fullstendige tal for endringar i publikum (private og kommunar) sine fordrings- og gjeldsposisjonar i denne kvartalsrapporten. Vi har derfor i

**Tabell 5.1 Endringar i enkelte fordrings- og gjeldspostar hos publikum<sup>1</sup>. Milliardar kroner.**

	1994	1995	1996
<b>A. Auke i enkelte fordringspostar</b>			
Innanlandske bank-innskott og forsikringskrav	34,0	36,8	59,9
Andre innanlandske fordringar	-7,9	26,8	19,9
Fordringar på utlandet	1,5	7,5	-0,1
<b>B. Auke i enkelte gjeldspostar</b>			
Utlån frå norske kredittinstitusjonar	16,8	53,0	54,7
Annan innanlandsk gjeld	23,0	25,4	32,7
Gjeld til utlandet	-1,3	19,5	22,7

1) Omfattar private, statlege og kommunale foretak, husholdningar og kommuneforvaltning. Tala er delvis baserte på anslag.

Kjelde: Noregs Bank

**Tabell 5.2 Motpostane til Noregs Banks valutaintervensjonar overfor bankane.<sup>1</sup>**

	1996	1997 <sup>2</sup>
<b>A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane</b>		
1. Spot	-90	-39,6
2. Termin	-90	-39,6
	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
<b>B. Utlandet</b>	<b>-24</b>	<b>-22,0</b>
1. Spot <sup>3</sup>	-11	-5
2. Termin <sup>3</sup>	-13	-17,0
<b>C. Norske sektorar, utanom bankane</b>	<b>-66</b>	<b>-28,1</b>
1. Spot <sup>3</sup>	-57	-11,5
2. Termin <sup>3</sup>	-7	-4,4
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	-2	-12,2
<b>D. Anna</b>	<b>0</b>	<b>10,4</b>

**Memo: Noregs Banks internasjonale reservar**

**170,5 193,9<sup>4</sup>**

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

2) Veke 1-21.

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

4) Utgangen av april.

Kjelde: Noregs Bank

tabell 5.1 stilt opp eit utval av transaksjonstal, det vil seie behaldningsendringar justerte for omvurderingar.

Av tabell 5.1 går det fram at investeringane i innanlandske bankinnskott og forsikringskrav auka med nesten 60 milliardar kroner i løpet av 1996. Av denne auken stod forsikringskrava for vel 24 milliardar kroner. «Andre innanlandske fordringar» (obligasjonar, sertifikat, børs- og ikkje-børsnoterte aksjar, andelar i verdipapirfond og utlån) auka med knapt 36 milliardar kroner.

På gjeldssida auka publikum sine innanlandske lån med knapt 55 milliardar kroner i løpet av 1996, og «anna innanlandsk gjeld» (dei same postane som for «andre innanlandsk fordringar») auka med 32,7 milliardar kroner. I sistnemnde dominerte aksjeggjeld, som voks med nesten 25 milliardar kroner. Av dette utgjorde emisjon av ikkje-børsnoterte aksjar knapt 14 milliardar kroner. Merk at datagrunnlaget for dette overslaget er dårleg.

Publikum sine fordringar overfor utlandet var omtrent uendra for 1996 sett under eitt. Gjelda auka samtidig med knapt 23 milliardar kroner, og publikumssektoren hadde i 1996 ein netto kapitalinngang på knapt 23 milliardar kroner.

På bakgrunn av det store driftsoverskottet overfor utlandet er dette noko overraskande. Forklaringa er dels at netto finansinvesteringane i utanriksrekneskapen inneheld ufordelte kapitaltransaksjonar og statistiske avvik på vel 75 milliardar kroner for 1996. Utrekningar der det er korrigert for dette, gir ein netto kapitalutgang for publikum på 46 milliardar kroner i denne perioden.

Hushalda sine netto finansinvesteringar, utekna på grunnlag av balansetall, var på 11 milliardar kroner i 1996, samanlikna med vel 19 milliardar i 1995. Fordringar og gjeld auka med høvesvis om lag 41 og 30 milliardar kroner i 1996.

### *Kapitalrørsler og valutareservane*

Hittil i år (veke 21) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 39,6 milliardar kroner frå bankane.

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1996 og hittil i 1997. Motstykket til bankane sine sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for 22 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og valutakjøp for vel 28 milliardar kroner frå norske aktørar. Kundane sine nettokrav i valuta overfor bankane blei reduserte med vel 12 milliardar kroner.

Dei internasjonale reservane var på 193,9 milliardar kroner ved utgangen av april 1997, og verdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var på 47,8 milliardar kroner.

Tidlegare kapittel 6, «Utviklinga i finansinstitusjonane» er ikkje lenger ein del av denne rapporten. Renteutviklinga i finansinstitusjonane er no omtalt i avsnitt 3.3 foran. Elles viser vi til artikkelen «Finansielt utsyn» lenger bak i dette heftet.

## Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land

Noregs Bank oppdaterer kvart år i kvartalsrapport nummer to berekningar av *realrenter etter skatt* i Noreg og i enkelte andre land. Oversikten omfattar Noreg, Sverige, Danmark, Tyskland, Storbritannia, USA og Japan. Realrenteberekingane gir eit bilete av hushalda sine lånekostnader når det blir teke omsyn til at prisstigning reduserer realverdien av gjeld og at gjeldsrenter kan trekkjast frå skattpliktig inntekt. Vi har basert oss på tal for for lån som det blir svart renter og avdrag av og på faktisk (ikkje forventa) inflasjon.

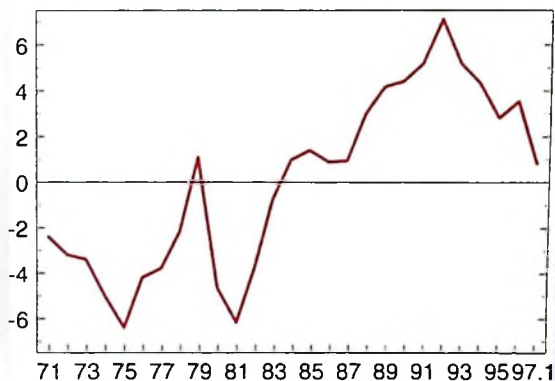
Figur 1 viser utviklinga i realrenta etter skatt i Noreg frå 1971 basert på utlån frå forretnings- og sparebankar (renteopplysningar frå andre finansinstitusjonar dekkjer ikkje heile perioden).<sup>1</sup> Figuren viser at realrenta etter skatt stort sett var negativ godt inn i 1980-åra. Dette skuldast at dei nominelle rentene ikkje blei tilpassa ein gjennomgåande høg inflasjon og ein omfattande frådragsrett i skatt for gjeldsrenter. Verdien av skattefrådraget var omtrent 45 prosent for ein gjennomsnittleg låntakar og over 70 prosent for dei med høgast marginalsattesats.

Den seinare utviklinga må sjåast på som ei normalisering av lånekostnadene i den norske kredittmarknaden. Lågare inflasjon og ein reduksjon i verdien av skattefrådraget for gjeldsrenter til ein sats på 28 prosent for alle inntektsgrupper, førte til at realrenta steig til omtrent 4 prosent mot slutten av 80-talet. Dei svært høge rentene i 1992 kan forkklarast med valutauro om hausten same året. Etter rentefallet i 1993 var realrenta vel 4 prosent i 1994 og knapt 3 prosent i 1995. Fallet i realrenta frå 1994 til 1995 skuldast lågare nominelle renter og ei noko høgare prisstigning.

I 1996 steig realrenta til omtrent 3 1/2 prosent trass i eit ytterlegare fall i nominelle renter, men fall til under 1 prosent i første kvartal 1997. Den store auken i realrenta for 1996 og det etterfølgjande sterke fallet i første kvartal i år, skuldast stor variasjon i prisveksten. Berekingane «overvurderer» truleg realrenta i 1996 og «undervurderer» rentenivået i første kvartal 1997: Den låge tolv månadersveksten i prisane i

1996 reflekterer blant anna at verknaden av auken i meirverdiavgifta frå 1. januar 1995 fall bort, og lågare bilavgifter frå 1. januar 1996. Ein forbigåande kraftig auke i prisane i 1. kvartal 1997 speglar forbigåande høge elektrisitetstettpisar og bortfall av effekten av bilavgiftene. Dersom vi korrigerer prisveksten for avgiftsendringsar og straumprisar, var realrenta vel 3 prosent i 1996 og vel 2 prosent i første kvartal i år.<sup>2</sup>

Figur 1 Realrente etter skatt i Noreg 1971 - 1. kvartal 1997



Figuren viser utviklinga i reelle lånekostnader for norske hushald basert på faktisk (ikkje forventa) inflasjon.

Kjelde: Noregs Bank

I figur 2 er realrenta etter skatt i Noreg ved lån til bustad og forbruk samanlikna med tilsvarande renter i somme andre land. For Noreg har vi her inkludert lån i andre finansinstitusjonar enn private bankar, nemleg kredittføretak, livsforsikringselskap, Husbanken og Postbanken. Men det er problem med data ved slike samanstillingar, særleg for forbrukslån. Mens kjeldene for renter på bustadlån er rimeleg gode, er rentevilkåra ved forbrukslån mindre eintydige. Fordi desse som oftast ikkje er sikra med pant, blir renta i større grad fastsett individuelt.

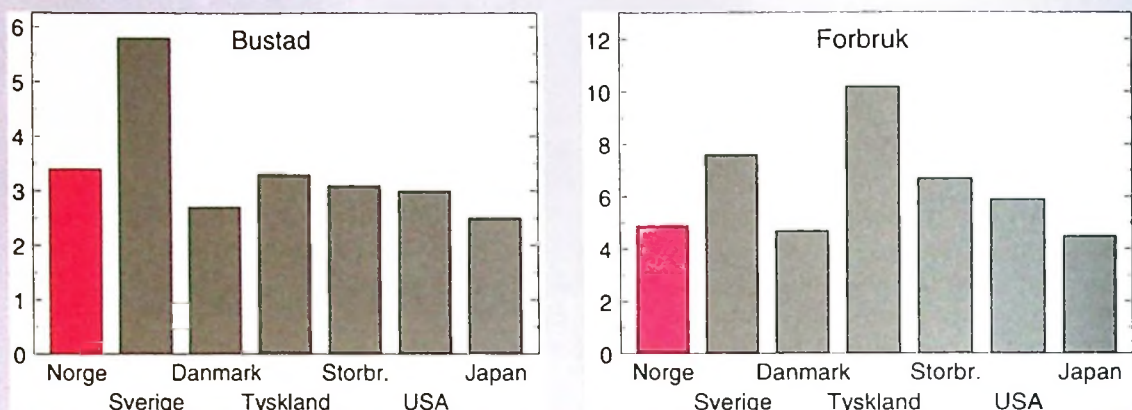
Den gjennomsnittlege realrenta etter skatt for bustadlån var i 1996 3,4 prosent i Noreg. Dette er 0,7 prosentpoeng høgare enn i 1995. Auken skuldast låg prisstigning: den vegde nominelle utlånsrenta fall frå 1995 til 1996 med 0,8 prosentpoeng til 6,5 prosent. Dersom vi legg den korrigererte prisveksten til grunn, blir realrenta etter skatt for bustadlån i 1996 på 3,1 prosent, som er 0,4 prosentpoeng høgare enn i 1995.

Dei endelege lånekostnadene er òg avhengige av eventuelle kapitalvinstar og skattebehand-

<sup>1</sup> Utlånsrentene er nedbetalingslån med løpetid over eitt år. Frå og med 1996 er renteserien basert på nedbetalingslån med pant i bustad.

<sup>2</sup> Det er brukt tal for såkalla underliggjande prisvekst. Sjå omtale i eiga ramme i Inflasjonsrapporten

**Figur 2** Realrente etter skatt etter formål og land. Gjennomsnitt for 1996.



Norske hushold stod i 1996 overfor ei realrente etter skatt ved bustadkj p som, med unntak for Sverige, var noko høgare enn dei landa det er henta inn informasjon for. Realkostnaden ved forbrukslån var derimot lågare enn i dei fleste av samanlikningslanda.  
Kjelde: Noregs Bank

linga av bustadformue i forhold til finansielle plasseringar. I Noreg er det skattemessige føremoner ved bustadformue i forhold til finansformue.

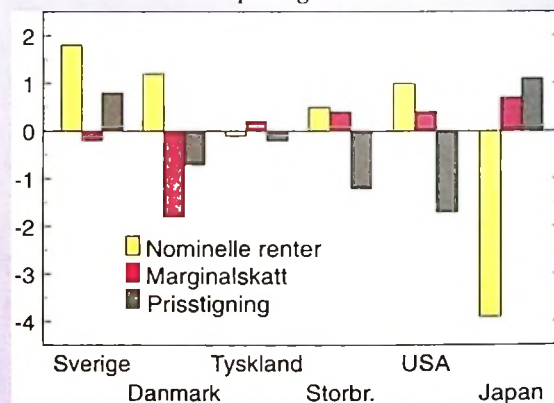
Med unntak for Sverige, som har høge nominelle renter og svært l g prisstigning, er differansen i bustadl nskostnader mellom landa under eitt prosentpoeng. Figur 3 dekomponerer differansen i reelle lånekostnader mellom Noreg og dei andre landa i tilskott fr  nominelle renter, frådragsrett for gjeldsrenter og prisstigning. Vi ser at med unntak for Danmark og Japan, spelar ulik skattebehandling av bustadl nsrenter lita rolle. Dette speglar at det har vore ei harmonisering av skattereglane. Ein frådragsrett på 47 prosent i Danmark (som rett nok blir redusert gradvis), verkar til ein reduksjon i realrenta på 1,8 prosentpoeng i forhold til ein situasjon med ein «norsk» sats på 28 prosent. I Japan blir det ikkje gitt noko frådrag, og dette verkar isolert til å gjere dei reelle bustadl nskostnadene i Japan 0,7 prosentpoeng høgare enn i Noreg.

H ge nominelle renter i Sverige gjer isolert at realrenta ved bustadlån er 1,8 prosentpoeng høgare enn i Noreg. For Japan, som er det landet som har det lågaste nominelle rentenivået i gruppa, er effekten ein reduksjon på 3,9 prosentpoeng relativt til Noreg. Av figuren ser vi endeleg at høgare prisstigning isolert verkar til lågare realrente i Danmark, Tyskland, Storbritannia og USA. I Sverige og Japan derimot, der det var deflasjon i delar av 1996, verkar priskomponenten isolert til respektive 0,8 og 1,1 prosentpoeng høgare realrente.

Med dei reservasjonane som blei nemnde

ovanfor om kjeldene for rentevilk ra, er realrenta etter skatt for forbrukslån i Noreg på omtrent 5 prosent, som er lågare enn i dei fleste av dei landa vi samanliknar oss med. Saman med Sverige og Danmark er Noreg åleine om å gi frådrag for renter til forbrukslån. Tyskland har den høgaste realrenta på forbrukslån med vel 10 prosent.

**Figur 3** Tilskott til skilnad mellom realrente etter skatt for bustadlån i Noreg og enkelte andre land. Prosentpoeng.



Figuren dekomponerer tilskottet til skilnaden mellom realrentene ved bustadlån i Noreg og dei andre landa. Til dømes ser vi for Danmark at høgare prisstigning og større frådragsrett for gjeldsrenter isolert verkar til å redusere realrenta i forhold til Noreg, mens høgare nominelle renter isolert verkar til å auke lånekostnadene relativt til Noreg.

Kjelde: Noregs Bank



## 1. Sammendrag

Inntjeningen i banksektoren har vært god de siste tre årene, og soliditeten er generelt sett tilfredsstillende. Denne utviklingen skyldes at høykonjunkturen i norsk økonomi har hatt en positiv effekt på husholdningenes og foretakenes gjeldsbetjeningsevne, og den har kommet på tross av at høy konkurranse i næringen har resultert i reduserte rentemarginer. Samtidig har sterk økning i avhengigheten av finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner det siste året bidratt til å øke bankenes gjennomsnittlige rentekostnad.

Norges Banks fremskrivninger av bankenes resultater indikerer at inntjeningen og soliditeten vurdert ut fra hensynet til finansiell stabilitet, vil være forholdsvis tilfredsstillende frem mot 2000.

Fremskrivningene indikerer imidlertid at bankene i økende grad vil bli avhengige av finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner, noe som innebærer en videreføring av senere tids utviklingstendenser. For bankene betyr dette at likviditetsrisikoen øker fordi kortsiktig finansiering er mer flyktig enn finansiering i det ordinære innskuddsmarkedet.

Etter en nedgang fra høsten 1991 til våren 1994 har publikums innenlandske gjeld vist økning de siste tre årene. Den innenlandske kredittveksten var gjennom hele perioden 1991-96 lavere enn veksten i verdiskapningen i fastlandsøkonomien. Utviklingen gjennom disse årene avviker således fra 1980-tallet da kredittveksten over en lengre periode var betydelig høyere enn veksten i nominelt BNP. Hittil i 1997 har den innenlandske kredittveksten vært sterkere enn veksten i fastlandsøkonomien. Senere tids opp-

gang i samlet kreditt, og den enda sterkere veksten i bankenes utlån, bidrar til å forsterke etterspørspresset i norsk økonomi.

Husholdningenes renteutgifter utgjør en vesentlig mindre andel av deres inntekter enn i siste halvdel av 1980-årene. Husholdningenes rentebærende gjeld økte imidlertid mer enn rentebærende fordringer gjennom 1996, noe som innebærer at utsattheten for renteøkninger har gått opp. Samtidig øker forholdet mellom brutto gjeld og disponibel inntekt. Dette vil på noe sikt slå ut i høyere avdragsbelastning.

Boligprisene har steget kraftig den siste tiden. Dersom norsk økonomi skulle utsettes for et negativt sjokk med påfølgende renteøkning, vil boligprisene falle samtidig som husholdningenes gjeldsbetjeningsevne blir ytterligere forverret gjennom økt arbeidsledighet. Flere utvalgsundersøkelser indikerer at de private bankene i økende grad har fullfinansiert boligkjøp de siste årene, og at kravene til sidesikkerhet ved fullfinansiering ikke er strenge. Selv om kredittrisikoen i første rekke er bestemt av låntakernes betjeningsevne, kan en slik utlånspolitikke skape grunnlag for økte tap i bankene ved et konjunkturomslag.

Så langt på 1990-tallet har foretakenes egenfinansiering av investeringer vært betydelig større enn på 1980-tallet, og den finansielle utsattheten i sektoren er redusert. Analyser av et utvalg store foretak viser at inntjeningen i forhold til samlet gjeld gikk noe ned i 1996. Egenkapitalandelen økte i de fleste selskapene i 1996, mens resultatutviklingen ble svekket som følge av reduserte driftsmarginer.

De siste par årene har aksjekursene både i Norge

Norges Bank har løpende utført flere analyser på området finansiell stabilitet. De siste to årene er dette arbeidet presentert samlet. Rapportene om finansiell stabilitet har vært til internt bruk, men har også vært gjort tilgjengelige for Finansdepartementet og Kredittilsynet. Bakgrunnen for dette arbeidet er at sentralbanken ved siden av sin oppgave med å fremme stabilitet på det pengepolitiske området også har til oppgave å fremme stabiliteten i den finansielle sektoren. Arbeidet omfatter både analyser av utviklingen i finanssektoren, i første rekke banksektoren, og av sammenhengen mellom den makroøkonomiske utviklingen og utviklingen i finanssektoren. Analyser av utviklingen i husholdningssektoren og foretakssektoren er viktige elementer av dette. Utdrag fra disse analysene vil fremover bli publisert i Penger og Kreditt nr 2 og nr 4.

og USA steget betydelig. Fra ulike hold er det uttrykt bekymring for at kursstigningen ikke gjenspeiler fundamentale forhold. Effekten av kursfall på konsum og investeringer avhenger blant annet av hvilke grupper av investorer som sitter på store aksjeholdninger, og hvordan deres konsum- og investeringsatferd påvirkes av formuesendringer. I Norge er en forholdsvis liten del av husholdningenes finansielle fordringer plassert i aksjer. For husholdningene er effekten av et kursfall derfor trolig relativt begrenset. Bankene har også en liten del av sine aktiva plassert i aksjer. Forsikringsselskapene har betydelige beholdninger av aksjer, men oppbygning av tilleggsreserver har bidratt til å redusere utsattheten for kursfall.

## 2. Finansiell utsatthet i finansiell sektor

### 2.1 Resultat- og soliditetsutviklingen

Bankenes inntjening fra tradisjonell innskudds- og utlånsvirksomhet er redusert de siste årene. Netto renteinntekter har hatt en fallende tendens de siste tre-fire årene, og falt ytterligere i første kvartal 1997 både i forretnings- og sparebankene<sup>1</sup>. Dette skyldes nedgang i rentemarginen og redusert andel kundeinnskudd. Det siste året har reduksjonen i rentemarginen avtatt, mens andelen kundeinnskudd har gått klart ned. Det lave norske rentenivået og økt fokus på markedsmessig avkastning gjør plasseringer med andre risiko- og avkastningsmuligheter enn det tradisjonelle bankinnskuddet mer attraktive, og fører til at bankene må erstatte relativt billig finansiering med dyrere finansiering i form av innskudd fra

utenlandske finansinstitusjoner, sertifikater og obligasjoner.

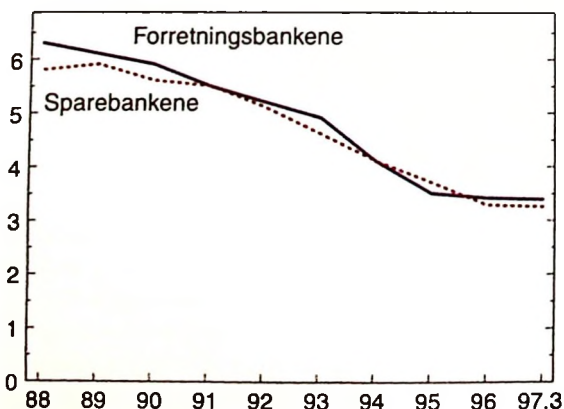
Rentemarginen, det vil si differansen mellom gjennomsnittlig utlåns- og innskuddsrente, har gått merkbart ned i forretnings- og sparebankene siden kredittmarkedet ble deregulert på 1980-tallet, jf. figur 2.1. Spredningen rundt den gjennomsnittlige rentemarginen er også blitt vesentlig mindre de siste årene. Både nedgangen i rentemarginen og mindre spredning rundt gjennomsnittet indikerer at konkurransen blant bankene er blitt sterkere. I løpet av første kvartal 1997 falt den gjennomsnittlige rentemarginen i bankene med 0,03 prosentpoeng.

Andre driftskostnader relativt til gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) for første kvartal 1997 var lavere enn både 1996 sett under ett og første kvartal 1996. Nedgangen skyldes i første rekke økning i forvaltningskapitalen, men den har også sammenheng med at det i 1996 ble kostnadsført betydelige beløp til omstillingstiltak i flere av bankene.

De bokførte tapene var i første kvartal 1997 negative for forretningsbankene og svakt positive for sparebankene. Det ekstraordinært lave tapsnivået de siste to-tre årene har altså fortsatt inn i 1997. Tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger er lavere enn før, slik at forretningsbankenes bokførte negative tap er lavere enn i 1996. For sparebankene var tapene i prosent av GFK om lag uforandret fra 1996, men marginalt høyere enn i første kvartal 1996.

For å undersøke hvor følsom bankenes egenkapitalrentabilitet er overfor endringer i tapene, er egenkapitalrentabiliteten etter skatt for første kvartal 1997 med henholdsvis faktiske og «normale tap» beregnet. Normale tap er definert som 0,2 prosent av brutto personlån og 0,7 prosent av brutto næringslån. Det er benyttet en skattesats på 0,28 på normalisert resultat. Forretningsbankenes gjennomsnittlige egenkapitalrentabilitet ville synke fra om lag 16 prosent med faktiske tap til 11 prosent med normale tap, mens de tilsvarende tallene for de 30 største sparebankene er henholdsvis 13 og 11 prosent. Beregningene illustrerer at i en situasjon med normale tap ville den gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten vært merkbart lavere for forretningsbankene og noe lavere for sparebankene.

**Figur 2.1** Rentemarginen i forretnings- og sparebankene. Gjennomsnitt. Utgangen av året



<sup>1</sup> Alle forretningsbankene unntatt Postbanken. De 30 største sparebankene.

Tabell 2.1 Resultat- og kapitaldekningsstall for forretningsbankene (morbank)

	I.kvartal 1997		I.kvartal 1996		Hele 1996
	Mill.kr	% GFK	Mill.kr	% GFK	% GFK
Rentenetto	2495	1,95	2509	2,32	2,23
Andre driftsinntekter	1648	1,29	1337	1,23	1,15
Andre driftskostnader	2668	2,08	2503	2,31	2,36
Driftsresultat før tap	1474	1,15	1343	1,24	1,03
Tap	-93	-0,07	-197	-0,18	-0,17
Nedsk.og tap(gev.) på verdipapir som holdes på lang sikt	-13	-0,01	-322	-0,30	-0,06
Skatt	74	0,06	48	0,04	0,04
Resultat av ordinær drift	1506	1,18	1813	1,67	1,21
Kapitaldekning i % av beregningsgrunnlaget		11,3		11,4	11,4
Kjernekapitaldekning i % av beregningsgrunnlaget		7,8		7,9	8,1

Tabell 2.1 Resultat- og kapitaldekningsstall for sparebankene (morbank)

	I.kvartal 1997		I.kvartal 1996		Hele 1996
	Mill.kr	% GFK	Mill.kr	% GFK	% GFK
Rentenetto	1960	2,92	1957	3,30	3,24
Andre driftsinntekter	835	1,24	709	1,20	1,12
Andre driftskostnader	1759	2,62	1684	2,84	2,94
Driftsresultat før tap	1037	1,54	981	1,66	1,43
Tap	44	0,07	-16	-0,03	0,07
Nedsk.og tap(gev.) på verdipapir som holdes på lang sikt	-2	0,00	1	0,00	-0,06
Skatt på ordinært resultat	264	0,39	259	0,44	0,38
Resultat av ordinær drift	730	1,09	738	1,24	1,04
Kapitaldekning i % av beregningsgrunnlaget		13,6		13,7	13,8
Kjernekapitaldekning i % av beregningsgrunnlaget		10,2		10,5	10,4

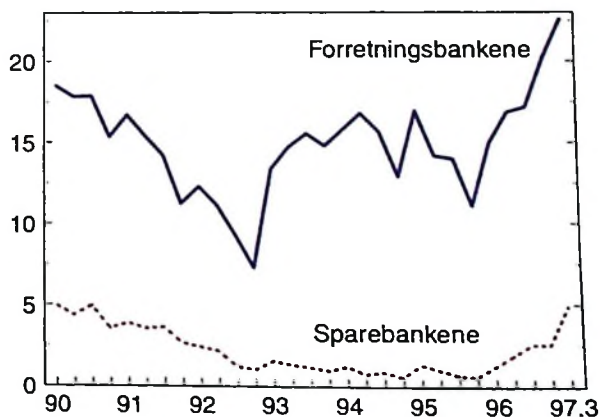
Kapital- og kjernekapitaldekningen i forretningsbankene var ved utgangen av første kvartal 1997 på henholdsvis 11,3 og 7,8 prosent. For sparebankene var tilsvarende tall 13,6 og 10,2 prosent. Kapitaldekningen er om lag uforandret det siste året. Hovedinntrykket er at bankene hadde tilfredsstillende soliditet ved utgangen av første kvartal 1997.

## 2.2 Utlånsvekst, finansiering og likviditetsrisiko

Den siste tiden har bankenes finansieringsstruktur endret seg. Utlånsveksten har vært klart høyere enn veksten i innskudd fra kunder. Forskjellen mellom økningen i utlån og kundeinnskudd, som kan betegnes som finansieringsgapet, er i hovedsak dekket gjennom økte innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner, annen kortsiktig finansiering og gjennom obligasjonsemissjoner. Endringen i forretnings- og sparebankenes finansieringsmønster har bidratt til å øke den gjennomsnittlige finansieringskostnaden. Dette

har trolig vært den viktigste faktoren bak nedgangen i netto renteinntekter som andel av GFK det siste året. Endringen i finansieringsstruktur medfører også økt likviditetsrisiko for bankene. Dette vil i første rekke kunne representere et problem om soliditeten og inntjeningen i norske finansinstitusjoner skulle bli vesentlig svekket.

Figur 2.2 Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av forvaltningskapitalen



I tolv månedersperioden frem til utgangen av mars 1997 økte forretningsbankenes forvaltningskapital med om lag 17 prosent til 549 milliarder kroner. Av økningen ble om lag 60 prosent finansiert ved innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner. Ved utgangen av mars 1997 var 23 prosent av forvaltningskapitalen finansiert ved innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner. Dette er den høyeste andelen som er registrert på 1990-tallet, jf. figur 2.2. Store deler av transaksjonene mot slutten av 1996 skyldes trolig en forventet verdistigning på norske kroner.

Mindre enn 5 prosent av økningen i forvaltningskapitalen de siste 12 månedene er blitt finansiert gjennom innskudd fra ikke-finansiell sektor. Brutto utlånsvekst og vekst i innskudd fra kunder var på henholdsvis 15,9 og 1,9 prosent i tolv månedersperioden frem til utgangen av mars. Øvrig gjeld, blant annet i form av økte på-

løpte renter og leverandørgjeld, økte betydelig i denne perioden for forretningsbankene.

I sparebankene økte forvaltningskapitalen med om lag 10 prosent til nesten 330 milliarder kroner i tolv månedersperioden frem til utgangen av mars 1997. Brutto utlån vokste i samme periode med 13,2 prosent til om lag 286 milliarder kroner. Økte innskudd fra ikke-finansiell sektor dekket 16,3 prosent av økningen i forvaltningskapitalen, og innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner dekket 36,8 prosent. Ved utgangen av første kvartal 1990 utgjorde innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner om lag 5 prosent av forvaltningskapitalen, for deretter å avta frem til desember 1995, jf. figur 2.2. Etter dette har andelen økt noe, og er nå på samme nivå som ved inngangen til 1990-tallet. Om lag 21 prosent av økningen i forvaltningskapitalen i siste tolv månedersperiode er finansiert ved sertifikatutleggelse.

Tabell 2.3. Forretningsbankenes gjeld og egenkapital.

	Beholdning 31.3.97, mrd.kr	Endring siste 12 mnd, mrd.kr	Andel av endring i FVK siste 12 mnd
Innskudd 382,8	+57,6	62,1%	
Herav: Norske finansinst.	27,3	-2,5	-2,7%
Utenlandske banker	124,3	+55,9	60,3%
Ikke-finansiell sektor	231,3	+4,2	4,5%
Lån	7,5	-1,5	-1,6%
Herav: Norges Bank	0,3	-4,2	-4,5%
Sertifikater 20,8	+1,3	1,4%	
Obligasjoner	46,9	+8,5	9,2%
Øvrig gjeld	59,5	+23,6	25,5%
Egenkapital	29,8	+3,5	3,8%
Foreløpig resultat	1,5	-0,3	-0,3%
Sum passiva	548,9	+92,7	100%

Tabell 2.4. Sparebankenes gjeld og egenkapital.

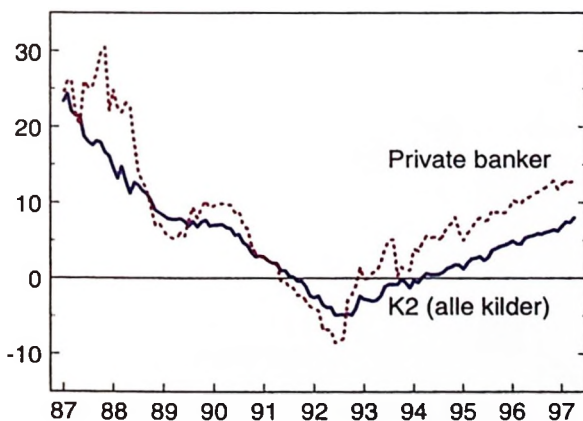
	Beholdning 31.3.97, mrd.kr	Endring siste 12 mnd, mrd.kr	Andel av endring i FVK siste 12 mnd
Innskudd	252,3	+20,3	60,2%
Herav: Norske finansinst.	16,7	+2,4	7,1%
Utenlandske banker	16,1	+12,4	36,8%
Ikke-finansiell sektor	219,4	+5,5	16,3%
Lån	0,4	-2,5	-7,4%
Herav: Norges Bank	0,1	-2,7	-8,0%
Sertifikater 19,3	+7,1	21,1%	
Obligasjoner	15,5	+6,3	18,7%
Øvrig gjeld	15,2	0,0	0,0%
Egenkapital	26,0	+2,6	7,7%
Foreløpig resultat	1,0	0,0	0,0%
Sum passiva	329,7	+33,7	100%

### 3. Kredittutviklingen

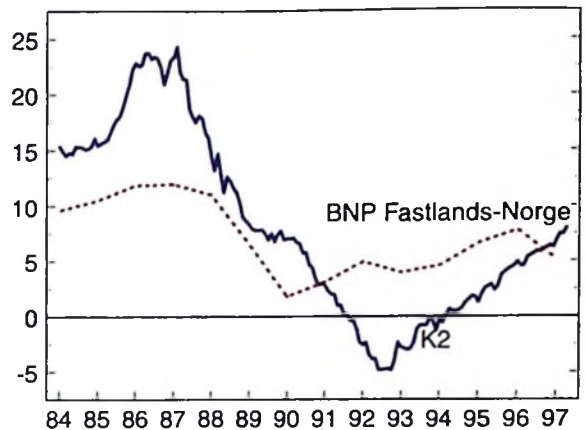
Etter at veksten i publikums innenlandske bruttotgjeld (K2) i de første årene på 1990-tallet var lav og tildels negativ, har kredittveksten siden våren 1994 vært positiv og tiltakende. I løpet av 1996 økte tolv månedersveksten i K2 med 1,2 prosentpoeng til 6,1 prosent ved utgangen av desember. I de fire første månedene av 1997 forsterket kredittveksten seg ytterligere, og i tolv månedersperioden frem til utgangen av april økte K2 med 8,0 prosent, jf. figur 3.1. De viktigste kildene til kredittveksten den siste tiden har vært utlån fra de private bankene og finansieringsselskapene samt økt opplåning i obligasjons- og sertifikatmarkedene. Tolv månedersveksten i kreditten fra disse kildene var ved utgangen av april 1997 på henholdsvis 12,9, 18,4 og 8,3 prosent. Vekstbidraget fra de private bankene var klart viktigst nivåmessig sett.

Kredittveksten de siste årene må ses på bakgrunn av rentenedgangen og konjunkturutviklingen i norsk økonomi. Erfaringene fra 1980-årene viser at kredittvekst som er vesentlig sterkere enn det underliggende realøkonomiske forhold gir dekning for, medfører økt risiko for ustabilitet i finansiell sektor. Figur 3.2 viser utviklingen i årlige vekstrater for K2 og BNP for Fastlands-Norge i løpende kroner fra 1984 til i dag. Det fremgår at økningen i innenlandsk kreditt var tildels vesentlig høyere enn den økonomiske veksten i perioden 1984-90. I årene 1991-96 var økningen i innenlandsk kreditt derimot lavere enn veksten i verdiskapningen i fastlandsøkonomien. Dette utviklingstrekket har imidlertid endret seg de siste månedene, og kreditt-

**Figur 3.1** Kredittvekst fra private banker og K2. Tolv månedersvekst. Prosent



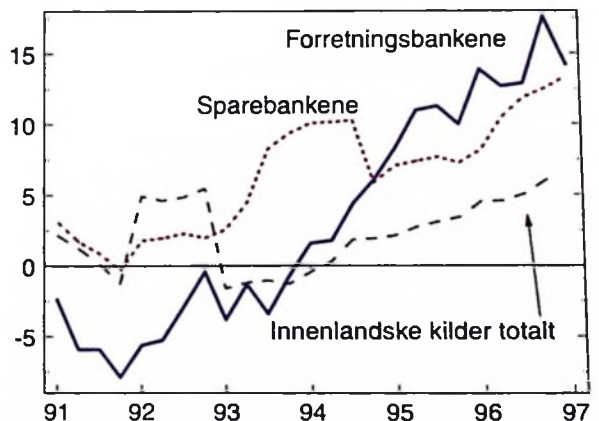
**Figur 3.2** Årlig, nominell vekstrate i K2 og BNP Fastlands-Norge. Prosent



veksten øker igjen mer enn det underliggende realøkonomiske forhold gir dekning for.

Forretnings- og sparebankenes utlån til husholdningssektoren økte med henholdsvis 14,2 og 13,4 prosent i tolv månedersperioden frem til utgangen av første kvartal 1997, jf. figur 3.3. De relativt høye vekstratene må ses i lys av at de private bankene har tatt markedsandeler fra andre tilbydere av kreditt, som Husbanken, kredittforetak og livselskap. Veksten i kreditt til husholdningene fra innenlandske kilder totalt var moderat i perioden 1994-1996.

**Figur 3.3** Vekst i utlån til husholdningssektoren. Tolv månedersvekst. Prosent

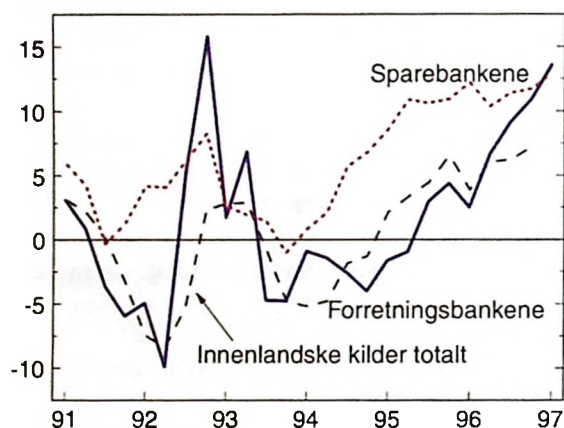


Utvalgsundersøkelser fra blant annet Kredittilsynet viser at en økende andel av boligkjøpene fullfinansieres. Videre indikerer undersøkelsene at kravene til sidesikkerhet ved fullfinansiering i mange banker ikke er strenge. Selv om kredittrisikoen på bankenes lån til husholdningene i første rekke er bestemt av låntakernes betjenings-

evne, kan en slik utlånspolitikk gi grunnlag for økte tap i bankene ved et konjunkturomslag.

Forretnings- og sparebankenes lån til foretakssektoren økte med henholdsvis 13,6 og 12,9 prosent gjennom tolv månedersperioden frem til utgangen av første kvartal 1997, jf. figur 3.4. Den årlige veksten i kreditt til foretakssektoren fra innenlandske kilder totalt var på 7,2 prosent ved utgangen av fjerde kvartal 1996. De private bankene har også på markedet for næringslån tatt andeler fra statsbanker, kredittforetak og forsikringsselskap. Det er særlig sparebankenes næringslån som har økt de siste årene, men veksten i forretningsbankenes næringslån er nå i ferd med å komme på høyde med sparebankene.

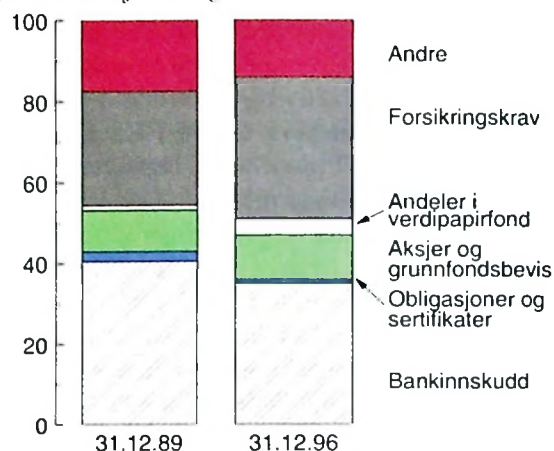
**Figur 3.4** Vekst i utlån til foretakssektoren. Tolv månedersvekst. Prosent



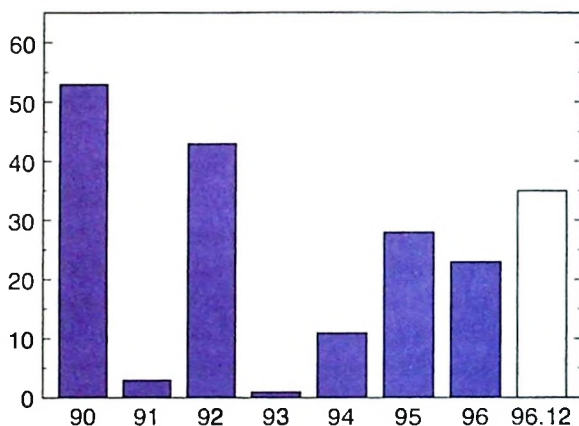
#### 4. Husholdningenes finansielle strømmer

Husholdningenes finansielle eiendeler består i hovedsak av bankinnskudd, forsikringskrav og noe aksjer, jf. figur 4.1. Figuren viser husholdningenes beholdninger av ulike finansielle fordringsposter som andel av samlede finansielle fordringer ved utgangen av 1989 og 1996. Figurene 4.2-4.5 viser utviklingen i husholdningenes finansielle transaksjoner i ulike spareprodukter fra 1990 til 1996. Med transaksjoner menes endringer i beholdningen av finansielle aktiva korrigert for den verdiendring som oppstår ved f.eks. økte aksjekurser. De syv første søylene viser transaksjonene i hver enkelt finansfordring som andel av husholdningenes samlede finansielle transaksjoner. Den siste søylen viser det respektive spareproduktets andel av totale fordringer ved utgangen av 1996.

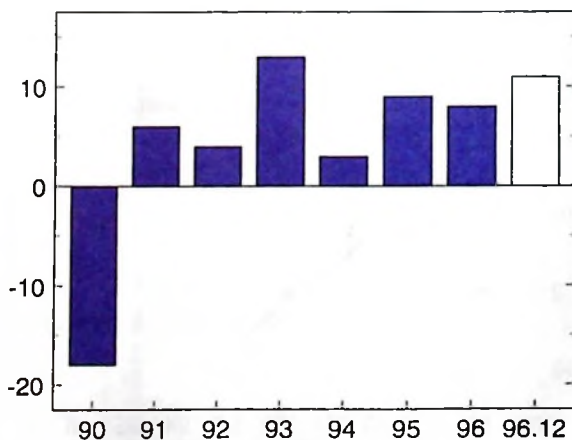
**Figur 4.1** Husholdningenes beholdning av finansielle fordringer. Prosentandeler



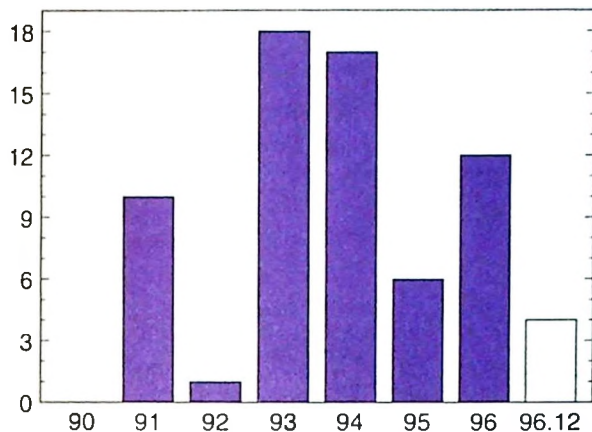
**Figur 4.2** Husholdningenes finansielle fordringer. Transaksjoner og beholdning (siste søyle). Bankinnskudd. Prosent



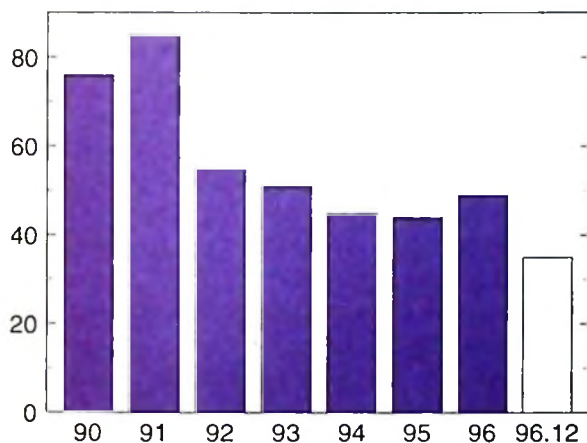
**Figur 4.3** Husholdningenes finansielle fordringer. Transaksjoner og beholdning (siste søyle). Aksjer og grunnfondsbevis. Prosent



**Figur 4.4** Husholdningenes finansielle fordringer. Transaksjoner og beholdning (siste søyle). Verdipapirfondsandeler. Prosent



**Figur 4.5** Husholdningenes finansielle fordringer. Transaksjoner og beholdning (siste søyle). Forsikringskrav. Prosent



I perioden 1990-1996 er bankinnskuddenes betydning som investeringsalternativ blitt redusert, selv om plassering i bankinnskudd i enkelte år har utgjort en betydelig del av husholdningenes samlede transaksjoner. Den store variasjonen i bankinnskudd fra år til år skyldes trolig at bankinnskudd i tillegg til å være et spareprodukt også brukes som en likviditetsbuffer. Investering i bankinnskudd var lavere i 1996 enn i 1995 og lavere enn beholdningsandelen.

Ved utgangen av 1996 utgjorde forsikringskravene om lag 35 prosent av de samlede finansielle fordringene, mot 28 prosent ved utgangen av 1989. Kjøp av forsikringsprodukter har vært betydelig i hele perioden 1990-96, og i motsetning til andre spareformer viser forsikringssparing en

relativt stabil utvikling. Så langt på 1990-tallet har forsikringskravene i gjennomsnitt stått for over halvparten av husholdningenes samlede transaksjoner. Forsikringssparing skiller seg fra andre spareprodukter ved å være en betydelig mer langsiktig og mindre likvid investering.

Husholdningenes beholdning av aksjer og grunnfondsbevis utgjorde om lag 10 prosent av de samlede finansielle fordringene ved utgangen av 1996. Husholdningene har de siste tre årene netto økt sine investeringer i ikke-børsnoterte aksjer. Dette kan ha sammenheng med at høy økonomisk vekst de siste årene har ført til en økning i nyetableringer og aksjekapitalutvidelser i ikke-børsnoterte selskaper.

Finansiell investering gjennom verdipapirfond er utbredt i mange land. Ved inngangen til 1990-tallet var denne investeringsformen forholdsvis lite vanlig blant norske husholdninger, men har i løpet av de siste årene tatt andeler fra andre spareformer og utgjorde 4 prosent av de samlede finansielle fordringene ved utgangen av 1996. I 1996 økte investeringer i verdipapirfond på bekostning av blant annet bankinnskudd. Trolig skyldes dette lav avkastning på bankinnskudd, den positive utviklingen på aksjemarkedet og endringer i det ønskede forholdet mellom risiko og forventet avkastning. I tillegg innebærer fondssparing lavere risiko og transaksjonskostnader og mer profesjonell forvaltning enn vanlig aksjesparing. Tendensen i retning av en større andel finansiell investering gjennom verdipapirfond ventes å vedvare i tiden fremover.

## 5. Finansiell utsatthet i husholdningssektoren

### 5.1 Utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen

Husholdningenes finansielle situasjon har bedret seg betydelig gjennom 1990-tallet. Våre beregninger viser at husholdningenes gjeldsbetjeningsevne er bedret for alle sosioøkonomiske grupper. Norges Banks tall for husholdningenes finansregnskap viser også at husholdningenes nettofordringer i prosent av disponibel inntekt gjennomgående har økt de siste fem årene.

Husholdningenes netto finansinvesteringer er beregnet til 11 milliarder kroner for 1996 mot vel 19 milliarder kroner i 1995. Nesten hele nedgangen skyldes økte låneoptak. Husholdningenes netto finansinvesteringer var over 6 milliarder kroner lavere i fjerde kvartal 1996 enn i fjer-

de kvartal 1995. Imidlertid bidro netto omvurderinger på hele 11 milliarder i fjerde kvartal til at husholdningenes finansielle formue økte.

Omvurderinger på nær 16 milliarder kroner medførte at husholdningenes nettofordringer økte med om lag 27 milliarder kroner i 1996. Mesteparten av omvurderingsgevinstene var på aksjer, verdipapirfondsandeler og forsikringskrav. Husholdningenes nettofordringer er beregnet til 226 milliarder kroner ved utgangen av 1996. Eksklusive forsikringskrav var husholdningenes nettofordringer på -85 milliarder kroner. Forsikringskrav, som er relativt illikvide fordringer, utgjorde hele 35 prosent av bruttofordringene ved utgangen av 1996, en svak økning fra utgangen av 1995.

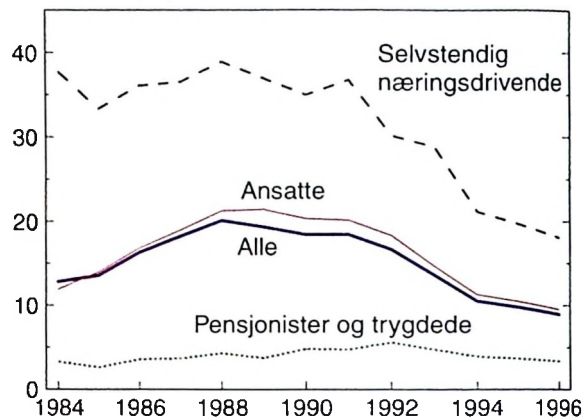
For å belyse husholdningssektorens gjeldsbetjeningsevne ytterligere er forholdstallet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd beregnet for ulike alders- og sosioøkonomiske grupper. Husholdningenes kontantoverskudd gir uttrykk for evnen til å betale for varer og tjenester og betjene gjeld i form av renter og avdrag. Kontantoverskuddet er beregnet som summen av yrkesinntekt, renteinntekt og overføringer minus skatter. Et høyt nivå på dette forholdstallet betyr at en stor del av kontantoverskuddet går med til å dekke gjeldsrenter, og det blir mindre igjen til kjøp av varer og tjenester og til betaling av avdrag. Beregningene er basert på tall fra Statistisk sentralbyrå.

Fra 1984 til 1988 økte forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskuddet fra om lag 0,13 til 0,20, det vil si en betydelig forverring i gjeldsbetjeningsevnen. Fra 1988 og utover 1990-tallet har gjeldsbetjeningsevnen til husholdningssektoren bedret seg kraftig. Forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd var 0,10 i 1995. For 1996 er det anslått en ytterligere reduksjon på denne indikatoren til om lag 0,09. Reduksjonen i renteutgiftene har vært større enn fallet i renteinntektene, noe som skyldes at husholdningene har netto rentebærende gjeld.

Differansen mellom kontantoverskudd og gjeldsrenter, som er tilnærmet lik disponibel inntekt, har i løpende kroner økt over hele perioden med unntak av en marginal nedgang fra 1992 til 1993. Ved å regne om differansene til 1996-kroner får vi et grunnlag for å se på utviklingen i husholdningenes «kjøpekraft», dvs utviklingen i husholdningenes mulighet til å konsumere varer og tjenester samt å betale avdrag på gjeld. Be-

regningene viser at kjøpekraften har bedret seg med 17 prosent fra 1989 til 1996, noe som støtter opp under vurderingene ovenfor. Fra 1995 til 1996 viser beregningene at kjøpekraften bedret seg med 3 prosent.

**Figur 5.1** Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Sosioøkonomisk fordelt



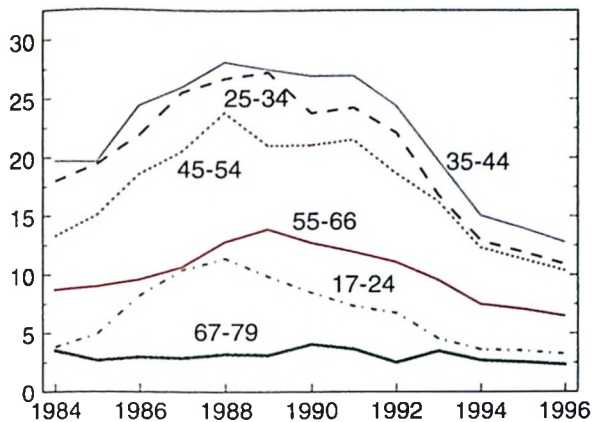
I figur 5.1 og 5.2 illustreres utviklingen i gjeldsrenter i prosent av kontantoverskuddet fordelt etter sosioøkonomisk gruppe og etter alder. Rentenedgang førte til en sterk bedring i gjeldsbetjeningsevnen for selvstendig næringsdrivende fra 1991 til 1995. I toppåret 1988 var forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd 0,39, mens forholdet i 1995 var under 0,20. For 1996 er forholdstallet beregnet til 0,18. Den finansielle risikoen for denne gruppen er sterkt redusert, noe som gjenspeiles i sterk økning i kjøpekraften. I henhold til disse beregningene har disponibel realinntekt for selvstendig næringsdrivende økt med 33 prosent fra 1989 til 1996.

For ansatte ble forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskuddet redusert fra 0,21 i toppåret 1989 til 0,10 i 1995. En ytterligere reduksjon i forholdstallet på om lag 0,01 fant sted fra 1995 til 1996. Også for ansatte er rentenedgang den viktigste årsaken til den kraftige bedringen i gjeldsbetjeningsevnen. De ansattes disponible realinntekt økte med 21 prosent fra 1989 til 1996.

Pensjonister og trygdede har i hele perioden hatt god gjeldsbetjeningsevne. I 1992 utgjorde gjeldsrentene 5,6 prosent av kontantoverskuddet. Etter dette har forholdstallet bedret seg hvert år frem til 1996, da det var på 3,3 prosent. I motsetning til de andre gruppene har pensjonistene



**Figur 5.2 Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Aldersfordelt**



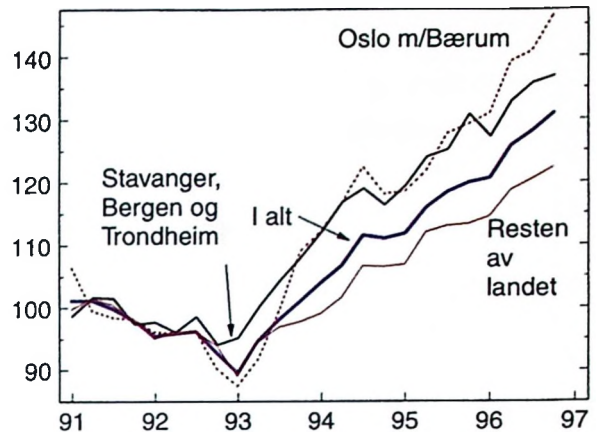
positive netto rentebærende fordringer. Dette betyr at rentenedgangen svekker gruppens økonomiske stilling. På den annen side har andre inntektskomponenter bidratt positivt, slik at disponibel realinntekt bedret seg med 9 prosent fra 1989 til 1996.

Personer i aldersgruppene 25-34 år, 35-44 år og 45-54 år har over hele perioden hatt svakest gjeldsbetjeningsevne. Det er følgelig også disse gruppene som har hatt størst nytte av rentenedgangen de senere årene. Disse gruppene gjeldsbetjeningsevne forbedret seg kraftig fra 1991 til 1995. Beregningene viser at den positive trenden fortsatte i 1996. For aldersgruppen 35-44 år, som har hatt den svakeste gjeldsbetjeningsevnen over hele perioden, falt forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskuddet fra 0,28 til 0,13 i perioden 1988 - 1996. For aldersgruppene 17-24 år, 55-66 år og 67-79 år har bedringen vært mindre, noe som gjenspeiler at disse gruppene har lavere gjennomsnittlig gjeld.

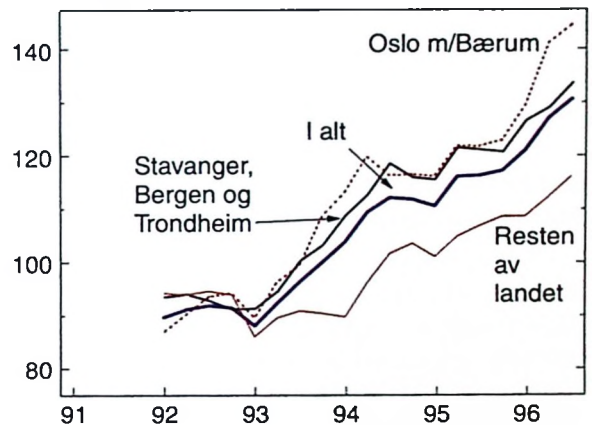
### 5.2 Utviklingen på boligmarkedet

Det var klar økning i bruktboligprisene over hele landet gjennom 1996 og inn i 1997. Tall fra Statistisk sentralbyrå viser at prisene på selveide boliger og borettslag på landsbasis økte med henholdsvis 8,5 og 12,1 prosent fra 1995 til 1996, jf. figur 5.3a og b. Bruktboligprisene økte i alle de geografiske sonene, men veksten var klart størst i det sentrale østlandsområdet. Ifølge tall fra Norsk Eiendomsmeglerforbund/ECON bygganalyser var prisveksten fra fjerde kvartal i 1996 til første kvartal i 1997 på 6½ prosent (ik-

**Figur 5.3a Bruktboligpriser. Selveierboliger. 1991=100**



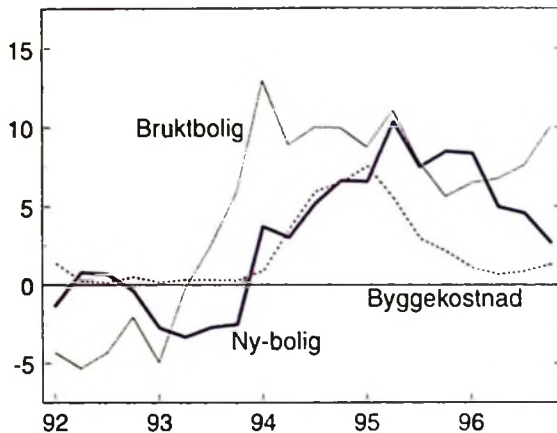
**Figur 5.3b Bruktboligpriser. Borettslag. 1991=100**



ke-annualisert). Justert for konsumprisstigningen lå bruktboligprisene for hele landet i første kvartal 1997 om lag 17 prosent lavere enn det høyeste nivået på 1980-tallet.

Bruktboligprisene har med få unntak steget mer enn byggekostnadene og nyboligprisene for eneboliger de siste fire årene, jf. figur 5.4. Byggekostnadsindeksen har endret seg forholdsvis lite de siste to årene. Prisindeksen for nye boliger, som i tillegg til byggekostnader omfatter endringer i bygge- og anleggsbransjens produktivitet og fortjenestemarginer, økte med om lag 11 prosent fra utgangen av 1994 til utgangen av 1996. I den samme perioden økte bruktboligprisene med over 16 prosent. Noe av forskjellen i prisvekst mellom nye og brukte eneboliger den siste tiden skyldes trolig økte tomtekostnader, som ikke inngår i indeksen for nye boliger. På

**Figur 5.4** Byggekostnad, brukt- og nypris for eneboliger. Tolv månedersvekst. Prosent



lang sikt forventes prisveksten på brukte og nye boliger å konvergere. Kraftig økning i igangsettingen av nye boliger i 1997 indikerer at bruktboligprisene i mange områder av landet nå er på nivå med nyboligprisene, etter å ha ligget vesentlig under tidlig på 1990-tallet.

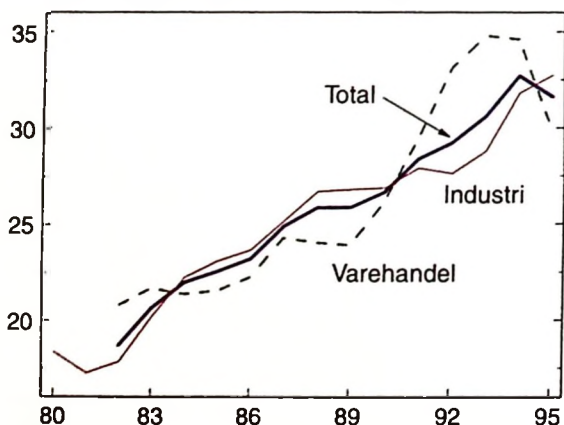
## 6. Finansiell utsatthet i foretakssektoren

### 6.1 Utviklingen i lønnsomhet og soliditet

Totalrentabiliteten i industri- og varehandelforetakene varierte betydelig på 1980-tallet og hittil på 1990-tallet, men så langt i 1990-årene er inntjeningen i foretakssektoren betydelig bedret i forhold til 1980-tallet.

Risikoen for insolvens er – alt annet like – høyere for foretak med lav egenkapitalandel enn for

**Figur 6.1** Egenkapitalandel. Prosent



Se fotnote 2.

foretak med høy egenkapitalandel. Foretak med høy egenkapitalandel vil tåle større underskudd og lengre perioder med underskudd før foretaket blir insolvent enn foretak med lav egenkapitalandel. Egenkapitalandelen<sup>2</sup> på 1990-tallet er vesentlig høyere enn på 1980-tallet, og den finansielle risikoen er dermed redusert.

De største selskapene i Norge står for en vesentlig del av aktiviteten i foretakssektoren. I tillegg til egen virksomhet avtar de betydelige underleveranser fra en rekke mindre og mellomstore foretak. Endringer i aktivitet og inntjening i de største selskapene vil kunne få betydelige konsekvenser for underleverandørene, og for framtidig tapsutvikling i bankene.

Det er begrenset tilgang til foreløpige regnskapsdata for 1996, men gjennom data direkte fra selskapene og gjennom to ulike databaser er det hentet inn resultatdata slik at vi har tall for 1995 og 1996 for i alt 61 (store) selskap med driftsinntekter på 293 milliarder kroner i 1996. Tilgangen på balansetall var noe dårligere, og resultatene fra analysen må betraktes som en indikasjon på utviklingen i 1996.

I de 61 selskapene vi har resultatdata for, økte driftsinntektene med 19 prosent, mens resultat før ekstraordinære poster og skatt falt med 9 prosent. Totalt falt resultatet i prosent av omsetningen fra 11 til 9 prosent. Resultatgraden, dvs. resultatet i prosent av omsetningen, ble redusert i de fleste foretakene. Svekkelsen i de store foretakenes resultatgrad var større enn svekkelsen i de små og mellomstore foretakenes resultatgrad.

For de selskapene som vi hadde balansetall for, falt forholdstallet selvfinansiering i prosent av total gjeld fra 19 prosent i 1995 til 14 prosent i 1996. Dette innebærer at selskapene ved utgangen av 1996 ikke hadde like god dekning i inntjeningen til å betale avdrag på gjelden som de hadde ved inngangen til året. Selvfinansieringen, som gir uttrykk for foretakenes kontantinntjening, var i 1996 negativ i enkelte foretak, noe som ikke var tilfellet blant disse selskapene i 1995. Egenkapitalandelen totalt svekket seg noe. Ved utgangen av 1996 hadde 3/4 av foretakene en egenkapitalprosent på 32 eller høyere.

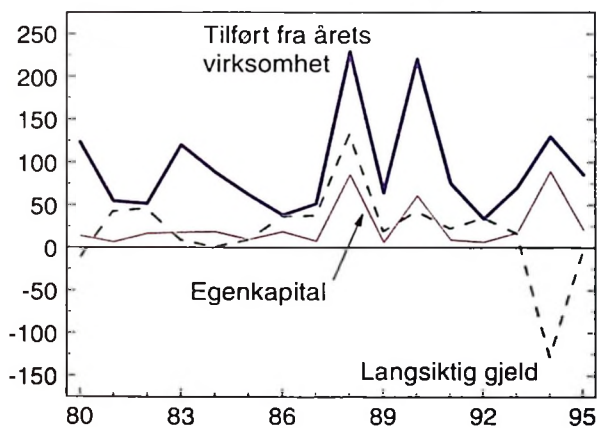
<sup>2</sup> Egenkapitalandelen for 1995 er basert på foreløpige tall for alle aksjeselskap, mens andelen for tidligere år er basert på et utvalg aksjeselskap.

## 6.2 Finansiering av investeringer

Et foretak finansierer normalt langsiktige investeringer med en kombinasjon av egen inntjening, ny langsiktig gjeld og egenkapital tilført utenfra. Jo større egen inntjening er i forhold til investeringene, desto mindre er behovet for ny langsiktig gjeld og eksternt tilført egenkapital.

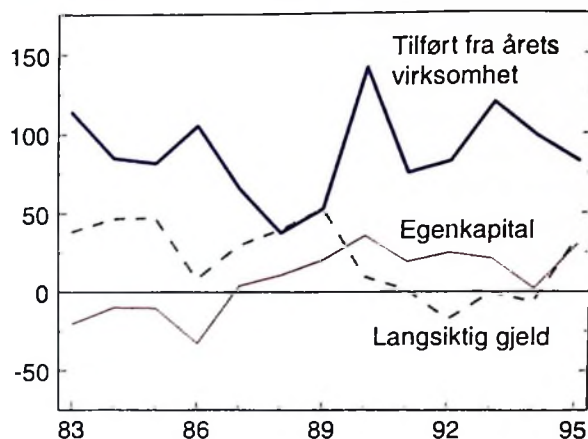
For industriforetakene utgjorde i perioden 1990-95 midler tilført fra årets virksomhet 81 prosent av netto investeringer i anleggsmidler, mens netto økning i langsiktig gjeld og netto egenkapital tilført utenfra utgjorde henholdsvis 2 og 24 prosent. Tallene skal ikke summere seg til 100 fordi finansieringsveksten også dekker et økt arbeidskapitalbehov. I perioden 1980-89 utgjorde midler tilført fra årets virksomhet 68 prosent av netto investeringene i anleggsmidler, mens netto økning i langsiktig gjeld og netto egenkapital tilført utenfra utgjorde henholdsvis 28 og 14 prosent. Den relativt lave andelen finansiert ved økning i langsiktig gjeld på 1990-tallet har bidratt til å redusere den finansielle ut-sattheten i industriforetakene.

**Figur 6.2** Finansiering av investeringer. Industri. Prosent av netto realinvesteringer



Også for varehandelforetakene har egen inntjening vært den klart viktigste finansieringskilden, jf. figur 6.3. Akkumulert over perioden 1990-95 utgjorde midler tilført fra årets virksomhet 93 prosent av akkumulerte netto investeringer i anleggsmidler, mens netto økning i langsiktig gjeld og netto egenkapital tilført utenfra utgjorde henholdsvis 8 og 22 prosent. I perioden 1983-89 utgjorde midler tilført fra årets virksomhet 73 prosent av netto investeringene i anleggsmidler, mens netto økning i langsiktig gjeld

**Figur 6.3** Finansiering av investeringer. Varehandel. Prosent av netto realinvesteringer



og netto egenkapital tilført utenfra utgjorde henholdsvis 37 og -4 prosent. Som for industriforetakene, er også utviklingen i varehandelsforetakenes finansieringsstruktur gunstig.

## 7. Fremskrivninger av resultat- og balanseutviklingen i bankene

I Norges Bank utarbeides en gang i året fremskrivninger av bankenes resultater og balanser for neste fireårsperiode. Fremskrivningene er forholdsvis mekaniske og beheftet med stor usikkerhet. For Norges Bank er det viktigste formålet med denne typen analyser å vurdere resultatutviklingen ut fra ulike forutsetninger om utviklingen i sentrale størrelser. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i et basisscenario og deretter beregne effekten av avvik fra dette. For eksempel vurderes virkningen av et ytterligere fall i rentemarginene og av større utlånstap enn i basisalternativet.

I basisscenarioet forutsettes at rentemarginen i begge bankgruppene reduseres ytterligere fra dagens nivå på 3,4 prosent til 3,1 prosent i 2000. Det er lagt til grunn at utlånene fra forretnings- og sparebankene årlig vil øke med noe under 10 prosent i gjennomsnitt over fremskrivningsperioden. Tapene antas å stige gradvis og nå 0,5 prosent av utlånsmassen i 2000.

I en situasjon med stabilt og lavt rentenivå vil konkurransen fra andre spareformer enn bankinnskudd øke, og det er rimelig å legge til grunn at bankene vil få en noe svakere innskuddsvekst enn veksten i publikums finansielle fordringer. I fremskrivningene forutsettes det at veksttakten for innskudd er om lag halvparten av veksttak-

ten for utlån. Videre anslås det at bankene frem mot år 2000 klarer å håndtere veksten i forvaltningskapitalen uten ytterligere økning i bemanningen.

I fremskrivningene svekkes driftsresultatet etter tap og egenkapitalrentabiliteten frem mot 2000, primært som følge av redusert rentenetto og økte tap. Selv om egenkapitalrentabiliteten reduseres, ventes den å være tilfredsstillende i forretningsbankene. I sparebankene vil avkastningen på egenkapitalen trolig bli noe lavere.

Et fall i rentemarginen til 2,7 prosentpoeng i år 2000 ville grovt sett medført en halvering både av driftsresultatet og egenkapitalrentabiliteten i forretnings- og sparebankene. En økning av tapene til 0,9 prosent av utlånene ville ha om lag tilsvarende effekt. I begge tilfellene vil imidlertid resultatet fortsatt være positivt og soliditeten tilfredsstillende i den forstand at kapitaldekningskravene tilfredsstilles.

De forutsetninger som fremskrivningene er basert på, innebærer at forretnings- og sparebankenes utlån i neste fire-års periode vil vokse vesentlig sterkere enn innskudd fra kunder. Dette innebærer en videreføring av finansieringsmønsteret det siste året og vil føre til at innskuddene fra utenlandske banker vil øke betydelig, mens obligasjons- og sertifikatopplåningen øker noe mindre. Mens innskuddsdekningen for forretningsbankene ifølge fremskrivningene går ned fra 64 prosent i 1997 til noe under 60 prosent i 2000, går den i sparebankene ned fra 76 prosent i 1997 til noe over 70 prosent i 2000.

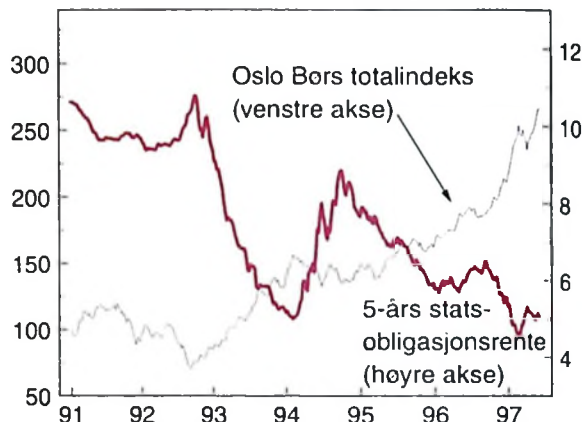
## 8. Aksjemarkedet

### 8.1 Utviklingen på aksjemarkedet i Norge og internasjonalt

Totalomsetningen i aksjer og grunnfondsbevis var relativt uforandret fra 1993 til 1994. De to siste årene har den imidlertid økt betydelig. Oslo Børs totalindeks har steget kraftig de siste årene, jf. figur 8.1. I perioden fra januar 1995 til juni 1997 har økningen vært sterkest i bank- og forsikringsindeksen. Dette tyder på at markedet har forventet større bedring i inntjeningen i bank og forsikring enn i andre sektorer.

Den sterke oppgangen i aksjemarkedet skyldes flere forhold. Det har vært sterk vekst i norsk økonomi de siste årene med gode resultater både i ikke finansiell- og finansiell sektor. Avtakende rentenivå gjennom mesteparten av 1995 og 1996

**Figur 8.1** Oslo Børs totalindeks (1991 = 100) og statsobligasjonsrenten. 1. januar 91 til 8. juni 97



har bidratt til å bedre foretakenes inntjening og redusere aksjonærenes avkastningskrav. Stabile forhold i norsk økonomi med høy vekst og lav inflasjon har gjort norske aksjer attraktive, og utlendinger har økt sine plasseringer i det norske aksjemarkedet.

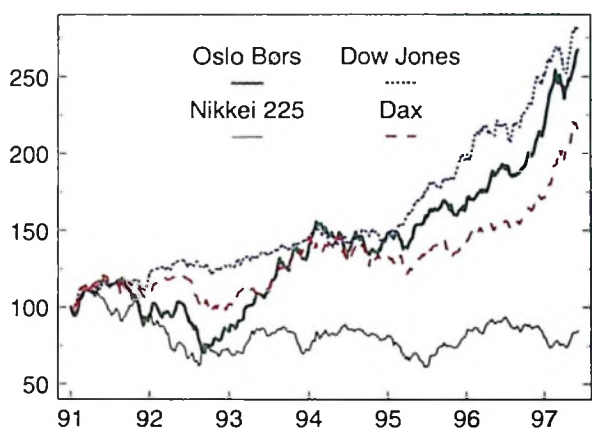
Sterk kursvekst i internasjonale aksjemarkeder, spesielt det amerikanske, har også bidratt i betydelig grad til oppgangen i Oslo Børs totalindeks. Siden januar 1995 har veksten i det amerikanske aksjemarkedet vært betydelig sterkere enn i de andre store internasjonale aksjemarkedene. Dow Jones Industrial-indeksen steg med om lag 90 prosent fra januar 1995 til primo juni 1997.

Det er nærliggende å anta at store kursfall i USA vil medføre kursfall også i andre aksjemarkeder, inkludert det norske. Veksten i den amerikanske økonomien påvirker veksten i andre land i betydelig grad. Mange av de norske børsnoterte selskapene eksporterer store deler av produksjonen til utlandet og har også etablert virksomhet i andre land. Inntjeningen er derfor følsom for endringer i den utenlandske konjunkturutviklingen. Amerikanske investorer er også store aktører på europeiske børser. Dersom de er usikre på utviklingen i aksjemarkedet, vil de selge deler av aksjeholdningen. Ved utgangen av mars 1997 eide utenlandske investorer 33 prosent av aksjene og grunnfondsbevisene på Oslo Børs (målt i markedsverdi), som er om lag 3 prosentpoeng mer enn ved utgangen av 1994. Om lag en tredel av dette er eid av amerikanske institusjonelle investorer. Dersom utenlandske investorer trekker seg ut av det norske aksjemarkedet, vil det i seg selv bidra til kursfall, men det

kan også medføre at norske aksjonærer nedjusterer anslaget på forventet inntjening i foretakssektoren og at kursutviklingen vil reflektere også dette.

I figur 8.2 sammenlignes Oslo Børs totalindeks med andre indekser. Indeksene er satt lik 100 ved inngangen til 1991. Den britiske FTSE-indeksen er utelatt i denne figuren fordi den i stor grad sammenfalt med den norske indeksen. Oslo Børs totalindeks og Dow Jones har fulgt om lag samme trend, men det har likevel vært betydelige forskjeller i perioder, særlig under lavkonjunkturen i Norge i 1991 og 1992. Indeksene gir et bilde av gjennomsnittlig avkastning på aksjeinvesteringer i ulike land.

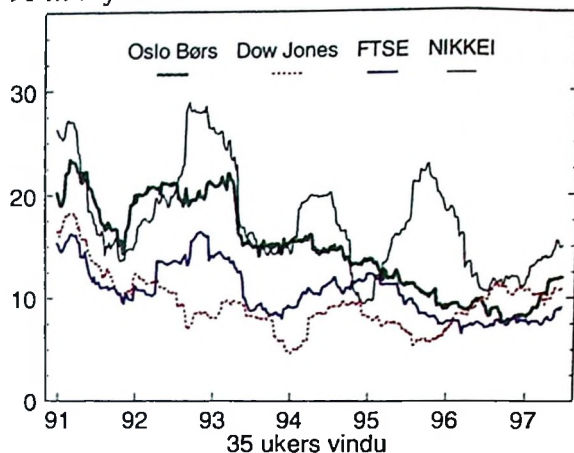
**Figur 8.2 Internasjonale aksjeindekser.** 1. januar 91 til 8. juni 97. (1991 = 100)



Dow Jones industriaksjeindeks omfatter de 30 største industriselskapene på New York børsen, og representerer om lag 25 prosent av den samlede verdien på denne børsen. Nikkei 225 omfatter de 225 største selskapene notert på Tokyo-børsen, og utgjør om lag 60 prosent av den samlede markedsverdien. DAX (Deutscher Aktienindex) omfatter de 30 største selskapene notert på Frankfurt-børsen, og representerer 75 prosent av omsetningen i det tyske aksjemarkedet. FTSE 100 omfatter de 100 største selskapene notert på London-børsen.

Prissvingningene har vært relativt store i det norske aksjemarkedet på 1990-tallet, jf. figur 8.3. Dette kan medføre at investorene krever en høyere risikopremie ved plasseringer i det norske markedet. Den høye volatiliteten i Norge kan også skyldes at sammensetningen av aksjeselskaper i det norske markedet er annerledes og at markedet er mindre likvid. Det synes imidlertid

**Figur 8.3 Volatilitet i aksjeindekser.** 1. januar 91 til 8. juni 97



å være en tendens til at volatiliteten i aksjemarkedene konvergerer. Volatiliteten i det japanske markedet synes i liten grad påvirket av markedene i Europa og USA.

### 8.2 Finansielle bobler – konsekvenser av betydelige fall i aksjekursene

Med finansielle bobler menes situasjoner der priser på aktiva i lengre tid er betydelig høyere enn aktivaenes fundamentale verdier. Slike bobler kan oppstå dersom tilstrekkelig mange aktører har forventninger om høyere inntjening og lønnsomhet enn det på lang sikt er grunnlag for. I en slik situasjon vil et skift i forventningene kunne medføre dramatiske kursfall. Potensialet for store kursendringer er større for aksjer enn for obligasjoner, og dette gjør at det lettere oppstår forventningsbobler i aksjemarkedet enn i obligasjons- og sertifikatmarkedet.

Virkingen av et betydelig aksjekursfall på konsum og investeringer avhenger av flere forhold, blant annet hvilke grupper av investorer som sitter på store aksjebeholdninger, og hvordan deres konsum og investeringsatferd påvirkes av formuesendringer. Husholdningene eide ved utgangen av første kvartal 1997 om lag 9 prosent av aksjene registrert i VPS. I tillegg eier husholdningene indirekte aksjer gjennom aksjefondsandeler og forsikringskrav. Aksjebeholdningene er ujevnt fordelt mellom husholdningene, og et verdifall berører bare få husholdninger direkte. Husholdninger med store aksjeporteføljer er trolig høyinntektsgrupper med lav marginal konsumtilbøyelighet, og med forståelse for at aksjeformuen vil kunne variere betydelig.

Disse forholdene gjør det naturlig å anta at aggregerede effekter på husholdningers konsum og investeringer av et betydelig aksjekursfall i Norge vil være av liten betydning for den finansielle stabiliteten.

Aksjekursfall svekker inntjeningen og soliditeten i finansinstitusjonene. Konsekvensene for bankene er begrenset siden deres beholdninger av aksjer er små, maksimum 4 prosent av forvaltningskapitalen. Skadeforsikringselskapene og livselskapene er mer utsatt og hadde hen-

holdsvis 19 og 13 prosent av forvaltningskapitalen plassert i egenkapitalinstrumenter ved utgangen av 1996. Imidlertid ble det i 1993 innført en regel om at livselskapene kan sette til side tilleggsavsetninger som buffere mot verdissingninger på verdipapirporteføljene. Denne muligheten til å bygge opp reserver er utnyttet aktivt de siste årene. Dersom selskapene utnytter disse reservene, vil de kunne oppfylle sine forpliktelser overfor kundene uten at egenkapitalen reduseres sterkt.

## STORBRIANNIA OG SVERIGE GIR STØRRE ANSVAR TIL SENTRALBANKENE

*Amund Holmsen, konsulent i Internasjonal avdeling i Norges Bank*

**Større tillit til den økonomiske politikken og en mer effektiv og åpen beslutningsprosess er hovedargumentene når den nyvalgte Labour-regjeringen i England overraskende hurtig gir sentralbanken økt selvstendighet. Å gi Bank of England myndighet til å sette renten blir betegnet som en historisk endring i bankens 300-år lange historie. Større tillit til pengepolitikken er også målet i Sverige når regjeringen får med seg de borgerlige opposisjonspartiene på å lovfeste et inflasjonsmål for pengepolitikken. Dermed har disse to landene gjennomført en arbeidsdeling i pengepolitikken som de mener vil gi økt stabilitet. Reaksjonene på endringene har vært nærmest entydig positive.**

De siste ukene har det kommet forslag om endrede rammebetingelser for sentralbankene i Storbritannia og Sverige. Kommentarene i begge land går i retning av at man med dette har styrket sentralbankens stilling i disse landene. Denne artikkelen ser nærmere på de reformene som er foreslått, og hvordan dette påvirker uavhengigheten for Bank of England og Sveriges Riksbank.

Graden av uavhengighet for en sentralbank kan defineres ut fra *måluavhengighet* (valg av styringsmål for sentralbanken og hvem som definerer styringsmålet) og *instrumentuavhengighet* (hvem som er ansvarlig for at styringsmålet nås).

Hvem som setter opp det overordnede målet for pengepolitikken, varierer mellom land. I Sverige har Riksbankens fullmåktige (styre), som er politisk sammensatt, til nå selv satt opp både det overordnede målet og styringsmålet for pengepolitikken. For eksempel var det Riksbankens fullmåktige som vedtok å innføre inflasjonsstyring i januar 1993, et vedtak som også

fikk støtte fra regjering og parlament. I Tyskland er sentralbankens overordnede målsetting lovfestet av Forbundsdagen, mens styringsmålet er definert av sentralbanken selv. I for eksempel Storbritannia og Norge har styringsmålene vært erklært av regjeringen.

Det er ofte en sammenheng mellom styringsmålet for sentralbanken og den instrumentfriheten banken er gitt. Begge disse forhold må tas i betraktning ved vurdering av sentralbankens uavhengighet. Er for eksempel hovedmålet fast valutakurs, vil sentralbankens instrumenter i stor grad være bundet til dette målet selv om sentralbanken i prinsippet har instrumentfrihet. Er målet videre definert, som for eksempel inflasjonsstyring, vil instrumentbruken i større grad ha innslag av skjønn. Spørsmålet om uavhengighet i denne sammenheng innebærer om utøvelsen av dette skjønnet overlates til sentralbanken. Her har Sverige og Storbritannia, som begge har inflasjonsmål for pengepolitikken, hittil valgt ulike

løsninger. Mens Riksbanken har hatt frihet til å bruke de nødvendige styringsinstrumenter, er renten i Storbritannia blitt styrt av finansministeren.

Det er de politiske myndigheter som er ansvarlige for den samlede økonomiske politikken. I de tilfeller der sentralbanken selv styrer innretningen av pengepolitikken, er det derfor avgjørende med et klart definert, politisk basert mandat. Uavhengigheten ligger da i at sentralbanken har et ansvar for at målet blir fulgt. Med et lovfestet mandat står sentralbanken i større grad til offentlig regnskap for sin virksomhet. Mange vil hevde at pengepolitikken under slike forhold klarere blir underordnet de demokratiske spillereglene.

## **Storbritannia: Overraskende hurtig og omfattende reform**

Storbritannia og Sverige er, ved siden av Hellas, de eneste EU-landene som ikke deltar i fastkurs-samarbeidet ERM (Exchange Rate Mechanism). Etter turbulensen i valutamarkedene høsten 1992 ble begge land tvunget til å forlate målsettingen om fast valutakurs, og begge valgte å styre pengepolitikken direkte mot lav inflasjon.

I et overraskende brev til Bank of England 6. mai kunngjorde Labours nyutnevnte finansminister Gordon Brown at regjeringen nå vil gi banken instrumentuavhengighet i pengepolitikken. Det betyr ikke at Bank of England får måluavhengighet, ettersom inflasjonsmålet fortsatt vil bli tallfestet av regjeringen. Men det blir heretter sentralbanken som ut fra en grundig økonomisk analyse skal styre renten for å oppfylle målet. Dermed får sentralbanken en vesentlig friere stilling og må nå stå til regnskap overfor regjeringen for rentepolitikken. Dette innebærer blant annet at avvik fra inflasjonsmålet utover +/- 1 prosentpoeng må forklares i et åpent brev til finansministeren, i tillegg til hvilke tiltak som blir iverksatt for å bringe inflasjonen tilbake til målet på 2 1/2 prosent, og hvor lang tid dette vil ta. Hitil har finansministeren tatt alle beslutninger om renteendringer, en arbeidsdeling som tidligere i år gjorde det mulig for regjeringen å overse sentralbankens råd om å øke renten. Bank of England har lenge vært bekymret for at den kraftige økonomiske oppgangen i landet kan lede til økt prispress og en ustabil økonomisk utvikling.

I sitt brev til Bank of England sier finansministeren at den nye arbeidsdelingen vil være «mer effektiv, åpen, ansvarlig og fri fra kortsik-

tig politisk manipulasjon». Bare hvis «nasjonale interesser under ekstreme økonomiske omstendigheter krever det», bibeholder regjeringen sin rett til å instruere sentralbanken om renten i en begrenset periode. Instrumentuavhengigheten er allerede iverksatt ved at finansministeren avstår fra sin rett til å styre renten, og vil formelt bli tatt inn i lovgivningen så snart som mulig. Markedsreaksjonene har vært nærmest entydig positive til reformen. Rentedifferansen mot Tyskland for 10 års statsobligasjoner falt med 0,3-0,4 prosentpoeng i mai måned etter at endringen ble kunngjort.

Uten å bryte med inflasjonsmålet skal sentralbanken samtidig støtte regjeringens økonomiske politikk, herunder målene om økonomisk vekst og sysselsetting, sier finansministeren. Beslutningene om renten vil bli tatt av en pengepolitisk komite i Bank of England, bestående av i alt ni personer. I tillegg til sentralbanksjefen og fire andre medlemmer fra sentralbanken, har finansministeren utnevnt fire eksterne økonomer. Ved siden av professor Charles Goodhart og Sir Alan Budd, har han valgt professor Willem Buiters, som er født i Nederland, og sjeføkonom DeAnne Julius i British Airways, som er amerikansk statsborger.

## **Sverige: Inflasjonsmålet lovfestes**

Også i Sverige gjennomfører de politiske myndighetene endringer for å konsolidere sentralbankens uavhengige stilling. Sveriges Riksbank har hittil hatt både måluavhengighet og instrumentuavhengighet. Dette har ligget i Riksbankens fullmaktige, som er valgt av Riksdagen. En parlamentarisk arbeidsgruppe under finansminister Erik Åsbrink har gjennomgått erfaringene med fem års inflasjonsstyring. Gruppen har også vurdert hvilke lovmessige endringer for Riksbanken som kreves etter Sveriges tilslutning til EU.

Som et resultat av dette, presenterte fem av partiene i Riksdagen 20. mai i år et bredt forlik som de hevder vil styrke tilliten til den svenske penge- og valutapolitikken. Mens banken de siste årene har styrt ut fra et erklært mål om inflasjonsstyring (2 prosent med en toleransmargin på +/- 1 prosentpoeng), vil dette nå få et bredere demokratisk grunnlag gjennom å lovfeste at «målet for pengepolitikken skal være å opprettholde en fast pengeverdi». Dermed styrkes også

den demokratiske kontrollen med Riksbanken, som må stå til ansvar overfor loven for utøvelsen av pengepolitikken. De fem partier forutsetter samtidig at Riksbanken, uten å bryte med målet om lav inflasjon, støtter opp om den allmenne økonomiske politikken, blant annet ved å fremme vekst og sysselsetting.

For å sikre sentralbanken uavhengighet i gjennomføringen av sine oppgaver (instrumentuavhengighet) vil riksbanksjefens oppsigelsesvern bli styrket, og det innføres forbud mot å gi instruksjoner til Riksbanken i pengepolitiske spørsmål. På samme måte som i Storbritannia vil det bli opprettet en direksjon som får ansvaret for alle pengepolitiske beslutninger, herunder hvordan inflasjonsmålet skal utformes. Medlemmene i direksjonen, inklusive sentralbanksjefen og visesentralbanksjefene, vil bli utpekt av Riksbankens fullmæktige. For uhildet å kunne utøve det nødvendige skjønn i pengepolitikken, ser det ut til at også svenskene vil trekke inn eksterne eksperter i dette arbeidet.

### En klarere arbeidsdeling

Endringene i Storbritannia og Sverige peker i samme retning og innebærer en klarere arbeidsdeling mellom sentralbanken og regjeringen i den økonomiske politikken. I begge land får sentralbankene nå et klart mandat og mulighet til å gjennomføre sine oppgaver. Sentralbankene gis dermed full instrumentuavhengighet med myndighet til å tillemppe valutakurs og rente innenfor det valutakursregimet som regjeringen har valgt. I begge land vil de politiske myndighetene utforme det overordnede målet for pengepolitikken, og sentralbankenes demokratiske ansvar er styrket ved at de må stå til offentlig regnskap for den måten de har skjøttet pengepolitikken på.

En uavhengig sentralbank er i EU-landene en forutsetning for å gå inn i ØMU. Det er interessant at også to av de landene som er mest tilbakeholdne i forhold til den monetære union, og som begge står utenfor det europeiske fastkurs-samarbeidet, ut fra argumenter om tillit og langsiktighet i den økonomiske politikken har valgt å manifestere en klarere rolledeling mellom de politiske myndigheter og sine lands sentralbanker.

Disse endringene er i tråd med en utvikling vi tidligere har sett i mange andre land, både i Europa og andre deler av verden. I den siste årsrapporten fra BIS (Bank for International Settlements) uttrykkes det på følgende måte:

«I industrialiserte land og også i de fleste nye vekstøkonomier i resten av verden, er det nå konvensjonell visdom at innenlandsk prisstabilitet bør være det overordnede målet for pengepolitikken. Dette fører ikke bare til at man unngår en tendens til inflasjon på lengre sikt, men gir også en automatisk stabilisering av sjokk i pengepolitiske forhold. Det motsatte er tilfellet med en inflasjonsdrivende makropolitikk, som verken skaper vekst eller sysselsetting bortsett fra på helt kort sikt. Det eneste problemet med vedvarende lav inflasjon er at folk etter hvert glemmer dette, selv de som styrer, og dermed fristes til igjen å drive etterspørselen opp over et varig holdbart nivå. Denne potensielle «minnesvikten», med kostnader som kan strekke seg over flere tiår, er et sterkt argument for å gi sentralbanker et klart mandat til å sikre prisstabilitet. Innenfor en ramme der en står til offentlig regnskap for politikken, bør sentralbanken også ha myndighet til å utøve sin pengepolitikk på et selvstendig grunnlag.»

### Referanser:

«*Sentralbankens institusjonelle stilling - noen momenter fra den internasjonale debatten*», Anne Berit Christiansen, Penger og Kreditt 2/94

«*Statement from the Chancellor*», presse-melding fra HM Treasury 6. mai 1997, ([www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/chxstatmt/st70506.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/chxstatmt/st70506.html))

«*The New Monetary Policy Framework*», brev fra finansminister Gordon Brown til Bank of England 6. mai 1997 ([www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/press97/p40\\_let.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/press97/p40_let.html))

«*Remit for the Monetary Policy Committee*», brev fra finansminister Gordon Brown til Bank of England 12. juni 1997 ([www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/press97/p64\\_97.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/pub/html/press97/p64_97.html))

«*Riksbankens ställning stärks*», pressemelding fra Finansdepartementet 20. mai 1997 ([www.sb.gov.se/databas/press-864139841.html](http://www.sb.gov.se/databas/press-864139841.html))

67th Annual Report 1997, Bank for International Settlements, Basel, kap. IX ([www.bis.org/publ/ar97h00.htm](http://www.bis.org/publ/ar97h00.htm))



# HVOR STOR DEL AV STATENS PETROLEUMSFOND BØR INVESTERES I AKSJER?

*Jens Petter Olsen, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank\**

Artikkelen gir en grov skisse av noen av de problemstillinger som må analyseres i forbindelse med valget av aksjeandel i petroleumsfondet, og presenterer resultatene fra noen enkle empiriske analyser. Analysene av lange tidsserier viser at aksjer historisk sett har hatt en høyere avkastning enn obligasjoner, men at avkastningen på aksjene også har variert mer. Ved fastsettelsen av en optimal aksjeandel for petroleumsfondet er det viktig å ha klart for seg at fondet bare er en av flere formueskomponenter, og at statens forpliktelser også vil spille inn. I praksis kan det være fruktbart å benytte seg av en standard forventning-varians analyse der ulike terskelverdier brukes til å approksimere risikoholdningen. Innenfor rammen av en slik modell er aksjeallokeringen mer følsom overfor en endring i nivået på avkastningen enn til endringer i risikopremien. De foreløpige analysene indikerer også at aksjer vil gi en bedre sikring mot fremtidige svingninger i oljeprisen enn obligasjoner.

Norges Bank har siden 1. januar 1997 forvaltet Statens petroleumsfond etter mandat utformet av Finansdepartementet. Fondet, som pr. i dag har en bokført verdi på 47,8 milliarder norske kroner, er i sin helhet plassert i utenlandske statsobligasjoner eller obligasjoner med tilsvarende sikkerhet. I Revidert nasjonalbudsjett, som ble lagt fram 13. mai 1997, åpnet imidlertid regjeringen for at petroleumsfondet fra 1. januar 1998 skal kunne investere fra 30 til 50% av sin kapital i utenlandske aksjer. Dette forslaget om endret mandat for petroleumsfondet har kommet fram blant annet etter tilråding fra Norges Bank. (Brevet med tilrådingen er gjengitt annet sted i Penges og Kreditt.) Denne artikkelen prøver å skissere noen av de problemstillinger som må analyseres i forbindelse med valget av aksjeandel i petroleumsfondet, og den gir også resultatene av noen enkle empiriske analyser som har dannet en del av beslutningsgrunnlaget ved tilrådingen.

Fremstillingen i artikkelen har følgende inndeling: Den første delen motiverer tilrådingen om å investere i aksjer gjennom å se på den historiske avkastningen og volatiliteten til aksjer og obligasjoner. Den andre delen gir en skisse av det generelle beslutningsproblemet som følger av statens rolle som forvalter av en større formue (som også inkluderer petroleumsfondet): Hvor mye av petroleumsfondet bør investeres i aksjer gitt at avkastningen på fondet også bør sees i sammenheng med statens øvrige løpende inntekter og utgifter? Dette generelle problemet kjenne-tegnes av at det er uhyre komplekst, og at mange anslag på fremtidig verdier (f.eks. aksjekurser,

oljepriser, pensjonsforpliktelser) er beheftet med stor usikkerhet. Det gjør at det er svært vanskelig å finne den beste løsningen totalt sett, og en mer fruktbar metode i praksis kan være å isolere deler av problemet og finne partielle løsninger. En slik tilnærming er benyttet i del tre av artikkelen, der spørsmålet om hvor stor aksjeandel petroleumsfondet skal ha, er løst for fondet isolert sett uten å ta hensyn til andre formueskomponenter. Faren med denne tilnæringsmetoden er at den partielle løsningen ikke samsvarer med den ukjente globale løsningen, og at den derfor er suboptimal. En av de viktigste formueskomponentene er den oljen som ennå ikke er utvunnet. I del fire drøftes hvordan usikkerheten knyttet til de fremtidige oljeinntektene kan tenkes å influere på den partielle løsningen som ble funnet i del tre.

## 1. Historisk avkastning og volatilitet for aksjer og obligasjoner

Tabell 1 rapporterer resultatene fra en analyse av historisk realavkastning på aksjer og obligasjoner foretatt av en arbeidsgruppe fra G-10 landene i 1995<sup>1</sup>. Den viser at avkastningen på aksjer gjennomgående har vært høyere enn avkastningen på obligasjoner.

\* Takk til Bernt Chr. Brun, Harald Bohn, Helge Eide, Erik Hilde, Hans Olav Husum og Randi Næs for hjelp og nyttige kommentarer, samt til Øyvind Eitheim som programmerte optimeringsrutinen i Gauss.

<sup>1</sup> Group of Ten: Savings, Investment and Real Interest Rates. A Study for the Ministers and Governors prepared by the Deputies, October 1995.

Tabell 1. Årlig realavkastning for lange statsobligasjoner og aksjer

	USA		Storbritannia		Tyskland	
	Obligasjoner	Aksjer	Obligasjoner	Aksjer	Obligasjoner	Aksjer
1950-1995	1,7%	7,4%	0,7%	7,4%	4,0%	6,4%
1890-1995	1,6%	6,2%	0,6%	5,2%	ukjent	ukjent

Tabell 2. Årlig nominell avkastning og volatilitet for aksjer og obligasjoner i USA og Japan i perioden 1975-95

	USA		Japan	
	Avkastning	Standardavvik	Avkastning	Standardavvik
Obligasjoner	9,8%	9,5%	6,6%	10,1%
Aksjer	11,4%	15,1%	11,2%	25,5%

Tabell 2 rapporterer resultatene fra en analyse av nominell avkastning og volatilitet utført av JP Morgan for Norges Bank. Denne analysen viser også at avkastningen på aksjer har vært høyere enn på obligasjoner, men at avkastningen på aksjer har variert mer.

Denne forskjellen i volatilitet mellom aksjer og obligasjoner kan intuitivt forklares med forskjeller i hvordan prisene på de to typer av aktiva påvirkes av endringer i underliggende kontantstrømmer. La oss anta at vi har et foretak som utsteder gjeld i form av en obligasjon og egenkapital i form av en aksje. La oss videre anta at sannsynlighetsfordelingen til den usikre kontantstrømmen som foretaket vil generere, er slik at obligasjonen alltid vil bli betalt fullt ut, dvs. at obligasjonen er uten risiko<sup>2</sup>. Da vil kontantstrømmen til obligasjonen være kjent, mens kontantstrømmen til aksjen, som pr. definisjon er lik residualen etter at obligasjonen er betalt, vil variere med den underliggende kontantstrømmen til foretaket. Vi kan derfor grovt sett si at prisbevegelser på obligasjonen kun reflekterer renteusikkerhet, mens prisbevegelser på aksjen reflekterer både rente- og kontantstrømusikkerhet. I en

verden med risikoaverse investorer må denne høyere risikoen kompenseres med høyere forventet avkastning. Denne kompensasjonen betegnes som risikopremien, og i analysen utført av G-10 landenes arbeidsgruppe anslås denne historisk sett til å ha ligget på rundt 4% pr. år.

Dette impliserer imidlertid ikke at avkastningen på aksjer har vært høyere enn avkastningen på obligasjoner over investeringsperioder som er kortere enn de som er analysert ovenfor (fra 20 til 105 år). Tabell 3 gjengir resultatene fra ulike studier som relaterer lengden på investeringsperioden til andelen av investeringsperioder med meravkastning i aksjemarkedet for tre ulike land<sup>3</sup>.

Tabellen viser at svaret på spørsmålet om hvorvidt aksjeinvesteringer historisk sett har gitt en meravkastning i forhold til obligasjonsinvesteringer er avhengig av lengden på investerings-

Tabell 3. Investeringsperiode og prosentvis andel perioder med meravkastning i aksjemarkedet

Periode	USA <sup>a</sup>	Storbritannia <sup>b</sup>	Tyskland <sup>c</sup>
1 år	59,2%	66,2%	47,7%
5 år	71,2%	83,6%	55,0%
10 år	82,3%	94,1%	62,9%

a. Tidsperiode 1871-1992

b. Tidsperiode 1919-1995

c. Tidsperiode 1951-1995

<sup>2</sup> En slik obligasjon er ekvivalent med den type statsobligasjoner vi analyserer i dette notatet.

<sup>3</sup> For USA presenterer vi noen av resultatene fra Jeremy J. Siegel: «Stocks for the long run», Irwin (1994). For Tyskland og Storbritannia har vi gjort en tilsvarende studie basert på årlige avkastningstall fra BZW: German Equity-Bond Study 1996 og Equity-Gilt Study 1996.

perioden. Vi ser at mens aksjer i beste fall bare svakt har dominert obligasjoner når avkastningen måles år for år, blir den dominerende tendensen mer tydelig når investeringsperioden er ti år. Intuitivt kan dette forklares med at den høyere volatiliteten på aksjer har gjort utslag på kort sikt, mens risikopremien har gitt utslag på lang sikt.

Det er viktig å understreke at alle resultatene gjengitt ovenfor baserer seg på historiske analyser av avkastning og volatilitet i aksje- og obligasjonsmarkedet. Hvis vi imidlertid tror på en fremtidig verden med volatile underliggende kontantstrømmer og risikoaverse investorer, vil vi forvente at avkastningen i aksjemarkedet på lang sikt fortsatt vil ligge over avkastningen i obligasjonsmarkedet. Beslutningsproblemet består da i å finne en aksjeandel som er optimal i forhold til risikotoleransen for en gitt investeringshorisont.

## 2. Det generelle beslutningsproblemet

Litt forenklet kan vi formulere det generelle beslutningsproblemet slik: Vi ønsker å finne den andelen aksjer i petroleumsfondet som vi forventer vil gi oss mest statlige midler for konsum i fremtiden når vi også tar hensyn til statens øvrige inntekter og utgifter. For å løse dette problemet trenger vi å vite hvordan vi verdsetter dette konsumet over tid (tidspreferansen), og hvordan vi rangerer usikre investeringsobjekter som aksjer og obligasjoner (risikopreferansen). I diskusjonen her skal vi for enkelhets skyld anta at vi ikke har noen preferanse for hvordan konsumet fordeler seg over tid. Videre vil vi anta at vi har en funksjon som både tilordner verdier til ulike nivåer av fremtidig konsum ( $c$ ) og reflekterer risikopreferansen. Denne funksjonen kalles en nyttefunksjon, og den skrives  $u(c)$ . Rent formelt sier vi da at det generelle beslutningsproblemet består i å finne den andelen aksjer i petroleumsfondet som maksimerer den forventede nytten («expected utility») av fremtidig statlig konsum,  $E[u(c)]$ .

Det fremtidige statlige konsumet vil i tillegg til avkastningen på petroleumsfondet også være avhengig av avkastningen på øvrige real- og finansaktiva i privat og offentlig sektor. Eksempelvis vil konsumet være avhengig av den fremtidige prisen på olje som ennå ligger i jorden. Dersom avkastningen på petroleumsfondet er

korrelert med avkastningen på de øvrige aktiva og denne korrelasjonen igjen er avhengig av aksjeandelen, impliserer dette at den optimale aksjeandelen ikke kan bestemmes uavhengig av de øvrige formueskomponentene. Rent formelt skriver vi da  $c$  som en funksjon av avkastningen ( $r$ ) på petroleumsfondet ( $p$ ) og de øvrige  $n$  formueskomponentene,  $c = f(r_p, r_1, \dots, r_n)$ .

Som nevnt innledningsvis må vi også ta hensyn til statens forpliktelser, eller passivasiden, når vi skal finne den optimale aksjeandelen. En viktig komponent på passivasiden vil eksempelvis være fremtidige pensjonsforpliktelser<sup>4</sup>. Disse forpliktelsene kan inkorporeres i det generelle beslutningsproblemet gjennom et sett av beskrankninger. En slik beskrankning kan være at aksjeandelen må velges slik at sannsynligheten for at staten er netto låntager i år 2100 (tilfeldig valgt) ikke må overstige 5%. Lignende beskrankninger kan også formuleres for ulike delperioder innenfor den totale beslutningshorisonten. Rent formelt skriver vi disse beskrankningene som  $P(B > 0) > k$ , der  $P(B > 0)$  er sannsynligheten for at budsjettbalansen  $B$  er positiv, og  $k$  den laveste sannsynligheten som kan aksepteres.

Dersom vi for enkelhets skyld antar at alle andre beslutninger mht konsum og investeringer er gitt, kan vi nå formelt formulere det generelle beslutningsproblemet slik: Maksimer  $E[u(c)]$  der  $c = f(r_p, r_1, \dots, r_n)$ , med hensyn på andelen aksjer i petroleumsfondet under bibetingelsene  $P(B > 0) > k$ .

Dette problemet kjennetegnes av at det er svært komplekst, og at mange av de størrelsene som inngår i formuleringen av det, er beheftet med stor usikkerhet. Det er derfor vanskelig å finne en analytisk eller numerisk løsning på det. Det er også viktig å understreke at det finnes en rekke andre måter å formulere problemet på. Hovedhensikten med denne eksersisen har imidlertid vært å fokusere på tre viktige elementer som det bør tas hensyn til ved løsningen av problemet:

<sup>4</sup> Det er viktig å understreke at Statens petroleumsfond på i en måte er øremerket for pensjonsutbetalinger. I tillegg vil størrelsen på de fremtidige pensjonsforpliktelsene blant annet være avhengig av endringer i pensjonsalder og pensjonsrettigheter. Det synes likevel rimelig å anta at pensjonsutbetalingene vil utgjøre en dominerende og tiltakende andel av de offentlige utgiftene.

- i) løsningen avhenger av statens holdning til risiko
- ii) petroleumsfondet er bare en av formueskomponentene til staten
- iii) staten har også en passivaside som i stor grad kan tenkes å influere på løsningen.

På bakgrunn av det generelle beslutningsproblemet og diskusjonen i foregående avsnitt er det rimelig å forvente at løsningen på det i det minste vil ha to trekk. Det første knytter seg til den betydningen som de fremtidige pensjonsforpliktelsene til staten har for passivasiden. Under forutsetningen om at disse forpliktelsene vil være knyttet til en fremtidig lønnsvekst, som igjen reflekterer den generelle økonomiske veksten, er det rimelig å anta at løsningen vil inneholde en betydelig andel aksjer. Dette skyldes at avkastningen på aksjer har en høyere korrelasjon med den økonomiske veksten enn avkastningen på obligasjoner. Det andre trekket knytter seg til den betydningen som den ennå ikke utvunnede oljen har for aktivasjonen. Dersom avkastningen på en av aktivaklassene i oljefondet (eller aktivagrupper innenfor klassen) har en betydelig lavere korrelasjon med de fremtidige oljeinntektene enn den (de) andre, vil dette trekke i retning av en høyere andel av denne aktivaklassen i fondet. Denne andelen vil så gradvis reduseres ettersom olje pumpes opp og usikkerhet mht fremtidige oljeinntekter reduseres.

### 1. Et enkelt empirisk eksempel på en partiell løsning

Metoden for å bestemme aksjeandel i petroleumsfondet i del to kan karakteriseres som en «ovenfra-og ned»-tilnærming der det tas hensyn til statens samlede formuesforvaltning og risikoholdning. Som vi så, gav denne metoden bare i begrenset grad svar som kan være til hjelp ved den praktiske utformingen av retningslinjene for fondet. En mer fruktbar metode kan være en «nedenfra-og-opp»-tilnærming der allokeringproblemet løses partielt for petroleumsfondet for relativt generelle antagelser om holdningen til risiko. Faren ved denne fremgangsmåten er imidlertid at den partielle løsningen ikke nødvendigvis samsvarer med den globale løsningen.

Løsningen på det partielle problemet vil bli funnet innenfor rammen av en standard forventning-varians modell. Den eneste forutsetningen

vi vil gjøre om risikopreferansene til staten er at den er risikoavers og at den kun tar hensyn til forventning og varians. Det impliserer at staten bare vil akseptere høyere risiko dersom den forventede avkastningen er høyere. En slik investor vil velge aksjeandelen slik at han tilpasser seg på et punkt på den effisiente porteføljefronten. En effisient portefølje er den porteføljen som gir høyest forventet avkastning for en gitt risiko målt ved den forventede variansen. Tilsvarende er en effisient portefølje også den porteføljen som gir lavest forventet varians for en gitt avkastning. Den linjen som kan trekkes igjennom de effisiente porteføljene kalles den effisiente porteføljefronten.

I det enkle eksemplet på en løsning som vises i denne delen, har vi beregnet effisiente porteføljeformer ved hjelp av en optimeringsmodell utviklet i Norges Bank. Datasettet som benyttes i estimeringene, består av månedlige avkastningstall for aksjeindekser og obligasjoner med ulik løpetid<sup>5</sup> for hver av de fire hovedvalutaene tyske mark (DEM), japanske yen (JPY), britiske pund (GBP) og amerikanske dollar (USD). Alle avkastningstall er målt i lokal valuta for å isolere aksjeandelens innvirkning på avkastning og risiko fra svingninger i kronkursen. I tid dekker datasettet perioden fra januar 1980 til september 1996.

Investeringshorisonten som er valgt, er arbitrært satt til ett år. Petroleumsfondet har naturlig nok en mye lenger investeringshorisont enn dette, men begrensningene som ligger i datagrunnlaget nødvendiggjorde dette valget.

Gitt settet av effisiente porteføljeformer gjenstår det fremdeles å velge ett bestemt punkt på hver av dem, dvs å bestemme den optimale aksjeandelen gitt risikopreferansen. Siden den generelle risikopreferansen til staten ikke er umiddelbart tilgjengelig, kan det i praksis være fruktbart å finne uttrykk for holdningen til risiko på en mer indirekte måte. Dette kan eksempelvis gjøres gjennom å fastsette en terskelverdi og så angi en maksimal sannsynlighet som kan aksepteres for at avkastningen i en gitt periode skal ligge under terskelverdien. I vårt eksempel vil vi bruke sannsynligheten for negativ avkastning ett

<sup>5</sup> Løpetidene som benyttes, er 3 år, 5 år, 7 år og 10 år.

enkelt år som kritisk verdi. Denne sannsynligheten vil arbitrært bli satt til 10% for å illustrere løsningen av problemet. Det er også viktig å understreke at denne metoden ikke nødvendigvis gir en løsning som er i samsvar med den løsningen som reflekterer den virkelige risikopreferansen. Under forutsetning av at avkastningene til både aksjeindeksene og obligasjonene er normalfordelte, kan vi lett estimere sannsynligheten for tap, dvs.  $P(r < 0)$ , for en gitt portefølje.

Tabell 4. Årlig avkastning, standardavvik og sannsynlighet for negativ avkastning for ulike andeler av aksjer i den ex post optimale porteføljen. Optimeringen er basert på månedlige avkastningsdata fra perioden 1980 til 1996.

Aksjeandel	Avkastning	Std.avvik	$P(r < 0)$
0%	9,3%	4,7%	2,4%
10%	10,0%	5,2%	2,7%
20%	10,8%	6,1%	3,8%
30%	11,5%	7,2%	5,5%
40%	12,2%	8,5%	7,6%
50%	12,9%	9,9%	9,6%
100%	15,5%	16,0%	16,6%

I tabell 4 er resultatene gjengitt for optimeringer der aksjeandelen i porteføljen har vært holdt fast på ulike nivåer fra 0 til 100%. I alle optimeringene er også markedsandelene holdt fast med 40% i DEM, 15% i JPY, 15% i GBP og 30% i USD. Fordelingen av aksjer innen de ulike porteføljene har fulgt markedsfordelingen. Eksempelvis har porteføljen med 50% aksjer 20% av porteføljeverdien i tyske aksjer, 7,5% av porteføljeverdien i japanske aksjer osv. Durasjonen i obligasjonsporteføljen totalt og innen hvert marked er holdt fast på 5 år. Gitt at aksjeandelen, markedsfordelingen og durasjonen er gitt ex ante i hver optimering, er det kun tilpasningen av obligasjonsporteføljen som er bestemt av optimeringsrutinen. Det er viktig å ha klart for seg at resultatene i tabellen skriver seg fra en ex post optimering der vi kjenner avkastningen og varians-kovarians matrisen. I en reell beslutningssituasjon vil vi ikke ha slik informasjon, men kun en forventning om fremtiden. De estimerte sannsynlighetene vil derfor kunne undervurdere de virkelige sannsynlighetene for tap for en gitt strategi eller porteføljesammensetning. Vi har imidlertid forsøkt å kontrollere for dette gjen-

nom å begrense frihetsgradene ved optimeringen. Det er også verdt å merke seg at den estimerte sannsynligheten for tap for en ren aksjeportefølje er på 16,6%. Denne sannsynligheten danner en øvre grense på den risiko vi kan forvente ved aksjeinvesteringer dersom avkastnings- og korrelasjonsmønstrene er konstante over tid.

Dersom petroleumsfondet kan tolerere en sannsynlighet for tap ett enkelt år på 10%, følger det av tabellen ovenfor at den optimale porteføljesammensetningen består av 50% aksjer og 50% obligasjoner.

I det enkle eksemplet ovenfor har vi brukt de historiske estimatene for avkastning og varians som estimat for den forventede fremtidige verdien på disse størrelsene. Det er imidlertid også mulig å substituere eller justere disse estimatene med anslag på fremtidig avkastning og volatilitet som enten direkte eller implisitt følger av markedsprisene på de ulike aktiva på beslutningstidspunktet. I den sammenheng kan det være interessant å analysere hvor sensitiv allokeringen er for endringer i hhv risikopremien og nivået på avkastningen.

Risikopremien kan grovt sett defineres som forskjellen i avkastning mellom aksjer og obligasjoner, og i vårt enkle eksempel er den anslått til å være på rundt 6%. I tabell 5 er sannsynlighetene for tap beregnet for risikopremier i området fra 1-4% for uendret varians-kovarians struktur. Det følger av tabellen at dersom risikopremien er lik G-10 anslaget på 4%, er optimal aksjeandel noe under 50%. Optimal aksjeandel synker ned mot 40% dersom G-10 anslaget halveres til 2%.

Tabell 5. Risikopremien  $r$  og sannsynlighet for negativ avkastning når nivået på avkastningen er uendret

Aksjeandel	$r=1\%$	$r=2\%$	$r=3\%$	$r=4\%$
10%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%
20%	5,4%	5,1%	4,7%	4,4%
30%	8,1%	7,5%	6,9%	6,3%
40%	11,2%	10,2%	9,3%	8,5%
50%	13,8%	12,5%	11,5%	10,6%

I tabell 6 er sannsynlighetene for tap beregnet dersom avkastningen ligger 2% lavere enn det historiske estimatet vi har benyttet ovenfor. Risikopremien varierer igjen mellom 1 og 4%, mens varians-kovarians strukturen forutsettes å være konstant.

**Tabell 6. Risikopremien  $r$  og sannsynligheten for negativ avkastning når nivået på avkastningen ligger 2% lavere enn det historiske estimatet**

Aksjeandel	$r=1\%$	$r=2\%$	$r=3\%$	$r=4\%$
10%	7,4%	7,1%	6,8%	6,7%
20%	10,0%	9,5%	8,9%	8,4%
30%	13,1%	12,3%	11,3%	10,6%
40%	16,1%	14,9%	14,0%	12,9%
50%	18,7%	17,4%	16,1%	14,9%

Det fremgår av tabellen at optimal aksjeandel synker til i underkant av 30% dersom nivået på avkastningen reduseres med 2% og risikopremien holdes lik G-10 anslaget på 4%. Av dette følger at optimal aksjeandel er mer sensitiv med hensyn til endringer i det absolutte nivået på avkastningen enn til endringer i risikopremien.

## I. Usikker oljepris og optimal allokering

I forbindelse med diskusjonen av det generelle beslutningsproblemet i del 2 ble det understreket at en av de viktigste formueskomponentene til staten er den oljen som fremdeles befinner seg under jorden. Det ble også poengtert at en aktivaklasse som har en avkastning som er relativt lavt korrelert med svingninger i de fremtidige inntektene fra denne formueskomponenten, er – alt annet like – å foretrekke fremfor andre aktivaklasser. Ved å investere i denne aktivaklassen er det i større grad mulig å diversifisere bort svingninger i de totale inntektene: Når oljeinntektene er lave, er avkastningen på aktivaklassen relativt høy og omvendt. Reduksjonen i total varians som følger av vår investering i en bestemt aktivaklasse kalles diversifikasjonsgevinsten. Dersom vi ikke har noen bestemte oppfatninger om den forventede avkastningen på de aktiva som inngår i klassen (annet enn at de er effisient priset), er denne diversifikasjonsgevinsten kostnadsfri.

I tabell 7 rapporterer vi resultatene fra en analyse av korrelasjonene mellom endringer i oljepris og aksje- og obligasjonsavkastning i hvert av de fire hovedmarkedene i perioden 1975-1995. Analysen viser at aksjeavkastningen gjennomgående er mer negativt korrelert med oljeprisendringer enn obligasjonsavkastningen. Særlig gjelder dette for oljeimporterende land som Japan og Tyskland.

**Tabell 7. Korrelasjoner mellom endringer i oljepris og aksje- og obligasjonsavkastning. Årlige endringer og avkastningstall fra perioden 1975-95.**

	USA	Japan	Tyskland	UK
Obligasjoner	0,15	0,39	0,23	0,36
Aksjer	-0,06	-0,49	-0,39	-0,10

Kilde: PJ Morgan

Implikasjonen av dette er at aksjer kan gi en bedre sikring mot svingninger i fremtidige oljeinntekter enn obligasjoner, og at den totale risikoen knyttet til statens inntekter kan reduseres ved å inkludere aksjer i petroleumsfondet<sup>6</sup>. Dette intuitive argumentet er formelt analysert av JP Morgan på oppdrag fra Norges Bank i desember 1996. Denne analysen er foretatt innenfor rammen av en standard forventning-variens modell etter de samme prinsipper som ovenfor. Formålet er imidlertid å minimere permanente innstramminger i statsbudsjettet fremfor å minimere sannsynligheten for tap ett enkelt år. Analysen til JP Morgan er dermed mer global enn vår partielle analyse av aktivaallokeringen. Til gjengjeld bygger den på et sett av forutsetninger som det knytter seg en vesentlig større grad av usikkerhet til.

I grunnmodellen til JP Morgan har overskuddet på statsbudsjettet tre komponenter: overskudd eksklusiv olje og pensjon, oljeinntekter og pensjonsutbetalinger. Balansen på statsbudsjettet salderes mot petroleumsfondet, som hvert år også får tillagt sin egen avkastning. Overskuddet på statsbudsjettet forutsettes kjent, slik at den eneste kilden til usikkerhet er avkastningen på petroleumsfondet. Optimeringsproblemet er formulert slik at den forventede innstramningen på statsbudsjettet minimeres med hensyn på andel av aksjer og obligasjoner i petroleumsfondet, gitt at sannsynligheten for at staten skal være ute av stand til å møte sine fremtidige pensjonsfor-

<sup>6</sup> Det er viktig å understreke at det i praksis vil være mer hensiktsmessig å gjennomføre en slik sikringsstrategi med en aksjeportefølje som er mindre aggregert enn en landindeks. En slik portefølje kan bestå av aksjer eller bransjeindekser som har en avkastning som i enda mindre grad er korrelert med endringene i oljeprisen.

pliktelser, ikke må overstige 5%. Beslutningshorisonten er 80 år. I den optimale tilpasningen i grunnmodellen vil petroleumsfondet holde 45% aksjer og 55% obligasjoner.

I den utvidede modellen introduserer JP Morgan ytterligere usikkerhet i form av at veksten i BNP, inflasjonen og oljeprisen ikke lenger forut-

settes kjent. Analysene viser at usikkerheten mht vekst og inflasjon bare i begrenset grad endrer på den porteføljesammensetningen som ble utledet av grunnmodellen. Derimot endrer usikker oljepris bildet dramatisk ved at den optimale porteføljen nå inneholder en langt høyere andel av aksjer.

# NORGES BANKS LIKVIDITETSPOLITIKK - OG LITT OM ANDRE LAND

*Pål Winje, seniorrådgiver i Økonomisk avdeling, og Lars-Erik Aas, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, Norges Bank<sup>1</sup>*

Likviditetspolitikken omfatter den rente- og likviditetsstyringen Norges Bank gjennomfører som ledd i pengepolitikken. I denne artikkelen omtaler vi først Norges Banks rolle som tilbyder av likviditet til bankene og hvilke faktorer som påvirker likviditeten. Videre forklarer vi hvordan Norges Bank påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene. Deretter beskriver vi de instrumentene som brukes i likviditetspolitikken. Artikkelen avsluttes med en beskrivelse av likviditetsstyringssystemet i andre land, herunder det som planlegges ved etablering av ØMU.

## Norges Banks rolle

Utgangspunktet for Norges Banks rolle i likviditetspolitikken er at sentralbanken har monopol på tilbudet av kronelikviditet. Med likviditet menes i denne artikkelen bankenes innestående på folio-konto i Norges Bank. Siden alle type betalinger i norske kroner i siste instans gjøres opp mellom banker på deres konti i Norges Bank, vil etter-spørselen etter likviditet bestemmes av bankenes behov for å kunne gjennomføre disse betalingene.

Når bankenes likviditet defineres på denne måten, kan vi utlede hva som bestemmer til budet av likviditet ved å se nærmere på de andre postene på Norges Banks balanse. En forenklet utgave av denne balansen er satt opp på endringsform nedenfor (tegnet  $\Delta$  markerer endring fra en periode til den neste i den aktuelle posten):

Norges Banks balanse

Aktiva	Passiva
$\Delta$ Valutafordringer	$\Delta$ Sedler og mynt
$\Delta$ Norske statspapirer	$\Delta$ Statens konto
$\Delta$ Utlån til banker	$\Delta$ Folioinnskudd
$\Delta$ Andre aktiva	$\Delta$ Andre innskudd fra banker
	$\Delta$ Andre passiva

Hver gang Norges Banks balanse endres og motposten er bankenes foliokonti, påvirkes likviditeten<sup>2</sup>. Ved å ta hensyn til at aktiva pr. definisjon

er lik passiva, kan vi fremstille hvordan likviditeten påvirkes (+ indikerer tilførsel, - indikerer inndragning):

$$\Delta \text{ Folioinnskudd} = (\Delta \text{ Valutafordringer} + \Delta \text{ Norske statspapirer} + \Delta \text{ Andre aktiva} - \Delta \text{ Sedler og mynt} - \Delta \text{ Statens konto} - \Delta \text{ Andre passiva}) + \Delta \text{ Netto sentralbanktilførsel}$$

Her er:

$$\Delta \text{ Netto sentralbanktilførsel} = \Delta \text{ Utlån til banker} - \Delta \text{ Innskudd fra banker}$$

Det samlede likviditetstilbudet kan nå deles i to - en autonom del og en likviditetspolitisk del. Den autonome delen er alle de postene som inngår i parenteser. Den likviditetspolitiske delen

består av netto sentralbanktilførselen. Nedenfor omtaler vi nærmere disse delene hver for seg og hva som knytter dem sammen.

### *Det autonome likviditetstilbudet*

Denne delen av likviditetstilbudet er for det første resultatet av transaksjoner utført av andre enn Norges Bank, som statens finanspolitikk og lånetransaksjoner samt endringer i seddel- og

<sup>1</sup> Takk til Anne Berit Christiansen og Morten Jonassen i Norges Bank for nyttige kommentarer.

<sup>2</sup> Når for eksempel privat sektor innbetaler skatt via bankene, belastes bankenes foliokonto i Norges Bank, og statens konti i Norges Bank godskrives.



myntomløpet. For eksempel vil overskudd på statsbudsjettet, som grovt sett innebærer at skatteinnbetalinger er større enn offentlige utbetalinger, medføre at inntøsten på statens konto øker. Dette trekker inn likviditet fra bankene. Nedbetaler staten deler av statsgjelden i norske kroner, tilfører dette likviditet. Nedbetaling av statsgjeld i utenlandsk valuta tilfører derimot ikke likviditet. Da vil reduksjonen i inntøsten på statens konto motsvares av en like stor nedgang i Norges Banks valutareserver.

Også når bankene får utbetalt mer sedler og mynt, trekkes det inn likviditet. Det skyldes at likviditet her er definert som bankenes inntøsten på foliokonti, og bankene betaler for sedlene og myntene ved å belaste disse kontiene.

Den autonome delen av likviditetstilbudet er også resultat av transaksjoner utført av Norges Bank, men ikke direkte som ledd i rente- og likviditetsstyringen. Dette gjelder blant annet kjøp og salg av valuta og statspapirer. Når Norges Bank for eksempel kjøper valuta mot norske kroner for å dempe en styrking av kronkursen, tilføres det likviditet. Slike valutahandler skjer mot norske banker, og kronedelen av handelen skjer konkret ved godskriving av bankenes foliokonti.

Likviditetsvirkningen av handel i statspapirer blir tilsvarende som for kjøp og salg av valuta. Slik handel hadde imidlertid et større omfang tidligere, da Norges Bank drev markedspleie for å fremme omsetteligheten av statspapirer. Etter at ordningen med primærhandlere i norske statsobligasjoner ble innført i 1996<sup>3</sup>, omfatter Norges Banks handel bare statscertifikater, som er av vesentlig mindre omfang.

#### *Den likviditetspolitiske delen av likviditetstilbudet*

Likviditetspolitikken utføres gjennom å tilpasse netto sentralbanktilførselen. Det er nyttig å skille mellom hva vi kan betegne henholdsvis rentestyringen og likviditetsstyringen. I begge tilfeller påvirker Norges Bank bankenes likviditet, men siktemålet med påvirkningen er forskjellig.

Rentestyringen er underordnet det operative målet for pengepolitikken. Det operative målet

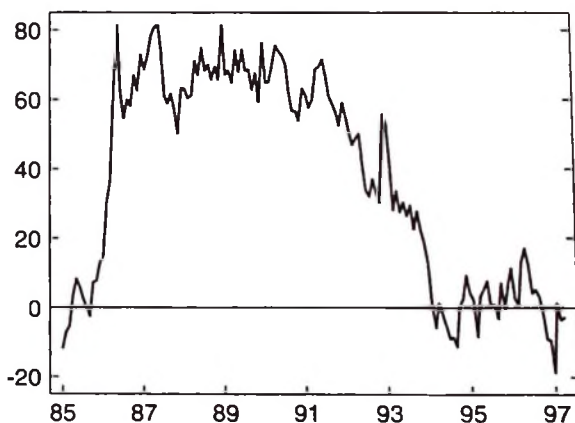
er stabil kronkurs mot europeiske valutaer. Siktemålet for rentestyringen er således å tilpasse størrelsen på folioinnskuddene, slik at de kort-siktige pengemarkedsrentene etableres på et nivå som sikrer stabilitet i kronkursen mot europeiske valutaer. Hvordan dette skjer i praksis, omtales nærmere i eget avsnitt nedenfor.

Likviditetsstyringen består i å tilpasse netto sentralbanktilførselen for å nøytralisere svingningene fra den autonome delen av likviditetstilbudet. Siktemålet for denne delen av likviditetspolitikken er således å påse at banksektoren samlet alltid har tilstrekkelig likviditet til å utføre betalingene som skjer over deres konti i Norges Bank.

#### *Sammenhengen mellom likviditetsstyringen og den autonome delen av likviditetstilbudet*

Det autonome likviditetstilbudet vil for det første bestemme om bankene over tid må låne i Norges Bank eller om de har innskudd i Norges Bank. Dette omtales ofte som den strukturelle likviditetssituasjonen. Figur 1 viser netto sentralbanktilførselen siden 1985.

*Figur 1. Bankenes lån og innskudd i Norges Bank, netto. Milliarder kroner*



Kilde: Norges Bank

Bankenes betydelige lån fra midten på 80-tallet og fram til begynnelsen på 90-tallet hadde sammenheng med at Norges Bank i forbindelse med oljeprisfallet i 1986 kjøpte kroner for å hindre en svekkelse av kronkursen. Dermed ble kronelikviditet trukket inn. Når rentenivået samtidig skulle holdes stabilt, måtte Norges Bank tilføre kronelikviditet til erstatning for den som ble

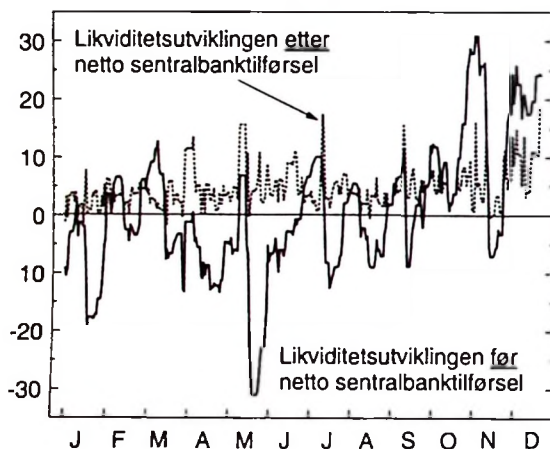
<sup>3</sup> Se artikkel i Penger og Kreditt 1995/2: «Primærhandlersystem for norske statsobligasjoner» av Pål Winje

trukket inn ved valutaintervensjonene, og bankenes låneopptak i Norges Bank økte.

Den ekspansive finanspolitikken fra 1989 til 1992 førte til stor likviditetstilførsel fra statlig sektor. Underskuddene på statsbudsjettet ble delvis dekket ved trekk på statens konto i Norges Bank og opplåning i utlandet. Dette resulterte i at bankenes lån i Norges Bank ble redusert og deretter at bankene kom i en likviditetsmessig overskuddsposisjon i forhold til Norges Bank. Bankenes overskuddslikviditet trekkes nå inn ved innskudd i Norges Bank og ved statsopplåning. Statsopplåningen er således i noen grad tilpasset behovene i likviditetsstyringen.

Videre varierer netto sentralbanktilførselen mye gjennom året fordi svingningene i den autonome delen av likviditetstilbudet er store og hyppige. I figur 2 vises bankenes folioinnskudd i Norges Bank før og etter netto sentralbanktilførselen.

Figur 2. Bankenes likviditet i 1996. Dagstall. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Svingningene i den autonome delen knytter seg særlig til inn- og utbetalinger over statens konti i Norges Bank. Disse inn- og utbetalingene følger i stor grad et fast mønster, for eksempel skatteterminer, trygdeutbetalinger og kommunetilskudd, og fremgår av de likviditetsprognosene Norges Bank utarbeider. Jevnt over kan derfor netto sentralbanktilførselen planlegges på forhånd.

Tidvis oppstår det imidlertid uforutsette endringer i det autonome likviditetstilbudet. Som regel er også dette knyttet til inn- og utbetalinger over statens konto. Den vanligste årsaken er at

betalingene blir av en annen størrelse enn forutsatt i likviditetsprognosen, for eksempel at skattebetalingene blir større. Det hender også at betalinger ikke kommer på den dagen som er antatt. Hvis slike endringer ikke blir motvirket gjennom en tilpasning av sentralbanktilførselen, kan det gi relativt store utslag i bankenes folioinnskudd. Det kortsiktige rentenivået kan dermed bli påvirket og feilaktig bli tolket som et pengepolitisk signal. Slike utilsiktede effekter er som regel forbigående, og de blir korrigert påfølgende dag.

Netto sentralbanktilførselen bestemmes - som nevnt - i hovedsak ut fra svingningene i det autonome likviditetstilbudet. Vanligvis er det derfor ikke uttrykk for lempelig pengepolitikk når Norges Bank tilfører likviditet til bankene. Tilsvarende vil inndragning av likviditet fra banker ikke nødvendigvis innebære stram pengepolitikk. Lempeligere eller strammere pengepolitikk for å påvirke pengemarkedsrentene, gjennomføres ved å tilpasse nivået på folioinnskuddene. For eksempel kan en tilstramning derfor skje samtidig med at Norges Bank tilfører likviditet - likviditetstilførselen justeres bare slik at folioinnskuddene blir mindre enn de var i utgangspunktet.

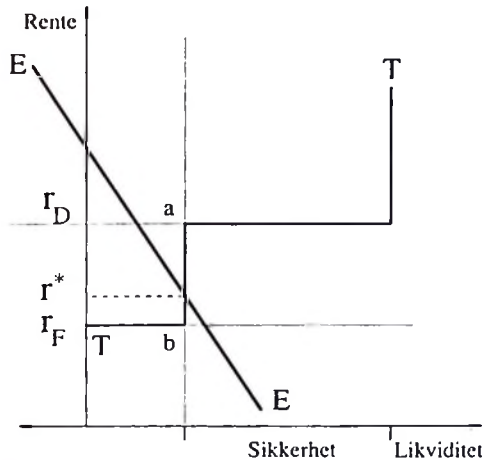
## Norges Banks rentestyring

Norges Bank har ansvaret for gjennomføringen av pengepolitikken, og hovedvirkemidlet er renten, som påvirkes gjennom likviditetspolitikken. Som omtalt foran skal pengemarkedsrentene etableres på et nivå som sikrer stabil valutakurs.

Prisen på likviditet, renten, bestemmes ved balanse mellom tilbud og etterspørsel. Figur 3 viser hvordan renten bestemmes for lån i interbankmarkedet fra «i dag til i morgen». Fremstillingen er partiell og forenklet, men kan belyse sider ved rentestyringen og bruken av Norges Banks likviditetspolitiske instrumenter.

Etterspørselen etter likviditet avhenger av bankenes behov for å kunne gjøre opp betalinger. Banksektorens samlede etterspørselen etter likviditet fra sentralbanken er fallende med renten, fordi lavere rente gir lavere alternativkostnad ved å sitte med likviditet. Det samlede tilbudet av likviditet, bankenes innestående på foliokonto, bestemmes av Norges Bank og er i utgangspunktet gitt ved den loddrette kurven. Til-

Figur 3. Tilbud og etterspørsel etter likviditet



EE Etterspørselskurven er fallende med renten  
 TT Tilbudskurven består av flere deler. Den loddrette delen mellom punktene a og b er innestående på bankenes foliokonto i Norges Bank. Dagsrenten faller imidlertid ikke under folioinnskuddsrenten ( $r_F$ ). Dagsrenten er også begrenset av dagslånsrenten ( $r_D$ ), men Norges Bank krever en rente høyere enn  $r_D$  dersom bankene trekker mer enn de har stilt sikkerhet for.

budet tilpasses slik at rentenivået stabiliserer kronkursen.

Hvis tilbudskurven bare bestod av den loddrette delen, kunne dagsrenten komme til å variere mye ved skift i tilbuds- og etterspørselskurvene. For å dempe slike renteutslag er det etablert en korridor for dagsrenten. Gulvet i rentekorridoren er foliorenten - renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank. Siden bankene alltid kan plassere overskuddslikviditeten som folioinnskudd til en rente bestemt av Norges Bank, vil ikke bankene låne ut i interbankmarkedet til under denne renten. Når bankene har behov for å låne, stiger dagsrenten, men begrenses i første omgang av dagslånsrenten - renten på bankenes automatiske låneadgang i Norges Bank. Dagslånsrenten blir dermed taket i rentekorridoren.

Mesteparten av tiden beveger dagsrenten seg innenfor rentekorridoren. Må bankene samlet trekke dagslån, kan imidlertid dagsrenten og etter hvert også de øvrige kortsiktige pengemarkedsrentene stige over dagslånsrenten. Dette skyldes at dagslånene er begrensede og ytes mot sikkerhet. De kortsiktige pengemarkedsrentene kan også falle under foliorenten, hvis det er sterke forventninger om reduksjon i foliorenten.

Selve dagsrenten i interbankmarkedet vil imidlertid ikke falle under foliorenten.

Normalt vil foliorenten settes slik at Norges Bank unngår å måtte holde dagsrenten høyt oppe i rentekorridoren for å stabilisere valutakursen. En grunn til dette er at det kan gi utilsiktet stor variasjon i dagsrenten. Å styre mot et lavt nivå på bankenes folioinnskudd kan nemlig lett føre til at bankene må trekke dagslån på grunn av uforutsette svingninger i den autonome delen av likviditetstilbudet. I enkelte situasjoner blir imidlertid likviditeten strammet til for å motvirke en svekkelse i valutakursen. Økt variasjon i dagsrenten er da snarere en bi-effekt av en utilsiktet pengepolitisk instrumentbruk, jf nedenfor.

Bredden på korridoren ble opprinnelig satt til 1 1/2 prosentpoeng, men ble senere utvidet til 2 prosentpoeng. Begrunnelsen for dette var at en bredere rentekorridor kunne stimulere aktiviteten i interbankmarkedet, ved at bankene motive-res til å fordele likviditeten seg imellom før de retter seg mot sentralbanken. Det ble imidlertid også lagt vekt på at dette kunne øke fleksibiliteten i rentestyringen, ved at rentenivået i noe større grad kunne justeres uten at de administrative rentene måtte endres. Endringer i de administrative rentene kan tidvis fremstå som et for sterkt pengepolitisk signal, dersom behovet for rentejusteringer enten er lite eller forventes å være forbigående.

Når rentekorridoren flyttes, er det ut fra ønske om å etablere et nytt leie for pengemarkedsrentene - bare en viss justering av pengemarkedsrentene er utilstrekkelig. Dette er aktuelt hvis det oppstår et sterkt eller vedvarende press mot kronkursen.

## Instrumentene i likviditetspolitikken

Instrumentene i likviditetspolitikken er de låne- og innskuddsordninger samt markedsoperasjoner som Norges Bank bruker for å påvirke bankenes likviditet og pengemarkedsrentene. Hittil har vi bare omtalt instrumentene ved å vise til at netto sentralbanktilførslen kan bestå av lån til eller innskudd fra banker, og at rentekorridoren i rentestyringen består av rentene på bankenes automatiske låne- og innskuddsordninger i Norges Bank. Instrumentene i likviditetspolitikken har imidlertid blitt lagt om de senere år. I dette avsnittet omtaler vi bakgrunnen for denne omleggingen og prinsippene som ble lagt til grunn ved

omleggingen. Deretter beskrives de enkelte instrumentene.

### *Bakgrunnen og prinsippene for omleggingen instrumentene*

Som omtalt foran, ble bankenes lån i Norges Bank betydelig redusert på begynnelsen av 90-tallet. Samtidig viste prognosene for likviditetsutviklingen at bankene ville komme i innskuddsposisjon i Norges Bank. Instrumentene i likviditetspolitikken var imidlertid ikke tilpasset en slik situasjon. Reduksjonen i bankenes lånebehov i Norges Bank gjorde det samtidig mulig å gjeninnføre sikkerhetskrav for lånene, i tråd med sentralbankpraksis i andre land. Utenlandske kredittinstitusjoners adgang til å etablere filialer i Norge krevde også at låne- og innskuddsordningene i Norges Bank måtte endres.

Instrumentene i likviditetspolitikken må ivareta Norges Banks behov både i likviditetsstyringen og i rentestyringen.

I likviditetsstyringen må instrumentene både kunne tilføre og inndra likviditet, og de må kunne motvirke ulike typer likviditetssvingninger. Som beskrevet foran, kan dette både være forutsigbare svingninger som følger et sesongmønster, men også tilfeldige og uforutsette svingninger. I tillegg til svingninger som omfatter banksektoren samlet, må instrumentene også kunne møte uforutsette likviditetssvingninger i den enkelte bank.

I rentestyringen er det generelt viktig at rentene kan påvirkes på en forutsigelig måte. Med valutakursstabilitet som operativt mål for pengepolitikken, er det spesielt viktig at de kortsiktige rentene kan påvirkes raskt og med et bredt gjennomslag i hele pengemarkedet. For at disse kravene til rentestyringen best kan nås, er det vesentlig at aktiviteten i interbankmarkedet opprettholdes. Pengemarkedet vil videre kunne videreutvikles ved at Norges Bank i hovedsak bruker markedsbaserte kroneinstrumenter til inndragning og tilførsel av likviditet.

Norges Bank bør dessuten som hovedregel ha sikkerhet for sin likviditetstilførsel til bankene<sup>4</sup>.

### *Nærmere om de enkelte instrumentene*

De likviditetspolitiske instrumentene omfatter for det første de automatiske låne- og innskuddsordningene den enkelte bank har i Norges Bank<sup>5</sup>. Disse ordningene kan brukes på banke-

nes eget initiativ og skal i hovedsak ivareta den enkelte banks behov for å møte uforutsette svingninger i likviditeten. I de fleste tilfeller vil bankene søke å omfordele likviditeten seg imellom snarere enn å benytte disse ordningene. I siste instans ender imidlertid banksektorens samlede overskuddslikviditet opp som folioinnskudd i Norges Bank.

Dagslånsordningen, lån mot sikkerhet fra en dag til en annen, er en automatisk trekkordning som bankene kan benytte ved behov. Dagslånsrenten kan i prinsippet endres fra dag til dag, og oppfattes som et viktig rentesignal fra Norges Bank til aktørene i pengemarkedet. Begrensningene i bruken av dagslånsordningen er knyttet til dagslånsrammen og den sikkerheten hver enkelt bank har stilt. Bankene er pålagt å stille sikkerhet for dagslånene gjennom å deponere verdipapirer til fordel for Norges Bank.

De likviditetspolitiske instrumentene omfatter for det andre markedsoperasjonene<sup>6</sup>, som brukes av Norges Bank for å påvirke likviditeten direkte. Norges Bank benytter, eller kan benytte følgende instrumenter for dette formålet:

- Statssertifikater (i regi av Finansdepartementet)
- Gjenkjøpsavtaler
- Fastrentelån (F-lån)
- Fastrenteinnskudd (F-innskudd)
- Valutaswapper

Norges Bank tilfører likviditet hovedsakelig gjennom gjenkjøpsavtaler og F-lån. Inndragning av likviditet skjer hovedsakelig via F-innskudd. Statssertifikater benyttes for å trekke inn det strukturelle likviditetsoverskuddet, og er ikke et instrument som brukes for å påvirke de helt korte likviditetssvingningene. Valutaswapper brukes bare i særskilte tilfeller.

<sup>4</sup> Se artikkel i Penger og Kredittr nr. 4/1996 «Gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen» av Arne W. Eidshagen og Pål Winje.

<sup>5</sup> Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank er regulert i en egen forskrift hjemlet i lov om Norges Bank § 19 annet ledd og § 20. Se Norges Banks rundskriv nr. 3/17. juni 1997.

<sup>6</sup> Ikke alle disse instrumentene er markedsoperasjoner i snever forstand. Strengt tatt er markedsoperasjoner bare kjøp og salg av verdipapirer mv. Men både i Norge og internasjonalt bruker sentralbankene på eget initiativ ulike markedsbaserte instrumenter for samme formål.

Det strukturelle likviditetsoverskuddet som har oppstått de senere år, er i hovedsak blitt trukket inn ved utleggelse av statspapirer<sup>7</sup>. De regelmessige utleggelsene av statssertifikater har videre vært tilpasset forutsigelige og mer varige likviditetssvingninger gjennom året. Emisjoner av statssertifikater er også blitt brukt for å trekke inn likviditet som følge av Norges Banks valutaintervensjoner siste del av 1996 og første del av januar i år, og for å motvirke andre mer langvarige uforutsette likviditetssvingninger.

Med gjenkjøpsavtaler har Norges Bank fått et markedsbasert instrument for likviditetstilførsel med sikkerhet<sup>8</sup>. Instrumentet innebærer at bankene selger verdipapirer (statspapirer) til Norges Bank, samtidig som de forplikter seg til å kjøpe dem tilbake på et senere tidspunkt. En gjenkjøpsavtale innebærer at banksystemet blir tilført likviditet for en viss tid, og at Norges Bank gis statspapirer som sikkerhet for tilførselen. Instrumentet vil i hovedsak benyttes når en venter et lånebehov i en periode på over en uke. Renten som bankene må betale for disse lånene, vil kunne bli bestemt enten ved auksjon eller av Norges Bank. Norges Bank kan enten offentliggjøre totalt beløp på forhånd, eller avtalene kan legges ut til auksjon med åpent volum.

Store og uregelmessige svingninger over statens konto gjør det vanskelig å bruke likviditetsinstrumenter med standardisert utleggelse og løpetid, for eksempel en fast ukedag hver uke med en eller to ukers løpetid. For det meste benytter derfor Norges Bank F-lån og F-innskudd<sup>9</sup>, som kan anvendes på kort varsel og med kort løpetid.

Som regel legges F-lån og F-innskudd ut med åpent volum og renten bestemmes gjennom auksjon, men både volum og rente kan også fastsettes av Norges Bank på forhånd.

Norges Bank har nå vedtatt å gjøre F-innskuddene omsettelige mellom banker og dessuten åpne for at Norges Bank kan kjøpe dem tilbake før forfall. Med et slikt instrument kan trolig over-

skuddslikviditet trekkes inn med noe lenger løpetid enn i dag hvis det er ønskelig. F-innskudd vil imidlertid ha kortere løpetid enn statssertifikatene.

Markedsoperasjonene omfatter også valuta-transaksjoner som brukes direkte i likviditetsstyringen. Dette kan skje ved at Norges Bank kjøper eller selger valuta med avtale om at transaksjonen reverseres på et bestemt tidspunkt (valutaswap). En valutaswap vil ikke direkte påvirke valutakursen, siden termin- og spotdelen motvirker hverandre, men likviditetsvirkningen gir vanligvis renteeffekter. Dermed kan valutakursen indirekte bli påvirket.

## Likviditetsstyringssystemet i andre land

De fleste land innretter likviditetspolitikken med sikte på å påvirke det kortsiktige rentenivået i pengemarkedet, uavhengig av om de styrer mot et mellommål i pengepolitikken (fast valutakurs, pengemengde) eller direkte mot lav inflasjon. Styringsmålet i pengepolitikken har således liten betydning for hvordan de likviditetspolitiske instrumentene utformes og brukes. Historiske og institusjonelle forhold er viktigere, blant annet hvor utviklet pengemarkedene er, og graden av konsentrasjon i de finansielle markedene. Dessuten er det av betydning om statens konto ligger i eller utenfor sentralbanken. Ligger statens konto utenfor sentralbanken, vil det isolert sett redusere behovet for en omfattende og hyppig tilpassning av bankenes likviditet fra sentralbankens side. For eksempel har staten konto utenfor sentralbanken i Sverige og Finland, mens den ligger i sentralbanken i Danmark.

Selv om det i praksis er dagsrenten som styres løpende, er det ofte nivået på de noe lengre pengemarkedsrentene det fokuseres på. I den grad sentralbanken gir rentesignaler, er disse normalt knyttet til markedsoperasjoner, se nedenfor.

Beskrivelsen i det følgende tar utgangspunkt i instrumentinndelingen som ble brukt for Norge. I tillegg til automatiske låne- og innskuddsordninger og markedsoperasjoner, benyttes også reservekrav.

Rentene på de *automatiske ordningene* etablerer i mange land en rentekorridor for de øvrige pengemarkedsrentene, tilsvarende som for Norge. Dette gjelder blant annet Sverige, Finland, Tyskland og Belgia. Ordningene brukes i stadig

<sup>7</sup> Norges Bank er emisjonshus for statens utleggelse av obligasjoner og sertifikater i det innenlandske markedet. Hvert halvår publiseres det emisjonskalendere som viser tidspunktene for låneopptak mv.

<sup>8</sup> Norges Banks bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen er hjemlet i lov om Norges Bank § 21. Retningslinjer for Norges Banks gjenkjøpsavtaler er gitt i Norges Banks rundskriv nr. 6/31. oktober 1996. Se også fotnote 4.

<sup>9</sup> Se fotnote 8.

mindre omfang for å tilføre og trekke inn likviditet, men er viktige som grunnlag for betalingsoppgjøret mellom bankene i sentralbanken, på samme måte som i Norge.

*Markedsoperasjoner* blir stadig viktigere i rente- og likviditetsstyringen. Mange land, blant annet Sverige, Danmark og Tyskland, har etablert standardiserte opplegg for bruken av dem. Gjenkjøpsavtaler er utbredt som instrument for tilførsel av likviditet, mens det er vanlig å bruke sentralbankpapirer eller korte statspapirer for å inndra likviditet.

*Reservekrav* brukes for eksempel i Tyskland, USA, Frankrike, Finland og Nederland. Kravet pålegger bankene å holde et visst beløp, som regel beregnet på grunnlag av bankenes innskudd fra kunder, som innskudd i sentralbanken. Reservekravet kan sikre en stabil etterspørsel etter reserver i sentralbanken. Reservekravet er også en inntektskilde for sentralbankene. Der som reservekrav kan oppfylles på gjennomsnittsbasis, kan det dessuten bidra til å redusere hyppig instrumentbruk og dempe rentefluktasjonene. Dette skyldes at bankene kan underoppfylle reservekravet når likviditeten er knapp, og overoppfylle kravet når likviditeten er rommelig. På slutten av oppfyllelsesperioden for reservekravet kan imidlertid rentefluktasjonene bli store, fordi alle bankene da søker akkurat å tilpasse seg en gjennomsnittlig oppfyllelse.

Vanligvis er reservekravet uforrentet og påfører dermed bankene en kostnad. Når konkurransen nasjonalt og internasjonalt har økt, har slike krav på enkelte typer finansinstitusjoner etter hvert utgjort en stadig større ulempe i form av effektivitetstap og andre reguleringskostnader. Sammen med en tendens til økt bruk av markedsbaserte instrumenter, har dette ført til at reservekravet er blitt redusert i mange land.

En del land har avskaffet reservekravet helt. Dette gjelder for eksempel Sverige, Storbritannia, Belgia, Canada og New Zealand. Danmark har heller ikke reservekrav. Disse landene har økt bruken av finstyringsinstrumenter eller indirekte akseptert noe større fluktuasjon i de helt korte pengemarkedsrentene.

Det fremtidige likviditetsstyringssystemet i ØMU har vært utredet av European Monetary Institute (EMI). I en rapport som ble lagt fram i januar 1997, presenterte EMI hovedtrekkene ved dette systemet<sup>10</sup>. Det legges opp til at Den europeiske sentralbanken skal bruke instrumen-

ter i likviditetspolitikken som i stor grad bygger på fellestrekkene skissert ovenfor. En marginal låne- og innskuddsordning vil fylle de samme funksjoner som Norges Banks dagslåns- og folioinnskuddsordning. Rentene på disse stående fasilitetene vil henholdsvis danne tak og gulv for de kortsiktige pengemarkedsrentene.

Bankene vil trolig bli styrt fra en permanent låneposisjon. Tilførsel av likviditet vil hovedsakelig skje gjennom gjenkjøpsavtaler der rente og/eller volum fastsettes ved auksjon. Transaksjoner i verdipapirer med kort løpetid og valuta-swapper vil også kunne brukes i likviditetsstyringen. Ved behov vil inndragning av likviditet skje gjennom utstedelse av sentralbankpapirer eller innskudd i sentralbankene.

Et moderat, gjennomsnittlig reservekrav kan blant annet bidra til å jevne ut uventede svingninger i likviditeten. Den endelig beslutning om et slikt krav skal brukes, vil imidlertid først fattes av Den europeiske sentralbanken når den blir etablert.

## Referanser

Norges Banks skriftserie nr. 23 (1995). *Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk*

Norges Bank (1994). *Pengemarkedets likviditet. Analysetabeller og prognoser*

Bank for International Settlements (1997) *Implementation and tactics of monetary policy* Conference papers vol.3 March 1997

Gordon H. Sellon, Jr and Stuart E. Weiner (1996) *Monetary policy without reserve requirements: Analytical issues* Economic Review • Fourth Quarter. Federal Reserve of Kansas City.

<sup>10</sup> European Monetary Institute (January 1997). *The single monetary policy in stage three. Specification of the operational framework*

# DET NORSKE OPPGJØRSSYSTEMET FOR VERDIPAPIRHANDEL

*Dag-Inge Flatraaker, ass. dir. i Bankavdelingen, og Geir Bruflot, konsulent i Avd. for finansielle instrumenter og betalingsystemer i Norges Bank<sup>1</sup>*

Artikkelen beskriver det norske oppgjørssystemet for verdipapirer og omtaler gjennomførte og planlagte tiltak for å effektivisere og sikre det. Verdipapirhandel har viktige samfunnsmessige funksjoner fordi den bidrar til sparing, finansiering og allokering av risiko. Det er viktig at oppgjør skjer på en tilfredsstillende måte slik at aktørene har tillit til at verdipapirer og penger byttes som forutsatt, med ytelse mot ytelse.

Pengedelen av verdipapiroppgjørene mellom verdipapirforetak og banker skjer i dag i all hovedsak i Norges Bank. Norges Bank har rettet mye oppmerksomhet mot risikoforhold og effektivitet i verdipapiroppgjørene i Norge. Dette arbeidet bygger på et nært samarbeid med Verdipapirsentralen og følger internasjonale utviklingstrekk og anbefalinger. Det norske oppgjørssystemet for verdipapirer tilfredsstiller de krav som stilles internasjonalt, blant annet anbefalingene fra Bank for International Settlements. Det er imidlertid fortsatt mulig å forbedre det norske systemet, og det vil bli fulgt opp i samarbeid med berørte aktører.

## Innledning

Finans- og verdipapirmarkedene har de senere år vært kjennetegnet av økte volumer, rask teknologisk utvikling og tiltakende avhengighet mellom nasjonale og internasjonale markeder. Det har også vært perioder med markedsuro og episoder med forstyrrelser i finansinstitusjoner, og derfor har myndighetene rettet oppmerksomheten mot tiltak for å synliggjøre og redusere risiko og for å trygge stabiliteten i verdipapirmarkedene og i betalingsoppgjørene.

I kjølvannet av enkelte internasjonale kriseepisoder har markedsaktører og myndigheter utredet risikoforhold ved verdipapirhandel og -oppgjør. Det norske arbeidet har tatt utgangspunkt i internasjonalt utredningsarbeid, i første rekke fra Bank for International Settlements (BIS). Sentrale arbeider er BIS-rapportene «Delivery versus Payment» fra 1992 og «Cross-Border Securities Settlement» fra 1995, som en forsøker å følge i det norske verdipapiroppgjørssystemet (VPO-systemet). Lamfalussy-rapporten fra BIS (fra november 1990) gir enkelte viktige anbefalinger for avregningssystemer (nettingsystemer), og blant disse er at «den finansielle risiko som er forbundet med ulike avregningssystemer, skal være kjent og forstått av hver enkelt deltaker».

Andre viktige internasjonale anbefalinger er gjennomføring av prinsippene om rullerende oppgjør hver tredje virkedag etter handelsdag

(T+3), om levering mot betaling (DVP) og om «same-day funds», dvs. at penger og verdipapirer blir gjort tilgjengelig og kan anvendes på selve oppgjørsdagen.

Det norske VPO-systemet oppfylder i hovedsak alle disse målene, men sikkerheten og effektiviteten kan fortsatt økes. Dette følges opp av Norges Bank i samarbeid med Verdipapirsentralen (VPS) og de ulike markedsaktørene.

## Kort beskrivelse av verdipapiroppgjøret i Norge

Dagens VPO-system ble satt i drift i 1985/86 da et nasjonalt verdipapirregister ble opprettet gjennom VPS-systemet<sup>2</sup>. Det var da et ønske om at Norges Bank, som nøytral part, skulle forestå betalingsoppgjør mellom meglerforetak. Det ble blant annet lagt vekt på at innsynsmuligheten oppgjørsfunksjonen ville innebære, ikke burde gis til en privat bank. En privat oppgjørskbank kunne dessuten fått en konkurransefordel, ved at meglere i større grad ville benytte denne som sin bankforbindelse generelt. Det ble også vurdert å legge oppgjøret via bankenes felles avregningsentral (BBS), men det ble ansett mer komplisert

<sup>1</sup> Artikkelen bygger på arbeid gjort i Norges Bank og Verdipapirsentralen hver for seg og i samarbeid. Forfatterne takker Verdipapirsentralen og representantene i samarbeidet for nyttige bidrag.

<sup>2</sup> Regulert ved lov om Verdipapirsentral av 14. juni 1985 nr. 62.

enn et direkte oppgjør i Norges Bank. I tillegg ble det lagt vekt på at sentralbanken gjennomførte betalingsoppgjøret mellom meglerforetak i Danmark. Det norske verdipapirsystemet ble i stor grad bygget på den danske modellen.

Verdipapiroppgjøret i Norges Bank ble opprinnelig tilrettelagt som et nullsum-oppgjør mellom meglerforetak, med utligning av posisjonene via bankenes konti i Norges Bank. I november 1992 ble oppgjøret utvidet ved at investorer fikk mulighet til å få utført leverings- og betalingsoppgjør gjennom forvalterbank, dvs. bank som ble kontofører i VPS og deltaker i verdipapiroppgjøret i Norges Bank. Deltakerkretsen i dagens VPS-oppgjør i Norges Bank er således todelt, hhv. verdipapirforetak (inkludert bankers meglervirksomhet) og forvalterbanker. VPS-oppgjøret gjennomføres på basis av to grupper individuelle, men standardiserte avtaler:

- A. Mellom Norges Bank og meglerforetak, dvs. foretak som må stille bankgaranti.
- B. Mellom Norges Bank og banker, enten som verdipapirforetak eller forvalterbanker.

Deltakerne i verdipapiroppgjøret i Norges Bank er også kontoførere i VPS.

Det norske VPO-systemet er beskrevet i ramme 1 og kan illustreres som i figur 1.

Verdipapiromsætningen gjennom VPS var i 1996 ca. 2 800 milliarder kroner. Drøyt 80 prosent av dette genererer et tilordnet betalingsoppgjør i Norges Bank. Resten er handel og andre transaksjoner som gjøres opp på annen måte etter avtale mellom partene. Leveringene i VPO-systemet underlegges en multilateral avregning som reduserer deltakernes betalingsforpliktelser i oppgjøret i Norges Bank. Multilateral avregning er en regneoperasjon som avregningssentralen utfører i to steg. Først summeres hver enkelt deltakers kjøp og salg mot hver av de øvrige deltakerne, slik at bilateral netto pengeposisjon mot hver av de øvrige deltakerne fremkommer. Dernest summeres dette til multilaterale netto pengeposisjoner som viser den enkelte deltakers posisjon mot systemet, dvs. samlet netto skyldnad eller tilgodehavende mot de øvrige deltakere i systemet. Den totale omsætningen i verdipapiroppgjøret i Norges Bank utgjorde i 1996 ca. 530 milliarder kroner.

I dagens VPO-system gjennomføres ett daglig

### Ramme 1:

#### Nærmere om VPO-systemet og det grunnleggende DVP-prinsippet

Et VPO-system defineres som et overføringssystem for verdipapirer med tilhørende betaling, med klart definerte oppgjørsfunksjoner både på leverings- og betalingssiden. Slikt oppgjør kan skje på brutto- eller nettobasis.

Det norske overføringssystemet er et «dematerialisert» (dvs. papirløst) system basert på sentralisert registrering av fondsaktiver i VPS, og hvor betalingsoppgjøret skjer på nettobasis i Norges Bank, på grunnlag av en forutgående multilateral avregning i VPS. Det norske VPO-systemet er i tillegg karakterisert ved at levering og betaling oppgjørsdeltakerne imellom er knyttet sammen gjennom en såkalt DVP-funksjonalitet.

DVP er forkortelse for «Delivery Versus Payment», eller «levering mot betaling», og innebærer at levering skjer hvis, og bare hvis, betaling mellom deltakerne har funnet sted.

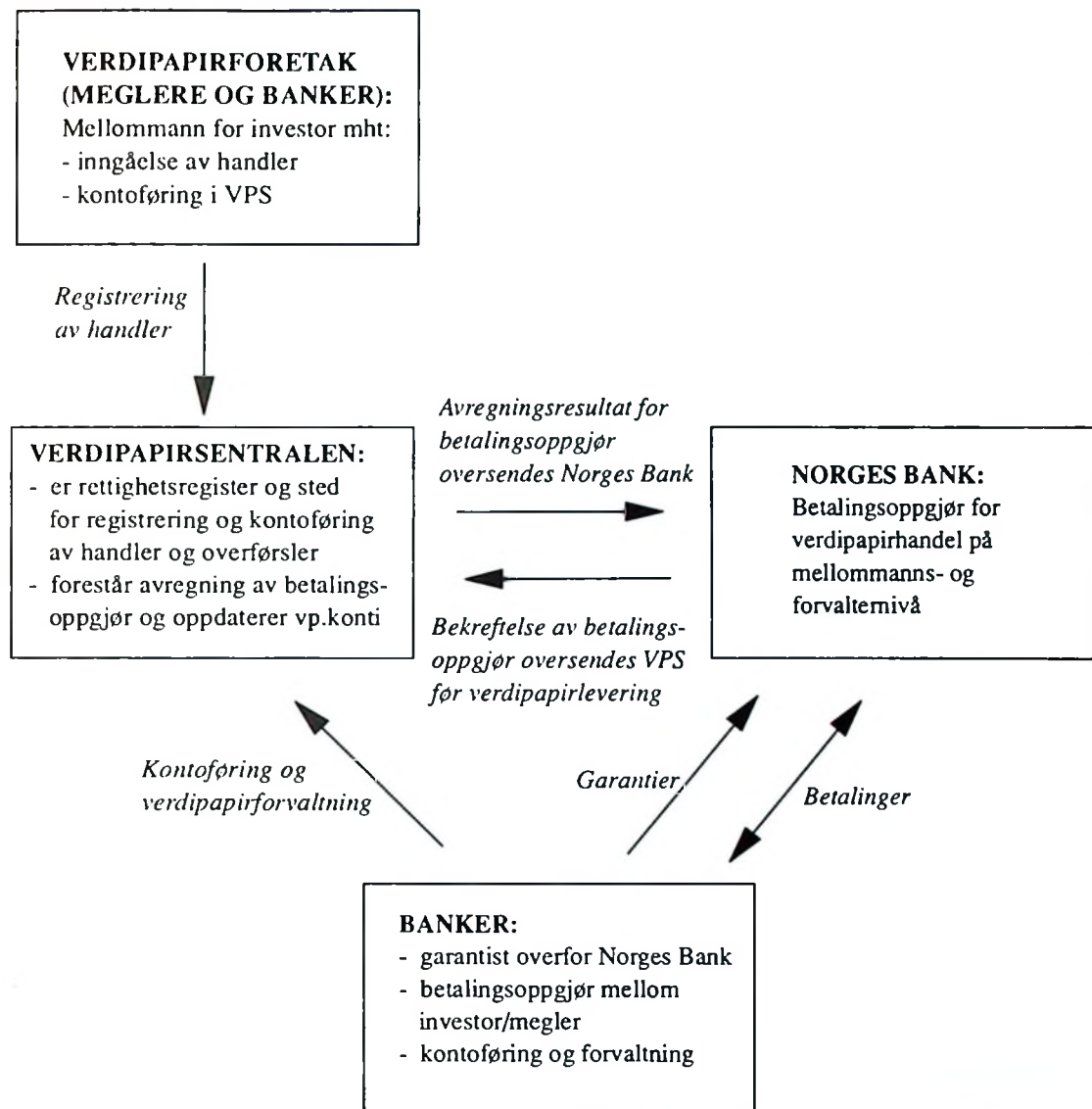
VPO-systemet er videre karakterisert ved at investorene kan benytte to hovedrutiner ved gjennomføring av en verdipapirtransaksjon:

- A. Handel med megler som mellommann.
- B. Direkte overføring via banker som kontoførere og forvaltere.

Ut fra disse hovedrutiner genereres et betalingsoppgjør og et leveringsoppgjør. Det eksisterer også andre rutiner for rettighetsovergang for verdipapirer i VPS-systemet, herunder for eksempel konto-til-konto-transaksjoner. Slike andre rutiner kjennetegnes imidlertid ved at transaksjonene ikke genererer betalingsoppgjør i VPO-systemet, men kan i prinsippet generere et betalingsoppgjør utenom verdipapiroppgjøret i Norges Bank.



Figur 1. Skisse over VPO-systemet og dets aktører.



pengeoppgjør i Norges Bank og et tilordnet verdipapiroppgjør i VPS samme dag. Normal handels- og oppgjørperiode er på fire dager for aksjer og obligasjoner og tre dager for sertifikater. Kaller en den dagen en verdipapirhandel meldes inn i VPS systemet, for dag T («trading day»), så vil altså aksje- og obligasjonshandler normalt være ferdig oppgjort på dag T+3, og tilsvarende for sertifikathandler på dag T+2. En har full anledning til å inngå avtale om en kortere eller lengre oppgjørperiode, men oppgjør på dag T+3 er det vanlige. Ofte tas det utgangspunkt i oppgjør dagen S («settlement day»), for så å benevne handelsdag som dag S-3. Rettighetsovergangen av verdipapirer skjer normalt ved at papirer flyttes fra selgers konto til kjøpers

konto i VPS. Det er således lav forvaringsrisiko («custody risk») i det norske VPO-systemet i forhold til mange andre land der eierregistreringer foretas på mellommanns- eller forvalternivå.

Kjøper og selger i en handel kjenner normalt ikke til hverandre. Hver av partene forholder seg til sin megler, eventuelt også forvalterbank. Avtalte handler og overførsler meldes inn i VPS-systemet og føres løpende etter dato og klokkeslett i «daglig journal». Alle handler som skal ha oppgjør på dag S, «hentes ned» fra daglig journal og tas til dekningskontroll om kvelden på dag S-1 (etter kl. 19.00). Her kontrolleres dekning på leveringssiden ved å undersøke om alle handler er bekreftet av motpartens megler og at verdipa-

pirene faktisk er registrert på selgende investors konto. Når dekningskontrollen er i orden, låser VPS beholdningene på selgeres konti til pengeoppkjøret i Norges Bank er utført neste dag.

Betalingsoppkjøret mellom meglerforetak og forvalterbanker gjennomføres i Norges Bank om morgenen på dag S for kl. 10.30. Posisjonene til deltakerne utlignes via bankenes foliokonti i Norges Bank. Meglerforetak må sørge for en bankgaranti som gir Norges Bank en trekkad-

gang på garantibankens konto i sentralbanken. Bunngaranti er en slik trekkrettighet som gjelder for hvert enkelt oppgjør og som stilles permanent overfor Norges Bank. Dersom et meglerforetaks debetposisjon vil overstige den stillede bunngarantien, skal tilleggsgaranti stilles innen dagen før oppgjørsdag kl. 15.00. Ved for sent stillede garantier går oppkjøret i «gult lys», dvs. at oppkjøret må vente inntil dekning foreligger. Dersom et meglerforetak ikke har tilstrekkelig

## **Ramme 2:**

### **Nærmere om handelsforløpet i det norske VPO-systemet**

#### **T: Handelsdag**

Kontoføreme<sup>3</sup> legger inn handler og bekreftelser i VPS-systemet.

#### **T+1: Første mellomliggende dag**

Bekreftelser som ikke er lagt inn på handelsdag, samt frigelser (av verdipapirer ved salg) og korreksjoner legges inn av kontoførere.

#### **T+2: Andre mellomliggende dag**

Bekreftelser som ikke er lagt inn på handelsdag eller T+1, samt frigelser (av verdipapirer ved salg) og korreksjoner legges inn av kontoførere.

Dersom en megler vil få større debetposisjon enn bunngarantien dekker, skal megler i henhold til avtalen med Norges Bank via sin bank stille tilleggsgaranti overfor Norges Bank. Tilleggsgarantien skal være stilt senest kl. 15.00 dagen før oppgjørsdag.

VPS-systemet stenger kl. 19.00, dvs. fristen for innlegging av bekreftelser, frigelser og korreksjoner går da ut. Handler dekningskontrolleres og papirene «låses» i VPS. VPS regner ut meglerforetakenes og forvalterbankenes multilaterale netto posisjoner i VPS-pengeoppkjøret i Norges Bank. Data over nettoposisjoner i forhold til registrerte garantier (bunngaranti pluss eventuell tilleggsgaranti) oversendes fra VPS til Norges Bank.

#### **T+3: Oppgjørsdag**

Dersom tilstrekkelige garantier foreligger, kjøres pengeoppkjøret om morgenen. Meldinger om at oppkjøret i Norges Bank er i orden blir da normalt sendt ut mellom kl. 8.30 og kl. 9.00. Dette medfører at bokføring og overføring av nettoposisjoner/betalinger mellom deltakerne kan begynne i Norges Bank, og at forvalterbankene kan iverksette betalinger til sine kunder.

«Gult lys» inntreffer dersom tilstrekkelige garantier fra meglers bank ikke er på plass i Norges Bank fra dagen før. Manglende garanti gebyrlegges. Fortsatt «gult lys» kl. 9.30 innebærer at VPS utfører en analyse av vedkommende foretak og at det påløper et analysegebyr. Gjentatte overtredelser av fristen medfører innkalling til Kredittilsynet, som vil vurdere foretakets evne til å innfri sine forpliktelser. Foretaket vil dernest kunne bli suspendert eller fratatt retten til videre deltakelse i oppkjøret i Norges Bank.

«Rødt lys» vil inntreffe kl. 10.30 dersom garanti/betaling ikke er på plass for en eller flere deltakere. Det vil innebære at Norges Bank avviser avregningen fra VPS, som må fremskaffe et nytt avregningsresultat der alle deltakere er innenfor garantier/trekkadgang. Så langt har ikke VPS-pengeoppkjøret i Norges Bank gått i «rødt lys».

Verdipapirene overføres fra selger til kjøper i VPS om kvelden (kl. 19.00).

<sup>3</sup> Det vil som regel si fondsmeglerforetak og forvalterbanker. Verdipapirsentralloven (vpsl.) § 3-1 regulerer hvilke institusjoner som kan være kontofører i VPS-systemet.

garanti ved den endelige fristen kl. 10.30 på oppgjørsdag, vil oppgjøret gå i «rødt lys» og bli avvist. «Rødt lys» har hittil ikke inntruffet.

All oppdatering av verdipapirkonti i VPS skjer først om kvelden (kl. 19.00) på oppgjørsdagen, men verdipapirene er tilgjengelige for kjøper samme dag. I noen tilfeller vil kjøpende megler og kjøper kunne ha avtalt at verdipapirene ikke overføres til kjøper på oppgjørsdagen, men først på et senere tidspunkt.

Disse oppgjør rutinene sikrer levering mot betaling (DVP) - riktignok ikke ved at levering av verdipapir og oppgjøret i penger skjer samtidig, men ved at posisjoner låses i systemet inntil både betaling og levering finner sted.

Handelsforløpet i VPO dekker transaksjonsrekkefølgen fra initiering av handelsordrer for kjøper/selger, og fram til handelen er gjort opp og verdipapirene er mottatt hos kjøper. I mellomtiden skjer både en dekningskontroll i VPS og et betalingsoppgjør mellom meglere/forvaltere i Norges Bank. For en nærmere beskrivelse av handelsforløpet vises til ramme 2.

## Markedsdisiplin og risiko i det norske VPO-systemet

En potensiell risikokilde i dagens verdipapir oppgjør er faren for forsinkelse eller stans, betegnet ved såkalt gult og rødt lys i Norges Bank. Utilstrekkelige garantier vil føre til at oppgjøret i Norges Bank må avvises. Det kan føre til at opp-

gjørproblemer hos én aktør smitter over til andre. Med de store beløp som handel i verdipapirer innbefatter, vil stans og smitte kunne true den finansielle stabiliteten. Norges Bank ønsker derfor å synliggjøre partenes risiko bedre, og har lagt vekt på tiltak som kan bidra til å øke aktørenes «gjennomføringsevne» i verdipapir oppgjøret.

I VPO-systemet har det vært manglende disiplin fra deltakere i forhold til fastlagte prosedyrer og krav. Det kan illustreres ved å se på når bekræftelser meldes inn til VPS. Dette ble undersøkt i april og mai 1996. Figur 2a og 2b viser fordelingen mellom de ulike dager for aktørene samlet.

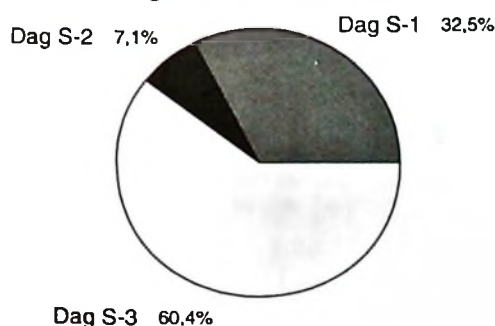
Det viste seg altså at en betydelig andel av bekræftelsene, både med hensyn til antall og verdi, ble meldt inn på et relativt sent tidspunkt. Dette gjelder særlig for transaksjoner mellom megler og forvalter samt transaksjoner mellom forvaltere. Ifølge markedsaktører skyldes dette sent mottatte instruksjoner og lite tilpassede kommunikasjonsrutiner mellom utenlandsk bank/megler og vedkommendes kunde.

Manglende markedsdisiplin og gjennomføringsevne i det norske VPO-systemet illustreres også av hvor stor andel av handlene som faller (utgår) fordi selgeren ikke har dekning med tilstrekkelig beholdning av verdipapirer. Tabell 1 gir tall fra VPS for månedene april og mai 1996 over prosentandelen av handler som manglet dekning (målt ut fra antall handler).

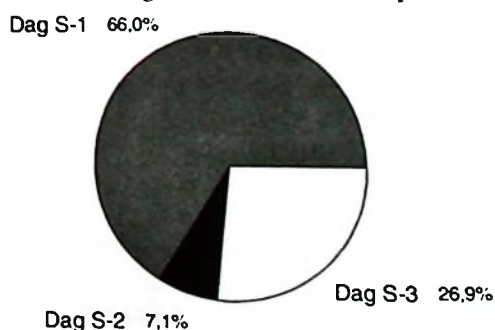
Tabell 1. Andel av handler uten dekning i verdipapirbeholdning hos selgeren i forhold til totalt antall. (April og mai 1996.)

	Megler/megler	Megler/forvalter	Forvalter/forvalter
Obligasjoner og sertifikater	2,3%	1,3%	2,7%
Aksjer og grunnfondsbevis	11,4%	6,0%	11,8%

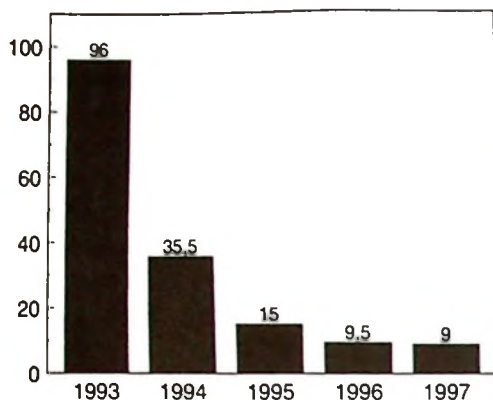
Figur 2a. Innmelding av bekræftelser i VPS-systemet. Fordeling etter antall handler



Figur 2b. Innmelding av bekræftelser i VPS-systemet. Fordeling etter handlenes beløp



Figur 3. Antall «gule lys» i verdipapiroppkjøret i Norges Bank pr. måned (april og mai)



En relativt stor andel av handlene i aksjer og grunnfondsbevis faller i dekningskontrollen i VPS. De daglige handlene i obligasjoner og sertifikater involverer typisk ti ganger så store beløp som aksjer og grunnfondsbevis. For disse papirene kan det derfor skapes pengeforstyrrelser selv om andelen falte handler er liten. Handler som mangler papirdekning, endrer de faktiske pengeposisjoner fra de forventede og kan forårsake gule og eventuelt også røde lys i Norges Bank.

Etter utvidelsen av oppkjøret høsten 1992 fulgte en periode med mange gule lys som skyldtes manglende overholdelse av krav og frister for garantiene overfor Norges Bank. Det ble det iverksatt tiltak mot. Fra 1993/94 ble kravet til bunngarantier økt for flere meglerforetak. Fra 1. april 1996 ble forsinkelsesgebyrer ved for sent stilte tilleggsgarantier økt betydelig. I figur 3 gis en oversikt over utviklingen i «gule lys» i månedene april og mai fra 1993 til 1997. De markedsdisiplinerende tiltakene har hatt den tilsiktede effekten slik at problemet med gule lys er betydelig redusert. Imidlertid gjenstår faren for «rødt lys», dvs. faren for at et meglerforetak i en gitt situasjon ikke kan fremskaffe tilstrekkelig garantier på oppgjørsdag, og at Norges Bank derfor må avvise oppkjøret.

Det er foretatt en analyse av oppgjørsrisikoen i VPO-systemet som omfatter usikkerhet fra handel inngås til den er gjort opp med levering av papirer mot betaling. En generell beskrivelse av de ulike risikofaktorene er gitt i BIS-rapporten «Delivery versus Payment». For det norske VPO-systemet anses den viktigste risikoen å være stans på grunn av et meglerforetaks manglende pengedekning. Det skaper usikkerhet om lik-

viditeten i reverseringen som vil måtte følge. Manglende evne eller vilje til å innfri sine betalingsforpliktelser kan ha skadelig smittevirkning og vil således utgjøre en potensiell systemrisiko. Ramme 3 gir en oversikt over ulike risikoer i dagens VPO-system.

### Tiltak for økt effektivitet og redusert risiko

Norges Bank har i samarbeid med Verdipapirsentralen utredet tiltak som kan effektivisere og sikre oppgjørsfunksjonene på leverings- og betalingssiden i VPO-systemet.

Den mest umiddelbare kilde til systemrisiko er faren for forsinkelse eller stans i oppkjøret ved gult eller rødt lys i Norges Bank. Konsekvensen er at oppkjøret må avvises og reverseres, og oppgjørsproblemer kan smitte mellom aktører. Siden beløpene i verdipapirhandelen er store, innebærer stans i oppkjøret en systemrisiko.

For å unngå faren for «rødt lys» vurderes en modell for utvidet og hyppigere dekningskontroll som vil sikre at meglerforetak både har papir- og pengedekning før avregningen i VPS sendes til oppgjør. I dag sluttkontrolleres bare papirsiden før avregningen sendes Norges Bank. Modellen vil også gi deltakerne bedret oversikt, blant annet gjennom løpende statusinformasjon om innmeldte handler. Modellen er skissert i ramme 4.

Dette systemet har den funksjonelle egenskapen at handler som ligger i kø, vil slippes videre i systemet dersom kjøp eller verdipapirlån gir papirdekning. Handler som avventer pengedekning, vil kunne slippe videre dersom deltakeren får redusert sin netto debetposisjon ved at andre salg slipper gjennom eller dersom garantirammen økes tilstrekkelig til at det oppnås pengemessig dekning. Modellen vil eliminere faren for gult og eventuelt rødt lys i verdipapiroppkjøret i Norges Bank, ettersom pengedekning vil være avklart før avregningen kommer til oppgjør i Norges Bank. Modellen vil danne et godt grunnlag for mer fleksible og hyppigere oppgjør enn i dag.

Det arbeides også med såkalt realtidspant som skal legge forholdene bedre til rette for sikkerhetsstillelse for oppgjørsforpliktelser. Det innebærer rettsvern samme dag som registrering foretas i VPS-systemet. Dette vil kreve lovendring. I tillegg til å bedre effektiviteten i verdipapiropp-

### Ramme 3: Oppgjørslisiko i det norske VPO-systemet

#### Risikofaktor

**Kredittrisiko** er risikoen for tap tilsvarende den fulle verdi av en transaksjon. Er tilstede dersom en oppgjørsdeltaker ikke er sikret motytelse etter selv å ha innfridd sin del av kontrakten. Denne risiko vil generelt inntreffe på det tidspunkt handelen gjøres opp, dvs. på oppgjørsdag. Kredittrisikoen reduseres vanligvis gjennom å etablere såkalte DVP-mekanismer.

**Markedsrisiko** er risikoen for at en deltaker påføres tap knyttet til en uoppgjort handelskontrakt når denne, for eksempel på grunn av konkurs eller mislighold, ikke blir noe av. Er begrenset til å utgjøre tap tilsvarende verdien av en prisendring på det aktuelle verdipapiret. Markedsrisikoen øker med prisvolatiliteten i verdipapiret, lengden av oppgjørperioden og likviditeten i markedet.

**Likviditetsrisiko** vil si at en deltaker ikke innfrir sine forpliktelser helt og fullt etter avtale, men først innfrir sine forpliktelser på et uspesifisert tidspunkt senere. Inntreffer for eksempel som følge av feil vedrørende transaksjoner mellom partene. Det legges til grunn at parten(e) ikke er insolvent(e) og at oppgjør kan skje på et senere tidspunkt. Likviditetsrisiko kan både være relatert til verdipapirsiden og til betalingssiden.

**Forvaringsrisiko** er faren for tap på grunn av insolvens, mislighold e.l. hos den som oppbevarer verdipapirer eller penger på vegne av andre. Kontoføring på kunde-/investornivå er som regel den beste måte å begrense denne risiko.

**Juridisk risiko** er risikoen for tap på grunn av uklarhet eller usikkerhet om rettslige forhold knyttet til et oppgjørssystem. Det kan skyldes uklarhet om anvendelse av lov eller regulering, eller at det juridiske grunnlaget for systemet ikke er tilstrekkelig avklart. Internasjonale forskjeller i rettslig regulering/oppfatninger kan også gi opphav til risiko. Dette gjelder særlig for grensekryssende handel.

**Systemrisiko** er faren for at finansielle problemer skal smitte over på andre aktører. Oppgjøret kan låse seg fast eller måtte utsettes og kan dessuten smitte via betalingssystemene til andre aktører og markeder og over landegrensene. Systemrisiko kan skape betydelige skadeeffekter og svekke tilliten til verdipapirmarkedet og oppgjørssystemet. Det er i første rekke kredittrisiko, likviditetsrisiko og juridisk risiko som kan gi opphav til systemrisiko.

#### Status og kommentar

Anses å være lav.

DVP-mekanisme foreligger ved «låsing» av papirer i VPS inntil pengeoppgjøret er utført. Det gir trygghet for at levering gjennomføres hvis, og bare hvis, betaling har funnet sted.

Anses å være lav

Volatiliteten er generelt lav i en oppgjørperiode på 4 dager, men kan imidlertid være høy i «uværperioder». Handler som faller, kan medføre slike tap.

Synes å være til stede.

Falte handler vil bidra til uforutsette endringer både i leverings- og betalingsoppgjør. Likviditetsrisiko vil kunne forekomme ved forsinket/utlilstrekkelig garantistillelse.

Anses å være lav.

VPS-konti føres på kunde-/investornivå. Risikoen er større i systemer der rettighetsregistrering foretas på kontoføremivå.

Synes å være til stede.

Lovregulering synes ikke tilstrekkelig tilpasset oppgjørfunksjonen i VPO. Det er dessuten uklarhet om rettsvernsreglene. Usikkerheten kan reduseres ved lovregulering.

Vil kunne være til stede under kriseepisoder.

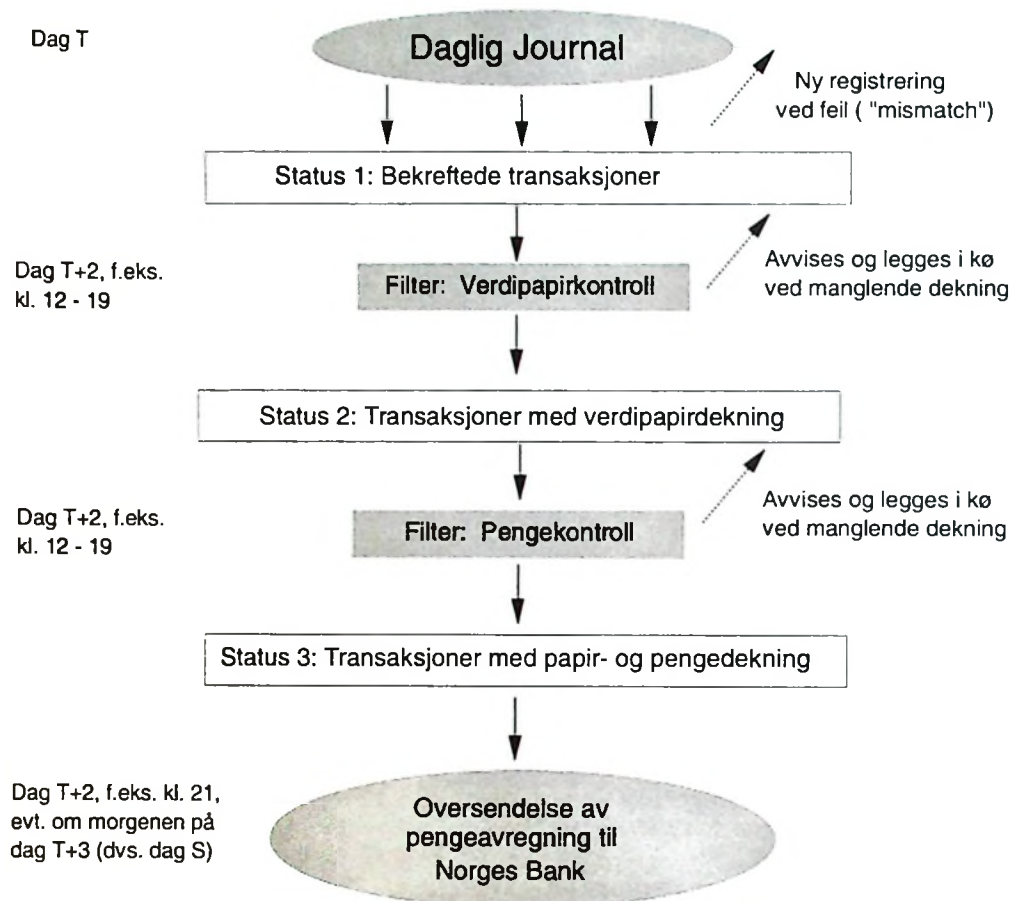
Faren for gult og rødt lys i dagens VPO gir usikkerhet om reversering. Falte handler og manglende pengedekning kan gi smitte fra en aktør til andre. Disse forhold følges opp. Ny modell for dekningskontroll i VPS vurderes implementert.

## Ramme 4:

### Ny modell for dekningskontroll i VPS

Figuren viser de ulike faser i oppgjørssyklusen.

**Tidstabell**  
(eksempelvis)



**Fase 1:** På handelsdag ordnes kjøps- og salgstransaksjoner fortløpende med tidsangivelser i daglig journal. I den avleses bekreftede overførslar, enten fortløpende eller i grupper på bestemte tidspunkter. Transaksjoner som har perfekt samsvar mellom selgers og kjøpers innmelding, gis status 1 og kan fortsatt kanselleres. Handlene må demest passere en port eller et filter, som består i at det kontrolleres om selger har dekning med tilstrekkelig beholdning av de aktuelle verdipapirer.

**Fase 2:** Handler med papirdekning gis status 2, mens de øvrige avvises og forblir i kø (med status 1). Handlene med status 2 «låses» og kan deretter ikke endres. De kontrolleres for pengedekning, dvs. at det sjekkes at det er tilstrekkelige garantier for gjennomføring av handlene. Kontrollen er enten fortløpende eller i samme grupper som i verdipapirkontrollen i fase 1.

**Fase 3:** Handler med pengedekning gis status 3, mens de øvrige avvises og forblir i kø (med status 2). Handler med status 3 er klare for oppgjør i Norges Bank og er sikret gjennomføring. Handler som mangler tilstrekkelig garanti på dag S-1, vil bli liggende i kø til neste oppgjør.

gjøret vil tiltaket redusere kredittrisiko i betalingsoppgjørene generelt, fordi bankene får mer fleksible muligheter for å stille sikkerheter overfor Norges Bank.

Denne mulige fremtidsmodell vil åpne for å implementere tre integrerte rutiner i oppgjørssystemet:

- a) Ordinær nettorutine der handlene normalt gjøres opp med endelig virkning på avtalt oppgjørsdag fram i tid.
- b) Hurtig nettorutine der handlene gjøres opp med endelig virkning på handelsdag.
- c) Brutto oppgjørssystem der handlene gjøres opp enkeltvis med endelig virkning løpende gjennom dagen og med fleksibel/valgfri oppgjørssyklus.

Om og eventuelt når disse endringer skal innføres, vil bli vurdert i samarbeid med VPS og markedsaktørene.

Tiltak som brutto oppgjørssystem, oppgjør samme dag som handelsdag og realtidspant vil kreve endringer i verdipapirsentralloven. Norges Bank har i brev til Finansdepartementet av 21. mai 1997 påpekt at det foreligger behov for en gjennomgang av denne loven.

Verdipapirsentralen og Norges Bank har også utredet behovet for andre forbedringstiltak i oppgjørssystemet, herunder:

- sikring og presisering av det rettslige grunnlaget for verdipapiroppgjørssystemet
- etablering av låneordning for verdipapirer for å sikre gjennomføringsevne for innmeldte handler
- mulighet for dellevering av verdipapirer ved manglende dekning på papirsiden

- utforming av bedre innmeldings- og informasjonrutiner for kontoførere i VPS

## Avslutning

Inntil nå har mye av arbeidet omkring risikoforhold og effektivitet i VPO blitt utført i regi av Norges Bank og Verdipapirsentralen. I tiden som kommer, vil markedsaktørene i større grad bli involvert. Norges Bank vil i samråd med brukergruppene også søke å klargjøre mulige alternative innretninger av oppjøret. Det videre arbeid vil bidra til at verdipapirforetak og banker bedre kan håndtere sin virksomhet i relasjonen med sine kunder. De vil da også kunne kontrollere sin risiko og se denne i sammenheng med de tjenester som tilbys. Norges Bank vil på sin side ikke påta seg risiko av forretningsmessig karakter.

Norges Bank er opptatt av at risikoen forbundet med avregnings- og oppgjørssystemer skal være kjent og forstått av den enkelte deltaker og at systemrisiko blir så lav som mulig. Gjennom et robust avregnings- og oppgjørssystem vil risiko av mer grunnleggende eller kollektiv karakter, dvs. den som kan skade markedets anseelse eller uskyldige tredjeparter i oppjøret, kunne reduseres vesentlig. Det norske oppgjørssystemet har i så måte fungert tilfredsstillende hitti. Konkurs hos en enkelt deltaker og markedsmessig eller teknisk svikt vil imidlertid kunne oppstå uten forvarsel. Det er først i slike situasjoner en virkelig kan se resultatet dersom arbeidet med å fjerne risiko har vært for dårlig. Et robust oppgjørssystem som minimerer risikoen kan ses som et kollektivt gode for markedene og de ulike markedsaktører.

# VALUTASTRØMMER OG UTENRIKSREGNSKAP 1996 OG DE TO FØRSTE MÅNEDER 1997

Asbjørn M. Enge, konsulent, og Jon Petter Holter, spesialrådgiver, Statistikkavdelingen i Norges Bank

Utenriksregnskapstall som Statistisk sentralbyrå (SSB) har offentliggjort, viser at Norge i løpet av 1996 og de to første månedene i 1997 hadde et samlet driftsoverskudd overfor utlandet på vel 88 milliarder kroner. En vesentlig del av driftsoverskuddet må antas å representere valutainntekter i sektorer utenom bankene. Ifølge statistikk i Norges Bank solgte norske kunder valuta spot til bankene for 42 milliarder kroner i løpet av perioden. Med et driftsoverskudd på 88 milliarder kroner indikerer dette at det ved sektorer utenom bankene også har funnet sted en betydelig direkte kapitalutgang til utlandet. I denne artikkelen har vi sett nærmere på de kapitalstrømmer som har funnet sted, og hvordan disse har påvirket bankenes valutaposisjon.

## Hovedtrekk

Denne artikkelen representerer delvis en oppdatering av en tilsvarende artikkel i Penger og Kreditt 1996/4 hvor vi behandlet perioden 1995 og første halvår 1996. Vi ser her på hele 1996, og for å få med utviklingen tidlig i 1997 benyttes også statistikk som dekker perioden fram til og med februar i år.

Norges driftsoverskudd pluss netto kapitaloverføringer til utlandet svarer til landets netto kapitalutgang (netto finansinvestering). Inkluderer vi virkningene av omvurderinger som følge av endringer i valutakurser mv. får vi fram hva Norges netto fordringer overfor utlandet har økt med. Det er næringslivet som står for størstedelen av driftsoverskuddet overfor utlandet.

Tabell 1. Norges nettofordringer overfor utlandet fordelt på sektorer. Milliarder kroner. (Dataene bygger på finansstatistikk fra SSB og Norges Bank samt tall fra utenriksregnskapet)

Sektorer:	Nettofordringer pr.:			Endringer i perioden 31.12.95 - 28.02.97 <sup>1)</sup>
	31.12.95	31.12.96	28.02.97	
Norges Bank	142,9	218,2	233,1	90,2
Andre banker, inkl. statlige låneinstitutter	- 13,4	- 68,3	- 52,1	- 38,7
Finansieringsforetak	- 22,4	- 23,5	- 36,6 <sup>6)</sup>	- 14,2 <sup>6)</sup>
Livsforsikringsselskaper	37,2	48,5	48,9	11,7
Skadeforsikringsselskaper	11,8	12,1	12,1 <sup>6)</sup>	0,3 <sup>6)</sup>
Offentlig forvaltning <sup>2)</sup>	- 66,7	- 72,1	- 61,8	4,9
Andre sektorer <sup>3)</sup>	- 87,5	- 42,5	- 51,1	36,4
<b>Sum</b>	<b>1,9<sup>4)</sup></b>	<b>72,4<sup>5)</sup></b>	<b>92,5<sup>5)</sup></b>	<b>90,6</b>

<sup>1</sup> Inklusive omvurderinger som følge av endringer i valutakurser m.v., som for hele perioden isolert sett bidrog til en netto fordringsøkning på 2,4 milliarder kroner ifølge utenriksregnskapet.

<sup>2</sup> Fremkommet ved å kombinere SSBs finanstelling (1995) med sektorfordelte tall fra utenriksregnskapet. Inkluderer også utlandets beholdning av statspapirer lagt ut i Norge.

<sup>3</sup> Her restbestemt.

<sup>4</sup> SSB: «Fordringer og gjeld overfor utlandet». Bank- og kredittstatistikk 14/96. (Finanstillingen)

<sup>5</sup> Ifølge SSBs foreløpige utenriksregnskap økte Norges nettofordringer med 70,5 milliarder kroner i 1996 og med ytterligere 20,1 milliarder kroner i løpet av januar og februar 1997. Disse tallene er så lagt til nettofordringsbeløpet pr. utgangen av 1995.

<sup>6</sup> Delvis basert på anslag.



De valutainntektene som dette overskuddet representerer, kan næringslivet dels plassere i utlandet (kapitalutgang) og dels selge spot til valutabankene. I det siste tilfellet blir bankene tilført valuta som igjen kan bli kjøpt opp av Norges Bank, dersom sentralbanken går inn med intervensjonskjøp i valutamarkedet for å balansere tilbud og etterspørsel rundt en ønsket valutakurs. I så fall vil Norges Bank ende opp med en netto kapitalutgang - og dermed også en netto fordringsøkning overfor utlandet - som opprinnelig er generert ved driftsoverskuddet i næringslivet.

Periodevis vil næringslivet også kunne trekke hjem kapital som tidligere har vært plassert i utlandet. Det vil i så fall føre til en endring i den relative fordeling på norske sektorer av nettofordringene på utlandet gjennom valutavekslingen i bankene.

Foreliggende statistikk gir grunnlag for å foreta en fordeling av Norges netto fordringer på de ulike sektorer. I tabell 1 er det foretatt en slik sektorfordeling. Tabell 2 viser hvordan bankenes valuta spothandel med norske kunder inngår, sammen med deres øvrige valutatransaksjoner, i bankenes valutariske tilpasning.

Økningen i Norges Banks netto fordringer på utlandet kan i hovedsak knyttes direkte til valutakjøp fra valutabankene. Tabell 2 viser hvordan Norges Banks valutakjøp i perioden har inngått som et element i den tilpasning som har funnet sted i bankenes valutaposisjon. Dataene er basert på ukestatistikken over valutastrømmer fra Valutastatistikkseksjonen i Norges Bank.

Nedgangen på 44 milliarder kroner i bankenes spotposisjon (netto fordringer i valuta) som fremgår av tabell 2 må ses i sammenheng med en betydelig økning i deres valutaterminposisjon (valuta kjøpt netto for fremtidig levering). Av tallene i tabellen merker vi oss for øvrig bankenes betydelige valutakjøp fra utlandet. Nettokjøpene fra utlandet fordelte seg med 34 milliarder kroner spot og 21 milliarder på termin. Den tilgang på norske kroner som utlandet skaffet seg ved å selge valuta spot, plasserte utlendingene slik (milliarder kroner):

Netto NOK-fordringer på bankene	5
VPS-registrerte aksjer	6
VPS-registrerte obligasjoner	5
VPS-registrerte sertifikater	18
Sum	34

Den store etterspørsel etter kroner må blant annet ses i sammenheng med forventninger om appresiering. Særlig er det grunn til å anta at dette har vært et viktig motiv når det gjelder utlandets salg av valuta for å skaffe seg kroner. Selv om norske kunder også kan ha hatt et slikt motiv, må det også legges vekt på næringslivets behov for å veksle inn deler av det store driftsoverskuddet overfor utlandet. I den utstrekning næringslivets valutainntekter ikke blir direkte plassert i utlandet - eller brukt til nedbetaling av utenlandsgjeld - vil valutaen bli solgt til norske banker.

Gjennom sin valutahandel med utlandet og med norske kunder er bankene i løpet av perioden 1996 til og med februar 1997 blitt tilført va-

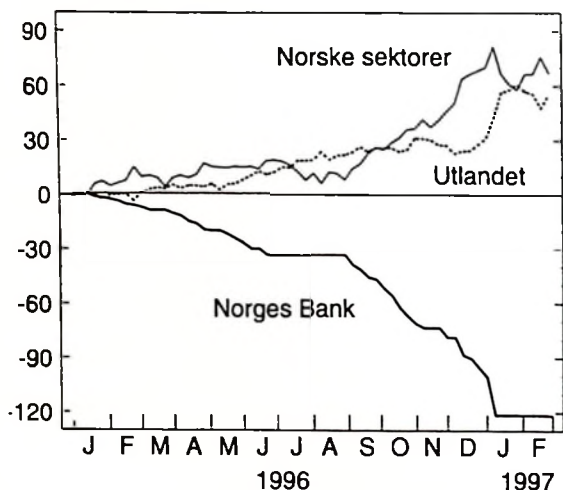
Tabell 2. Endringer i valutabankenes valutaposisjon i perioden 31.12.95 - 28.02.97. Milliarder kroner.

Spotkjøp fra utlandet	34	Spotsalg til Norges Bank	121
Terminkjøp fra utlandet	21	Inntektsunderskudd overfor utlandet i valuta	1
Spotkjøp fra norske kunder	42		
Terminkjøp fra norske kunder	11		
Økte spotfordringer overfor norske kunder	14		
Kursgevinst m.v.	1		
<b>Sum tilgang</b>	<b>123</b>	<b>Sum avgang</b>	<b>122</b>
		Saldo: Økning i totalposisjonen	1
		Herav:	
		Spotposisjon utland	- 44
		Spotposisjon norske kunder	14
		Terminposisjon	31

luta i et betydelig omfang. Bankene på sin side søker å være i tilnærmet valutarisk balanse. Eneste mulighet for å bli «kvitt» den store valutatilgangen fra utlandet og norske kunder, har således vært videresalg til Norges Bank. Norges Banks valutakjøp fra bankene skjedde for en vesentlig del i den hensikt å bremse appresiering av kronen. Banken kunngjorde imidlertid 10. januar i år at den i en periode ikke ville intervenere i vesentlig grad.

Figur 1 viser hvordan bankenes valutasalg til Norges Bank fordelte seg i løpet av perioden - og hvordan disse salgene relaterte seg til utviklingen i bankenes egne valutakjøp fra henholdsvis utlandet og norske sektorer.

Figur 1. Bankenes valutakjøp fra Norges Bank, norske sektorer og utlandet



Vel halvveis i perioden, det vil si fram til utgangen av august i fjor, hadde Norges Bank kjøpt valuta fra bankene for 34 milliarder kroner. Bankenes motposter til dette var valutakjøp fra utlandet og fra innenlandske kilder for henholdsvis 22 og 12 milliarder kroner. I denne perioden viste statistikken at utlandet først og fremst kjøpte seg opp i kroner i form av terminkontrakter. I perioden fra september til og med desember steg intervensjonsvolumet betydelig, slik at Norges Bank for 1996 sett under ett hadde kjøpt valuta fra bankene for 90 milliarder kroner. Utlandets kronetilgodehavender økte imidlertid langt fra like mye som i den første perioden, og statistikken for hele året viste at bankenes motposter bestod av valutakjøp fra utlandet tilsvarende 24 milliarder kroner og fra norske kunder for 66 milliarder.

I de to første ukene av 1997 var det også betydelige intervensjoner fra Norges Bank, og bare i denne perioden kjøpte sentralbanken valuta for ca. 30 milliarder kroner. Utlandet spilte en betydelig rolle i denne korte perioden og stod bak mer enn halvparten av bankenes valutakjøp. Utlandets kroneplasseringer skjedde her både på termin og i form av bankinnskudd og sertifikater.

I perioden fra uke 3 og ut februar i år var det ikke valutakjøp av særlig betydning fra Norges Bank. Det har imidlertid vært registrert bevegelser mellom innlendinger og utlendinger. Utlendinger fortsatte også etter at Norges Banks intervensjoner hadde opphørt, å kjøpe seg opp i norske kroner. I denne perioden har således utlandet nettokjøpt kroner mens norske sektorer har solgt. Utlandet har særlig foretatt spotkjøp av kroner som har endt opp i plasseringer i sertifikatmarkedet.

Vi vil nå se litt nærmere på de endringer i nettofordringer overfor utlandet som har funnet sted i andre sektorer enn Norges Bank. Her merker vi oss særlig bankene, finansieringsforetakene, livsforsikringsselskapene og gruppen «andre sektorer».

## Bankene, inklusive statlige låneinstitutter

Bankene økte som nevnt totalt sett sin nettogjeld overfor utlandet med 38,7 milliarder kroner i løpet av 1996 og de to første månedene i år. Endringene fremkom i hovedsak slik:

Tabell 3. Endringer i bankenes fordringer og gjeld overfor utlandet i perioden 31.12.95 - 28.02.97. Milliarder kroner.

	I alt
<i>Fordringsøkning:</i>	
Bankinnskudd	5,4
Sertifikater og obligasjoner	4,0
Utlån	18,0
Andre fordringer	1,1
<b>Sum</b>	<b>28,5</b>
<i>Gjeldsøkning:</i>	
Innskudd	55,3
Lån	8,9
Annen gjeld	3,0
<b>Sum</b>	<b>67,2</b>

Vi ser at økte innskudd fra utlandet var det viktigste bidrag til oppgangen i bankenes totale net-

togjeld overfor utlandet. Bankenes netto *valutagjeld* (spot) overfor utlandet økte med 38,7 milliarder kroner, dvs. samme beløp som den totale nettogjeld. Av dette stod valutainnskudd fra utlandet for 43,8 milliarder kroner<sup>1</sup>

## Finansieringsforetakene

Finansieringsforetakene økte sin netto gjeld overfor utlandet med 14,2 milliarder kroner i perioden, hvorav kredittforetakene stod for 13,7 og finansieringsselskapene for 0,5 milliarder kroner. Sertifikatlån alene medførte en gjeldsøkning på 16,9 milliarder kroner i kredittforetakene. Disse låneopptakene i utlandet må for en vesentlig del antas å ha ført til salg av valuta spot til norske banker. Når det gjelder kjøp av valuta på termin fra bankene, viser bankstatistikken at kredittforetakene i samme periode har kjøpt slik valuta for bare 4,3 milliarder kroner, slik at deres transaksjoner samlet trolig har tilført bankene valuta og isolert sett bidratt til økt kroneetterspørsel.

## Livsforsikringsselskapene

Livsforsikringsselskapene stod for en netto fordringsøkning overfor utlandet på nærmere 12 milliarder kroner i løpet av perioden. Deres beholdning av utenlandske sertifikater og obligasjoner økte med rundt 6 milliarder kroner, mens utenlandske aksjer og andeler gikk opp med om lag 7 milliarder kroner. For å dekke disse kjøpene må livsforsikringsselskapene for en stor del ha kjøpt valuta spot i forretnings- og sparebankene. Bankene har på sin side fått dekket inn dette ved økt valuta spotgjeld til utlandet. Bankstatistikken viser at forsikringsselskapene ikke har økt sine terminkontrakter med norske banker om fremtidig salg av valuta, men tvert imot redusert dem med 7 milliarder kroner netto i løpet av perioden. Totalt synes altså disse transaksjonene å ha redusert bankenes valutaposisjon og isolert sett bidratt til redusert etterspørsel etter kroner.

## Andre sektorer»

Det fremgår av tabell 1 at «andre sektorer», som består av private ikke-finansielle foretak, statsforetak og kommuneforetak, i løpet av den aktuelle perioden har redusert sin nettogjeld til utlan-

det med 36,4 milliarder kroner. Av dette skrev rundt 9,0 milliarder kroner seg fra omvurderinger - hovedsakelig valutakursendringer. Den direkte netto kapitalutgang stod for resten, 27,4 milliarder kroner. Alternativet til en slik direkte kapitalutgang ville vært større valutasalgs til norske banker og dermed økt appresieringspress. Vi kan slik si at den direkte kapitalutgangen fra disse sektorene har bidratt til å dempe dette presset.

Et spesielt forhold når det gjelder næringslivets valutasalgs til bankene knytter seg til oljesektoren. Denne sektoren har sin inntjening i valuta, mens oljeskattene skal gjøres opp i kroner. Her står vi altså overfor en pålagt omveksling av valuta til kroner, og som isolert sett innebærer at bankene blir tilført valuta.

Tallmaterialet viser at kapitalutgangen særlig fant sted i form av direkte investeringer i utlandet, som i den aktuelle perioden beløp seg til 32,0 milliarder kroner. En direkte investering er en investering over landegrensene der investor har til hensikt å opprette en varig økonomisk forbindelse og utøve innflytelse på virksomheten i investeringsobjektet. Slike investeringer inkluderer både transaksjoner i aksjer og annen egenkapital. I nevnte periode skjedde de norske investeringene først og fremst i aksjekapital. På den annen side utgjorde utlandets direkte investeringer i Norge 16,6 milliarder kroner.

Statistikken viser at EU-landene i perioden vi her ser på, dominerte som mottakere av norske investeringer. Norske investorer investerte for nærmere 30 milliarder kroner i EU-landene i perioden, og EU mottok over 90 prosent av samtlige norske direkte investeringer. EU-landene investerte til sammenligning for under 6 milliarder kroner i Norge i samme periode. De norske investeringene gikk særlig til Storbritannia og Sverige, mens de største investeringene fra utlandet kom fra USA. Næringsfordelingen viser at mens *oljeutvinning* og *bergverk* var viktige norske investorer i perioden, så reduserte utlandet sine investeringer i tilsvarende næringer i Norge.

For kapitalbevegelser i form av porteføljeinvesteringer og andre finansinvesteringer er det for «andre sektorer» ikke registrert noen netto kapitalutgang. Det er imidlertid betydelige ufordelte kapitaltransaksjoner og statistiske avvik som vanskeliggjør en presis analyse av ikke-finansielle sektors kapitalbevegelser i perioden vi her ser på.

<sup>1</sup> Merk at tabell 2 og tabell 3 er basert på ulike kilder, slik at avvik vil kunne forekomme.

# FREMTIDIG FORVALTNING AV STATENS PETROLEUMSFOND

*Norges Bank sendte nedenstående brev til Finansdepartementet 10. april 1997. (Brevet er også trykt som vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett.)*

Statens petroleumsfond ble opprettet av Stortinget i 1990. I lovens § 1 heter det at «Loven skal regulere disponerings- og plasseringsmåtene for et fond som skal underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntekter». I henhold til lov om Statens petroleumsfond skal Finansdepartementet forvalte fondets midler. Ved opprettelsen av fondet understreket Stortingets finanskomite at hoveddelen av fondet bør plasseres som finansinvesteringer i utlandet.

Den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond er lagt til Norges Bank, jf. omtalen i Revidert nasjonalbudsjett 1995. Finansdepartementet fastsetter forskriften for forvaltningen av fondet etter forslag fra Norges Bank. Slik forskrift ble fastsatt 10. mai 1996 ved fremleggelsen av Revidert nasjonalbudsjett 1996, med en mindre revisjon 29. november 1996. På bakgrunn av at viktige forutsetninger for forvaltningen av Petroleumsfondet har endret seg siden Norges Bank sist uttalte seg om retningslinjene, vil banken nå ta opp spørsmålet om forskriften på enkelte punkter bør vurderes endret. Det gjelder særlig hvilke typer aktiva fondet skal investeres i (aktivaklasser) og i hvilke valutaer og markeder dette skal skje. En drøfter også hvordan en eventuell ny forvaltningsstrategi kan implementeres og nødvendige kontroll- og etterprøvningsrutiner bygges opp.

## Endrede forutsetninger for forvaltningen av Petroleumsfondet

På tidspunktet for fastsettelsen av forskriften våren 1996 ble avsetningen til Statens petroleumsfond i 1996 anslått til i underkant av 25 milliarder kroner. Det ble videre antatt at avsetningen i 1997 og 1998 ville bli noe lavere enn i 1996. Forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet ble derfor i større grad enn hva som ville vært naturlig i dag utformet med vekt på hensyn til likviditet og begrenset sannsynlighet for store variasjoner i avkastningen i de enkelte markeder hvor fondet var investert, samt hensyn til sikkerhet (minimal kredittrisiko).

Anslag på de kommende avsetningene til Statens petroleumsfond er kraftig oppjustert siden mai 1996. I Regjeringens Langtidsprogram for perioden 1998-2001 anslås nå den akkumulerte kapital i fondet til å være i overkant av 300 milliarder kroner i år 2000 og 400 milliarder kroner ved utgangen av år 2001. Langtidsprogrammets anslag på Petroleumsfondets størrelse i år 2000 representerer en fordobling av anslag gitt i RNB 1996. Fremskrivningene i Langtidsprogrammet anslår at en først vil begynne å tære på fondets plasseringer fra og med år 2020.

Med de fremskrivninger av statens budsjettbalanse som nå foreligger, vil det ikke være behov for overføringer fra Petroleumsfondet til statsbudsjettet i Langtidsprogrammets planperiode eller i de første årene etter denne perioden. Denne konklusjonen er rimelig robust overfor betydelige variasjoner i oljeprisen. Dermed blir også tidshorizonten som Petroleumsfondets investeringer må vurderes innenfor, nå vesentlig lengre enn hva en kunne legge til grunn i 1996. Den forlengede tidshorizonten gjør at en nå kan vektlegge hensyn til avkastning og risiko annerledes enn hva en har gjort tidligere. Dette medfører at det er ønskelig å foreta justeringer i retningslinjene for forvaltningen av fondet.

## Hovedprinsipper for forvaltningen av Petroleumsfondet

Statens samlede formue inneholder vesentlig mer enn bare Petroleumsfondet. Det kan argumenteres for at det i prinsippet burde formuleres en forvaltningsstrategi for statens samlede formue. I tillegg til Petroleumsfondet vil denne formuen inneholde bant annet andre øvrige finansinvesteringer, som Norges Banks valutareserver og Folketrygdfondet, eierinteresser i næringsdrift, realkapital, samt naturkapital som olje- og gassformuen i Nordsjøen. I praksis er en slik samlet forvaltningsstrategi neppe gjennomførbart. Det er imidlertid en spesielt nær forbindelse mellom petroleumsformuen og Statens petroleumsfond, i og med at nedbygging av oljeformuen skjer parallelt med en oppbygning av Pe-

troleumsfondet. Det kan således være aktuelt å søke å ta hensyn til petroleumsformuen når en definerer den langsiktige investeringsstrategien for Petroleumsfondet. Det trekker i retning av at forvaltningen av fondet bør skje med en relativt lang investeringshorisont, og at en vektlegger investeringer som gjennom negativ samvariasjon med oljeprisen reduserer den samlede risiko.

Petroleumsfondet må plasseres ut fra et klart mandat for investeringene, og med en rollefordeling mellom oppdragsgiver og forvalter som muliggjør en etterprøving av forvaltningen.

For at resultatet av forvaltningen skal kunne måles og vurderes av oppdragsgiver så vel som av publikum, må det være klart definert mål for forvaltningen av fondet, herunder i særlig grad klarhet om avkastningsbegrepet. Så lenge det er tale om rene finansielle investeringer, lar det seg gjøre på en meningsfull måte. Eventuelle investeringer hvor resultatene måles ut fra andre kriterier enn den direkte finansielle avkastning, hensyn tatt til risiko, bør derfor holdes adskilt fra Petroleumsfondet.

En slik investeringsstrategi stiller forvaltningen av Petroleumsfondet overfor en rekke typer av risiki:

- Siden formuesmassen skal investeres i en annen valuta enn norske kroner, vil regnskapsene for fondets plasseringer vise varierende resultater fra år til år som følge av valutakursbevegelser mellom norske kroner og de valutaer som inngår i fondets plasseringer. Men med et mål om å stabilisere fondets internasjonale kjøpekraft, er det ikke relevant å betrakte bevegelser i kursen på norske kroner som valutakursrisiko. Eventuelle avvik i valutafordelingen mellom fondets plasseringer og en valutakurv som man best mener gjenspeiler målet om å stabilisere den internasjonale kjøpekraften, vil imidlertid innebære valutakursrisiko.
- I forhold til kjøpekraften i Norge vil imidlertid en eventuell kronekursstigning fra investeringstidspunkt til anvendelsestidspunkt spille en rolle. Når en ønsker å tappe av fondet, vil det kunne være for å øke
  - kjøp av varer og tjenester i utlandet,
  - innenlandsk etterspørsel.

I det siste tilfellet står staten overfor en appreringsrisiko.

- Ved valg av rentebærende instrumenter og egenkapitalinstrumenter står en overfor risiko for prisendringer (kurstap eller gevinst) som følge av endringer i rentenivået eller andre hendelser som fører til endringer i markedets vurdering av prisen på det enkelte instrument.
- Ved kjøp av rentebærende instrumenter i annet enn statsgaranterte verdipapirer står en overfor risikoen for at utsteder ikke er i stand til å innfri sine forpliktelser ved forfall av kupongrenter eller hovedstol, det vil si kredittrisiko.
- En står overfor selskapsrisiko ved investering i egenkapitalinstrumenter.
- En står overfor risikoen for at man ikke får realisert de verdipapirer man eier til gjeldende pris i markedet når man har behov for kapital, som følge av manglende likviditet i markedet.
- En står overfor administrativ risiko knyttet til oppgjør av transaksjoner

Med unntak av de to siste strekpunktene kan dette sammenfattes som risikoen for at markedsverdien på investeringene svinger over tid. Når en diskuterer avveiningen mellom forventet avkastning og risiko videre i dette brevet, er det lagt hovedvekt på denne risikotypen.

Ved forvaltningen av valutareservene har Norges Bank så langt begrenset prisrisiko og kredittrisiko ved å velge stats- og statsgaranterte rentebærende verdipapirer eller innskudd i topp-ratede banker som investeringsobjekter. Likviditetsrisikoen er også holdt lav gjennom valg av markeder og instrumenter som har tilfredsstillende dybde og bredde til at verdipapirer kan omsettes i store volum uten at prisen endres vesentlig.

Det er viktig å presisere i retningslinjene for forvaltningen hvilken risiko en ønsker å vektlegge ved plassering av Petroleumsfondet. Spesielt viktig for Petroleumsfondets del er det å være klar over forskjellen mellom usikkerheten rundt avkastningen på kortere og lengre sikt. En investering som det er knyttet stor kortsiktig usikkerhet til, kan være mindre risikabel hvis man legger en langsiktig vurderingshorisont til grunn. Allerede med dagens plasseringsstrategi er det

akseptert at avkastning bør kunne variere mer på kort sikt (ett år) hvis plasseringene øker forventet avkastning, eller reduserer usikkerheten på lengre sikt. I denne forbindelse vises det til RNB 1996 hvor det sies:

«På grunn av kursjusteringer kan avkastningene på kontoen for Statens petroleumsfond i enkelte år bli negativ. Dette kan skje f.eks. hvis norske kroner styrker seg betydelig eller hvis rentenivået stiger slik at markedsverdien av langsiktige plasseringer faller i verdi. Som redegjort for ovenfor, har en imidlertid tatt utgangspunkt i et mål om langsiktig sikring av fondets internasjonale kjøpekraft. Det vil da være av mindre betydning om fondets kronerverdi svinger noe fra år til år».

Den forlenging av tidshorisonten på investeringene som er beskrevet ovenfor, taler ytterligere for å legge mindre vekt på kortsiktige svingninger i avkastningen og heller fokusere mer på forventet avkastning.

Endelig må en understreke betydningen av en helhetlig kontroll av forvaltningen. Uavhengig av hvem som har det operative ansvaret for forvaltningen av Petroleumsfondet, må ansvaret for løpende kontroll av porteføljens samlede plasseringer sentraliseres. En slik kontroll vil innebære en sikkerhet for at plasseringene til enhver tid tilfredsstillende forskriftene for forvaltningen av Petroleumsfondet.

### **Utvidelse av investeringsmulighetene til en ny aktivaklasse (aksjer)**

En fornuftig forvaltningsstrategi vil være kjenetegnet ved at man, gitt krav til avkastning, minimerer usikkerheten knyttet til den samlede risikoen ved investeringene, eller at man alternativt maksimerer avkastningen gitt en øvre grense på akseptabel risiko. I denne sammenheng defineres risiko som usikkerheten knyttet til variasjonen i samlet avkastning fra periode til periode. I en slik (effisient) portefølje vil risikoen være spredt på flere typer aktiva (aktivaklasser) - på ulike markeder og verdipapirer. Ved å spre risikoen oppnår man en reduksjon av risiko uten at forventet avkastning blir mindre. I en effisient portefølje påtar man seg kun risiko man får betalt for i form av høyere forventet avkastning. Ser man på en investering i en sammensatt porteføl-

je av verdipapirer, vil den ha lavere risiko enn om investeringen var plassert i et enkelt verdipapir. Desto sterkere negativ samvariasjon det er mellom prisutviklingen på de ulike verdipapirer, desto mer risiko kan man eliminere uten kostnader. En investeringsstrategi basert på standard porteføljeteori vil implisere:

- å investere i flere ulike aktivaklasser
- å investere i flere markeder
- å spre investeringene i hvert delmarked over forskjellige verdipapirer.

Norske og internasjonale fond med en langsiktig plasseringshorisont fordeler som regel hovedtyngden av sine finansielle plasseringer mellom aksjer, obligasjoner og eiendom. Store pensjonsfond, livselskaper eller statlige investeringsforetak som kan sammenlignes med Petroleumsfondet, har alle en betydelig andel av sine samlede fordringer plassert i aksjekapital.

Avkastningstall for internasjonale kapitalmarkeder viser at avkastningen på investeringer i selv en godt diversifisert aksjeportefølje viser større variasjon fra år til år enn plasseringer i en obligasjonsportefølje. Sannsynligheten for en svært dårlig avkastning et tilfeldig valgt år øker når man øker aksjeandelen i en verdipapirportefølje. Når det likevel er en utbredt praksis blant kapitalforvaltere med langsiktige plasseringsformål å plassere betydelige deler av porteføljene sine i aksjer, skyldes det at aksjer erfaringsmessig gir høyere gjennomsnittlig avkastning enn obligasjoner. Undersøkelser fra en rekke internasjonale kapitalmarkeder viser at aksjer har gitt høyere avkastning enn obligasjoner sett over lengre perioder. I en studie utført av G-10-landene i 1995 ble meravkastningen på aksjer i historisk sammenheng anslått til 4 %. En kan ikke garantere en gjennomsnittlig meravkastning på aksjer på 4 % i fremtiden, men det er grunner som taler for at det fortsatt vil være en langsiktig meravkastning på aksjer sammenliknet med obligasjoner.

Ved økende tidshorisont øker sannsynligheten for at aksjer i snitt gir høyere avkastning, og variasjonen i avkastningen synker. I det amerikanske markedet har for eksempel aksjer gitt høyere avkastning enn obligasjoner i 60 % av årene 1871 - 1992. Vurderer man perioder på fem år om gangen i samme tidsperiode, har aksjer gitt en meravkastning i over 70 % av de femårige pe-

riodene. Med 10-årig tidshorisonst stiger tallet ytterligere til mer enn 80 %.<sup>1</sup>

I en portefølje som består både av aksjer og obligasjoner, vil det være diversifikasjonsgevinster mellom disse to aktivaklassene. Diversifikasjonsgevinstene skyldes at markedsverdien av aksjer og obligasjoner sjelden beveger seg helt i takt. Svært svak utvikling i det ene markedet vil delvis kunne kompenseres med en bedre utvikling i det andre. Legger man lengre tidshorisonter til grunn, er det også mulig at man ved å kombinere aksjer og obligasjoner vil oppnå lavere variasjon i avkastningen enn hva som oppnås ved bare å investere i obligasjoner.<sup>2</sup> Det må likevel understrekes at den risikominimerende aksjeandel ikke bare er avhengig av tidshorisonten, men også av fordelingen av avkastningen over tid. Det er derfor ikke gitt at avkastningens standardavvik vil synke når en inkluderer aksjer, selv vurdert over en lengre tidshorison.

Olje og gass utgjør en viktig del av Norges samlede nasjonalformue. Større endringer i oljeprisen vil dermed få betydelige konsekvenser både for statens løpende inntekter og for verdien på statens samlede formue. Petroleumsfondet kan betraktes som en formue omplassert fra olje og gass til finansielle fordringer på utlandet. Historiske tall viser at mens aksjer på lengre sikt har hatt negativ samvariasjon med oljeprisen, har det vært en viss positiv samvariasjon mellom obligasjoner og oljeprisen. Dette tyder på at en vil kunne oppnå en større stabilitet i verdien på den samlede nasjonalformuen ved å inkludere en betydelig andel av aksjer i Petroleumsfondet.

Disse argumentene taler for at Petroleumsfondet bør ha en betydelig aksjeandel. Det kan neppe reises sterke faglige innvendinger mot å fastsette en aksjeandel på minst 30 %. Andre forvaltningsinstitusjoner med ansvar for større porte-

føljer med langsiktig plasseringshorison har gjerne en høyere andel enn dette. Dette vil øke fondets forventede avkastning. Selv om det vil gjøre fondets avkastning mer variabel på kort sikt og isolert sett føre til større sannsynlighet for negativ avkastning i et tilfeldig valgt år, gjelder ikke dette i like stor grad på lengre sikt. I de internasjonale markedene hvor man har lange tidsserier for avkastning på både aksjer og obligasjoner, har porteføljer bestående av både aksjer og obligasjoner gitt en høyere avkastning uten at avkastningen er blitt mer variabel enn porteføljer hvor kun én av aktivaklassene har vært representert. Dette gjelder når man har lagt tidshorisonter på flere år til grunn, og er ikke nødvendigvis representativt for fremtiden. En beslutning om å investere store deler av fondet i egenkapitalinstrumenter vil imidlertid klart øke sannsynligheten for betydelige fall i fondets markedsverdi i løpet av ett kalenderår.

For investeringer i internasjonale aksjemarkeder anbefales det videre at:

- investeringene fordeles på en lang rekke enkeltaksjer i de enkelte markedene. Det gir spredning av risiko og mindre svingninger, samtidig som man unngår eierandeler av en størrelse som gjør at en kan bli tvunget inn i en aktiv eierrolle. Det bør settes en øvre grense for fondets samlede eierandel av en bedrifts aksjekapital som garanterer dette;
- en kan i noen grad benytte seg av derivater som f.eks. futures eller swapper på aksjeindekser i tillegg til direkte plasseringer i aksjer. Dette kan gi den samme ønskede eksponering mot aksjemarkedet som direkte investeringer, men man slipper å kjøpe enkeltaksjer direkte. Det frarås imidlertid å kun basere seg på bruk av derivater for å oppnå den ønskede eksponeringen. På lengre sikt vil transaksjonskostnadene ved bruk av derivater sannsynligvis være høyere enn kostnadene ved å eie de underliggende aksjene. Noen av derivatmarkedene er også så små at det kan være vanskelig å oppnå den ønskede eksponering uten at prisene påvirkes. Det forutsettes videre at bruken av derivater skjer innenfor et samlet regelverk for kontroll av porteføljens forventede variasjon i avkastning, og ikke benyttes til å øke eksponeringen mot enkeltmarkeder ut over hva som følger av dette regelverket;

<sup>1</sup> Kilde: Jeremy Siegel: «Stocks for the long run», IRWIN (1994).

<sup>2</sup> Historiske avkastningstall i USA og England for aksje- og obligasjonsmarkedene (data for perioden 1926-1995, hentet fra henholdsvis Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1996 Yearbook (Ibbotson Associates) og BZW Equity-Gilt Study 1996), illustrerer de betydelige diversifikasjonsgevinster som kan ligge i å spre risikoen mellom aksje- og obligasjonsinvesteringer. Selv om avkastningen på aksjer isolert sett har vist større variasjoner enn obligasjoner i begge markedene i denne perioden, har likevel aksjeandeler på 30-50 % minimert variasjonen i avkastningen på den samlede porteføljen hvis man legger en femårig tidshorison til grunn. Ved en ettårig tidshorison ville den samme risikominimerende andel fortsatt vært positiv, men lav.

- grensen for hvor stor forskjell mellom aksjeporteføljens forventede avkastning og avkastningen på en anerkjent markedsindeks som kan aksepteres («tracking error») bør være relativt lav, i hvert fall i startfasen. Dette vil bidra til en bedre risikokontroll, og også være i pakt med anbefalingen om en bred diversifisering av investeringene i og mellom de enkelte markeder. I praksis betyr det at en i hovedsak bør benytte seg av indekseringsstrategier. En vektlegging av forvaltningsstrategier med relativ lav risikotoleranse vil for øvrig harmonere med de trender en ser innen internasjonal kapitalforvaltning. Innenfor en totalstrategi basert på dette prinsipp kan det imidlertid finnes rom for at mindre deler av porteføljen forvaltes mer aktivt.

Med en slik strategi vil selv et petroleumsfond som er betydelig større enn i dag kun holde små eierandeler i de enkelte bedrifter.

Innenfor en slik strategi vil det være mulig å sette enkelte typer restriksjoner på hvilke selskaper fondet ut fra en politisk vurdering ikke skal investere i. Eventuelle restriksjoner må settes av politiske myndigheter, og tas hensyn til ved etablering av normporteføljer som forvalteren skal måles mot. Slike restriksjoner vil i prinsippet ha en kostnad i form av større forvaltningsutgifter. Kostnadene, og de praktiske problemer ved gjennomføringen, vil kunne øke hvis det legges inn restriksjoner som er uklare eller er uvanlige i markedet for øvrig. Erfaringsmessig har det vært svært vanskelig å etablere entydige kriterier som ivaretar alle hensyn man vil ønske å ta. Dette vil vanskeliggjøre beslutningsprosessene.

## Endret valuta- og markedsfordeling

Valutafordelingen i Petroleumsfondet har siden mai 1996 tatt utgangspunkt i de norske importvektene. Bakgrunnen for dette har vært ønsket om å stabilisere fondets internasjonale kjøpekraft. Fondet har derfor hatt en valutafordeling med rundt 75 % plassert i europeiske valutaer. Om lag en fjerdedel er plassert i svenske og danske kroner.

Beslutningen om å benytte importvekter ble basert på et tidligere anslag for fondets størrelse, og tok dermed utgangspunkt i en kortere vurderingshorisont enn hva man nå legger til grunn. Med en lengre tidshorisont blir spørsmålet om

valutavekting prinsipielt annerledes. Det gjelder for en portefølje med kun obligasjoner. Om også aksjer inkluderes i porteføljen, reises i tillegg noen andre spørsmål om valutavekting og markedsfordeling, jf. nedenfor.

Fondets valutafordeling har også vært utgangspunktet for fordelingen av investeringene mellom de enkelte lands kapitalmarkeder (markedsfordelingen). I prinsippet er dette uavhengige beslutninger, men en har så langt ikke funnet det hensiktsmessig å skille mellom disse to beslutningene i gjeldende retningslinjer. For investeringer i obligasjonsmarkedene vil valg av valutafordeling sannsynligvis få større konsekvenser for den samlede avkastningen enn markedsfordelingen. Valg av markedsfordeling innenfor aksjer vil kunne få potensielt større innvirkning på resultatet. På den andre side er det betydelige problemer knyttet til å definere begrepet «markedsfordeling» for internasjonale aksjeporteføljer. Dette blir nærmere drøftet senere.

Selv om man som før skulle legge en kort tidshorisont til grunn, kan det reises spørsmål om importvekter gir den risikominimerende valuta-sammensetning. For det første reflekterer de offisielle importvektene bare ca. 85 % av den norske importen. Flere land, spesielt i Sør-øst-Asia, er ikke representert i importvektene. Dernest kan det også påpekes at importvektene ikke er korrigert for tredjelandseffekter, det vil si at innsatsfaktorer for en ferdigvare kan være produsert i flere andre land. En korrigering av dette ville sannsynligvis føre valutasammensetningen nærmere de globale brutto nasjonalproduktvekter (evt. globale eksportvekter).

Risikoen ved å avvike fra en indeks som er definert som utgangspunkt for forvaltningen (i vårt tilfelle: importindeksen), blir ofte kvantifisert ut fra historiske sammenhenger, fordi det er vanskelig å finne frem til et bedre alternativ. Det er en akseptabel metode for å kvantifisere risikoen noen år fremover, men kan neppe brukes til å anslå risiko for en svært lang periode fremover i tid. Lengre vurderingshorisont tilsier således at valuta- og markedsfordeling vurderes på nytt.

Med en lang investeringshorisont for petroleumsfondet blir det viktig å ta hensyn til muligheten for at unike hendelser kan inntreffe (som for eksempel kriger, store teknologiske gjennombrudd, naturkatastrofer o.l.) Dette trekker i retning av en bredere global spredning av fondet enn de gjeldende retningslinjer tilsier.



Det er to grunner til det. Den første knytter seg til variasjonene i fondets avkastning, den andre til samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet. For å minimere variasjonene i fondets avkastning bør en spre porteføljen på regioner hvor det er lite sannsynlig at unike hendelser inntreffer samtidig. For å redusere samvariasjonen mellom utviklingen i norsk økonomi og avkastningen til fondet, bør en plassere fondet i land som i vid forstand er ulik oss selv. Dette tilsier isolert sett at vi bør begrense investeringene i land som ligger geografisk nært Norge og som er lik oss i økonomisk struktur. Dagens fordeling på valutaer og markeder i Petroleumsfondet utsetter plasseringene for stor risiko i tilfelle det inntreffer hendelser i Europa som påvirker avkastningen i valuta- og kapitalmarkedene i denne regionen negativt sammenliknet med Amerika og Asia. En jevnere fordeling mellom de tre store regionene Amerika, Asia og Europa vil redusere denne risikoen.

Også om aksjer inkluderes i porteføljen er utgangspunktet det samme: man må oppnå en sammensetning på valuta og markeder som stabiliserer den internasjonale kjøpekraften av petroleumsfondet. For obligasjoner er det en klar sammenheng mellom valutavektning og valg av land og marked man investerer i. Om man ønsker en spesiell sammensetning av valuta i porteføljen, følger at man kjøper obligasjoner i de enkelte land på basis av tilsvarende vektning. For aksjer er sammenhengen mindre klar. Avkastningsforskjeller mellom markeder kan være store og i mindre grad korrelert med utviklingen i valutakursene.

For aksjer er selve definisjonen av marked også mer uklar. Det er i mange investeringsstrategier vanlig å definere enkeltmarkeder basert på geografiske skiller, for eksempel ved at man fastsetter hvor mye av porteføljen som skal plasseres i de respektive land. Men aksjer er eierandeler i selskaper som ofte driver virksomheter i mange land. At et selskaps hovedkontor er plassert i ett bestemt land er for eksempel ikke til hinder for at mesteparten av selskapets inntjening er basert på salg og virksomheter i andre land. I noen sammenhenger kan det være mer hensiktsmessig å legge inndeling i globale bransjer til grunn for markedsfordeling enn landfordelingen.

En må også være klar over at eksportvektene og importvektene i norsk økonomi er relativt li-

ke. Hvis eksportmarkedene (som hovedsakelig finnes i Europa) blir utsatt for et økonomisk tilbakeslag, vil det ramme de deler av norsk næringsliv som er avhengig av disse markedene. Samtidig kan et petroleumsfond som er plassert i henhold til importvektene, oppleve en svak avkastning på sine plasseringer i aksjemarkedene i de samme landene. En slik samvariasjon mellom norsk økonomi og avkastningen i markedene ute kan gi større svingninger i den samlede tilgang på varer innenlands i en situasjon der en trekker på fondet.

For aksjeplasseringer med en lang tidshorison er det mye som trekker i retning av at det er de globale markedsvektene og ikke de norske importvektene som er det beste utgangspunktet for å stabilisere den internasjonale kjøpekraften. Hensynet til likviditeten i de enkelte lands valuta- og kapitalmarkeder trekker i den samme retningen. Med de prognoser som foreligger for oppbygging av Petroleumsfondet, og med forutsetning om at deler av dette plasseres i aksjer, vil fondet med den nåværende markedsfordeling bli en betydelig aktør i de skandinaviske aksjemarkedene. Det vil i praksis bli umulig for fondet å investere så store beløp i disse markedene uten å påvirke prisene på enkeltaksjene i fondets disfavør. Dette taler i seg selv for å redusere andelene i de minste markedene til fordel for plasseringer i de største kapitalmarkedene, først og fremst USA og Japan.

Med lengre vurderingshorison, som innebærer at en betydelig del av Petroleumsfondet plasseres i aksjer, er det således mye som taler for at valuta- og markedsfordelingen i Petroleumsfondet bør justeres slik at en større andel av fondet plasseres utenfor Europa, og at det inkluderes flere markeder, spesielt i Asia, enn hva som er tilfelle i dag.

Prinsipielt kan som nevnt valuta- og markedsfordeling betraktes som to uavhengige beslutninger. Gjennom å bruke terminmarkedet for valuta er det teoretisk mulig å ha en valutafordeling som er vesentlig forskjellig fra markedsfordelingen i porteføljen. Norges Bank vil likevel anbefale at retningslinjene for fondet ikke definerer et permanent skille mellom fondets valuta- og markedsfordeling. Et strategisk skille mellom disse to fordelingene vil medføre ekstra transaksjonskostnader og føre til at man påtar seg ekstra kredittrisiko uten at forventet avkastning stiger. Videre er det vanskelig å terminsikre valutaposi-

sjoner på en effektiv måte for så lange perioder som det her er tale om. Valutasikring av investeringer i terminmarkedet er mest hensiktsmessig for investeringer med en begrenset tidshorisont, begrensede beløp, og når man er opptatt av å sikre en nominell avkastning i egen valuta. Ingen av disse forutsetningene er oppfylt for Petroleumsfondets del.

### **Tilrettelegging av forvaltningen**

Den viktigste oppgaven knyttet til selve forvaltningen av Petroleumsfondet er å kontrollere at de enkelte risikorammer som er definert i retningslinjene, er overholdt til enhver tid. Dette vil omfatte løpende kontroll av fordeling mellom aktivaklasser, samt valutafordeling og markedsfordeling. Det må videre være en prioritert oppgave å tilpasse fondets plasseringer til skiftende markedsforhold innenfor de retningslinjer som Finansdepartementet fastsetter.

For tiden er den operative forvaltningen av Petroleumsfondet lagt til Norges Bank. Vurderingene nedenfor vil imidlertid i stor grad være relevante uavhengig av hvilken institusjon som har denne oppgaven. En vil understreke at Petroleumsfondet er et statlig fond, og at staten som ansvarlig eier må legge opp til et system for å administrere forvaltningen av formuesmassen som ivaretar hensyn til eierens behov for løpende kontroll med at retningslinjene for fondsforvaltningen overholdes.

For å kunne tilfredsstillende de krav som må stilles til god risikokontroll av Petroleumsfondets investeringer, tar Norges Bank sikte på å utpeke en global depotinstitusjon for den delen av porteføljen som plasseres i aksjer. Depotinstitusjonen vil få ansvar for deponering av verdipapirer og oppgjør av alle handler med enkeltaksjer, alle praktiske spørsmål knyttet til utbytte og andre kontantstrømmer i porteføljene, samt tilrettelegging av regnskapsføring for aksjedelen i Petroleumsfondet. Den globale depotinstitusjonen vil videre stå sentralt i forhold til å kontrollere risikoen på aksjeporteføljen både på transaksjons- og aggregert nivå. Avkastningsmåling og forklaring av forskjeller i avkastning mellom normporteføljen og de faktiske investeringene vil dessuten være en sentral oppgave. Et nært forhold til en dyktig global depotinstitusjon vil være avgjørende for å sikre gode rutiner for kontroll av ulike typer risiko. Dette er særlig viktig for in-

vesteringer i aksjemarkedene, hvor Norges Bank ikke har det samme apparat og administrative kompetanse som for investeringer i rentebærende instrumenter. Når det gjelder Petroleumsfondets investeringer i rentebærende instrumenter, benytter Norges Bank seg av tjenesten til flere depotinstitusjoner, og har selv tatt ansvaret for å konsolidere informasjonen fra de enkelte institusjonene. En har imidlertid utpekt en global depotinstitusjon for de deler av valutareservene som forvaltes via eksterne forvaltere.

Norges Bank vil løpende vurdere hvor stor del av den aktive forvaltningen av Petroleumsfondet som skal overlates til andre forvaltere. I vurderingen av intern kontra ekstern forvaltning vil en legge hovedvekt på forretningsmessige kriterier. Der det er grunn til å forvente at andre enn Norges Bank er i stand til å utføre forvaltningen rimeligere, og/eller med høyere forventet avkastning, bør selve forvaltningsoppgaven settes ut. Det vil imidlertid skje ut fra en samlet risikostyring i Norges Bank, basert på Finansdepartementets retningslinjer.

Norges Bank har lang erfaring med plassering i rentebærende instrumenter med høy sikkerhet (statsobligasjoner), og har etablert nødvendige systemer for oppgjør og regnskapsføring av transaksjonene. Innenfor dette området er det rimelig å forvente at Norges Bank vil foreta investeringene like effektivt og godt som andre forvaltere. En legger derfor til grunn at disse investeringene fortsatt i hovedsak gjennomføres internt. Norges Bank har, som departementet er kjent med, engasjert to eksterne porteføljeforvaltere - én for dollarplasseringer i USA og én for plassering i europeiske valutaer. Videre har Norges Bank engasjert konsulent til å utarbeide en normportefølje som referanseramme for bankens egen vurdering og kontroll av forvaltningen. Spørsmålet om utvidet ekstern forvaltning av deler av obligasjonsporteføljen vil imidlertid bli nærmere vurdert, blant annet basert på erfaringene med de avtaler en har inngått med de ovennevnte eksterne forvaltere når det gjelder forvaltningen av deler av valutareservene.

Norges Bank har det siste året økt innsatsen på strategiske spørsmål knyttet til reserveforvaltningen. Det er tilført sju permanente stillinger knyttet til forvaltningen, og en har også hentet inn ledelseskompetanse innenfor kapitalforvaltning. Norges Bank mener at dagens størrelse på valutareservene og eksisterende porteføljestra-

tegi for reservene og Petroleumsfondet alene forsvarer en økt ressursbruk innenfor dette fagområdet. Avhengig av hvilken investeringsstrategi som velges, vil det imidlertid kunne være aktuelt å bygge opp ytterligere kompetanse, og Norges Bank vil vurdere dette etter behandlingen av RNB 1997.

Norges Bank har betydelig erfaring i obligasjonsmarkedet og i overordnet risikostyring, men ikke i å foreta aksjeinvesteringer. Banken har heller ikke bygget opp kompetanse til å vurdere enkeltaksjer. Dersom det besluttes å åpne for aksjeinvesteringer i Petroleumsfondet, vil slike investeringer derfor måtte gjennomføres via eksterne forvaltere, iallfall i en startfase. Som ansvarlig forvaltningsinstitusjon vil Norges Bank i så fall, innenfor en overordnet risikostyring, sette opp forvaltningsmandater, velge forvaltere, og følge dem opp. I den grad en finner det nødvendig, vil en knytte til seg eksterne konsulenter for utvelgelsesprosessen. For øvrig vil en sikte mot å bygge opp ytterligere kompetanse i takt med hva som kreves for å gjennomføre disse oppgavene på en effektiv måte. Først og fremst på grunn av kravet til effektiv risikokontroll vil en i hovedsak benytte seg av indekseringsstrategier, eller strategier med lav risikotoleranse sammenliknet med en anerkjent markedsindeks. Når en har fått et bedre erfaringsgrunnlag for å vurdere forvaltningen av slike porteføljer, vil en vurdere nærmere om det kan være kostnadseffektivt å utføre deler av den aktive forvaltningen internt. Investeringsstrategier som tillater enkelte forvaltere å ta mye risiko sammenliknet med en anerkjent markedsindeks, anses ikke aktuelt i startfasen. Heller ikke på lengre sikt er det sannsynlig at Norges Bank vil ønske selv å ta det operative ansvaret for slike strategier.

Det kan bli aktuelt at Norges Bank tar ansvaret for investeringer i derivatmarkeder for aksjeinvesteringer (indeks-futures/swapper) allerede fra starttidspunktet. Derivater vil være et nyttig hjelpemiddel for å styre porteføljens samlede risiko, og det er heller ikke forbundet samme administrative risiko ved bruk av derivater sammenliknet med kjøp av enkeltaksjer.

Norges Bank vurderer for tiden ulike alternativer for den fremtidige organiseringen av reserverforvaltningen i banken. Ved vurderingen av de ulike alternativene vil en legge vekt på å skape en organisasjonsform som gir best mulig grunnlag for en høy kvalitet på forvaltningen og risi-

kokontrollen, sikrer klare ansvarsforhold og fremmer en effektiv ressursbruk. Uansett organisasjonsform vil det legges vekt på å knytte forvaltningsfunksjonen nærmere opp mot bankens ledelse.

## Tilrådinger

Norges Bank vil gi følgende anbefalinger for den fremtidige forvaltningsstrategi for Statens petroleumsfond:

1. Forvaltningen av fondet må skje ut fra en entydig rollefordeling mellom oppdragsgiver (Finansdepartementet) og den operative forvalter. Finansdepartementet må definere et klart mandat for forvaltningen, som skisserer hva som er oppdragsgivers ansvar, og hva som er forvalterens ansvar. For at både Finansdepartementet og den offentlige opinion skal kunne vurdere resultatet av forvaltningen, er det en forutsetning at målet for forvaltningen kun er knyttet opp mot finansiell avkastning. Det må videre presiseres hvilken tidshorisont som er relevant når det gjelder sannsynligheten for variasjon i den finansielle avkastning, og hvilke typer risiki en er opptatt av skal kontrolleres.
2. Fondets investeringer bør utvides til også å omfatte plasseringer i internasjonale aksjemarkeder. Ut fra en vurdering av hvilken tidshorisont som anses naturlig for fondets investeringer bør denne andelen være betydelig. Det kan neppe reises sterke faglige innvendinger mot å fastsette en aksjeandel på minst 30 %, men andre forvaltningsinstitusjoner med ansvar for større porteføljer med langsiktig plasseringshorisont har gjerne en høyere aksjeandel enn dette.
3. Aksjeinvesteringene bør være spredt mellom mange ulike markeder, og på en lang rekke enkeltaksjer i hvert marked. Ved en slik strategi vil en, selv med et betydelig større petroleumsfond enn i dag, kun eie små andeler av hver enkelt bedrifts egenkapital.
4. Det bør fastlegges en relativt lav toleranse for forventede avkastningsforskjeller mellom aksjeinvesteringene i hvert marked og en anerkjent og godt diversifisert markedsindeks.
5. I forhold til eksisterende forskrift for Petroleumsfondet bør en redusere andelen plassert i europeiske valutaer og markeder til fordel for plasseringer i Amerika og Asia. En bør

vurdere å inkludere flere markeder i Asia enn hva som er tilfelle i dag.

6. Ut fra hensynet til best mulig å sikre at de enkelte rammer for lav risiko for den samlede portefølje (fordeling mellom aktivaklasser, valuta - og markedsfordeling m.v.) som er fastlagt i Finansdepartementets retningslinjer er overholdt til enhver tid, bør ansvaret for den samlede kontroll sentraliseres til én institusjon. Denne institusjonen bør imidlertid ha adgang til å benytte seg av andre forvaltere for deler av porteføljen. Det må gjennomgående være hensiktsmessig å overlate det ope-

native ansvaret for eventuelle aksjeplasseringer til de forvaltere som kan gjøre dette mest kostnadseffektivt.

*Vedlegg: En enkel empirisk analyse av sammenhengen mellom risiko og avkastning ved aksje og obligasjonsinvesteringer.<sup>3</sup>*

<sup>3</sup> Dette vedlegget er ikke tatt med her. Det vises til artikkelen foran i bladet av Jens Petter Olsen, der temaet er tatt opp noe mer fylldig enn i vedlegget.

## ETABLERINGEN AV OPPGJØRSSYSTEMET TARGET OG MULIGE KONSEKVENSER FOR NORSK FINANSNÆRING

*Norges Bank sendte nedenstående brev til Finansdepartementet 20. mars 1997*

Vi viser til Finansdepartementets brev av 7. februar 1997. Nedenfor følger Norges Banks innspill til Revidert nasjonalbudsjett 1997 vedrørende spørsmål omkring TARGET-systemet. Første del gir en beskrivelse av selve systemet og arbeidet omkring dette, både på det tekniske og politiske plan. I andre del beskrives aspekter av relevans for norsk finansnæring. Vurderingene knytter seg utelukkende til TARGET, og er således avgrenset i forhold til andre nærliggende spørsmål rundt introduksjonen av euro.

### 1 Beskrivelse av TARGET

#### 1.1 Motiv og formål

Etableringen av den europeiske økonomiske og monetære union (ØMU) forutsetter at det etableres et system for gjennomføringen av den felles pengepolitikk. For at pengepolitikken skal kunne implementeres på en effektiv måte, er det en forutsetning at de pengepolitiske operasjoner kan gjennomføres under like betingelser og med lik virkning i hele euro-området. Dette krever at systemene for oppgjør av større betalinger er knyttet sammen. European Monetary Institute (EMI), som er forløperen til den europeiske sentralbanken i ØMU, leder arbeidet med utvikling-

en av et system for betalinger i euro mellom landene i EU, kalt TARGET<sup>1</sup>. Hensikten med etableringen av TARGET er først og fremst å legge til rette for gjennomføringen av pengepolitikken i ØMU.

TARGET vil i tillegg gjøre systemene for betaling i euro mellom landene i EU generelt mer effektive og sikre. Overførsel av penger fra en bank i et land til en bank i et annet land skjer i dag hovedsakelig ved bruk av korrespondentbanker, som er avsenderbankens forbindelser til oppgjørssystemene i de land penger skal overføres til. Overføringer kan alternativt skje via bankens egne filialer, dersom filial er opprettet i mottakerlandet. Dagens system innebærer at oppgjør av betalinger over landegrensene tar lengre tid enn i de nasjonale systemene.

Gjennom TARGET-systemet skal transaksjoner i euro kunne gjennomføres like effektivt og sikkert mellom EU-landene som innenfor de enkelte land, med endelig oppgjør i de enkelte lands sentralbanker.

<sup>1</sup> Akronym for Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer

### 1.2 Kort om systemets funksjonalitet

Transaksjonene som sendes gjennom TARGET, skal gjøres opp på bruttobasis og i realtid. Dette innebærer at hver transaksjon gjøres opp enkeltvis og med endelig virkning kontinuerlig gjennom dagen. Systemet skal også kunne benyttes ved oppgjør av nettoposisjoner som er fremkommet gjennom avregning mellom banker.

TARGET-systemet vil bestå av de nasjonale oppgjørssystemene knyttet sammen i et kommunikasjonsnettverk, kalt Interlink. Transaksjoner fra et land til et annet skal sendes via oppgjørssystemet i avsenderlandet, der sentralbanken belaster avsenderbankens konto og godskriver en konto tilhørende sentralbanken i mottakerlandet. Sentralbanken i mottakerlandet godskriver på sin side mottakende bank. Det er forutsatt at sentralbanken i avsenderlandet i løpet av 30 minutter skal ha mottatt en endelig bekreftelse på at oppgjør mot mottakende bank har funnet sted.

Deltakelse i TARGET-systemet krever at deltakerlandet har etablert et brutto realtids oppgjørssystem og den nødvendige kommunikasjonsplattform mot Interlink. TARGET skal være åpent i tidsrommet 0700 - 1800. For øvrig baseres utviklingen av systemet på et minimum av tilpasninger i de nasjonale oppgjørssystemene.

### 1.3 Kriterier for tilknytning til TARGET

Det er bestemt at EU-land både i og utenfor euro-området skal kunne knytte seg til TARGET. For de land som i utgangspunktet beholder sin nasjonale valuta, krever en tilknytning at landene har brutto oppgjørssystemer som kan håndtere transaksjoner i euro. Det er imidlertid ikke endelig bestemt hvilke tilknytningsregler som skal gjelde for landene utenfor euro-området. En endelig beslutning om dette vil ikke bli fattet før den europeiske sentralbanken (ESB) er opprettet tidlig i 1998.

For pengepolitikken funksjon i ØMU-området er tilknytning til TARGET bare nødvendig for de landene som skal delta i den monetære union. Ettersom TARGET vil utgjøre et effektiviserende element i de europeiske betalingssystemene, vil tilknytning også ha betydning for hvor gode betalingstjenester de enkelte banker kan tilby sine kunder. Med hensyn til konkurransevilkår vil tilgang til systemet således ha betydning for banker i alle de land som gjennom lovgivningen innen EU for øvrig har like rammevilkår.

Opgjørsdeltakeres tilgang til kreditt gjennom dagen blir ansett som viktig for å lette gjennomføringen av et oppgjør, fordi det ikke er samsvar mellom tidspunktene for inngående og utgående transaksjoner. Uten tilgang til en intradag låneordning må deltakerne til enhver tid ha andre likvide reserver tilgjengelig. Tilgangen til intradag kreditt er således et kostnadsspørsmål for deltakerne. Det er foreløpig ikke avklart innad i EU om banker som er knyttet til TARGET gjennom oppgjørssystemer utenfor euro-området, skal gis adgang til å dekke intradag likviditetsbehov i euro ved låneopptak. De endelige reglene bestemmes av ESB, som ennå ikke er etablert, jf. pkt. 1.3.

Diskusjonen om tilgangen til intradag kreditt er først og fremst knyttet til spørsmålet om slike kreditter til banker utenfor euro-området kan ha uheldige konsekvenser for den pengepolitiske styringen. Dette henger sammen med risikoen for at intradag-lån ikke tilbakebetales samme dag. Om sentralbanker utenfor euro-området yter kreditt over natten, vil den fremtidige europeiske sentralbanken ikke ha kontrollen med det totale tilbudet av euro i markedet. Dermed svekkes muligheten til å finregulere rentenivået.

Det er spesielt fra tysk og fransk hold at det argumenteres for at intradag-lån ikke bør ytes av sentralbanker utenfor euro-området. I tillegg til risikoen for redusert kontroll over den pengepolitiske styringen, argumenteres det med at like vilkår i TARGET for alle EU-land vil være en konkurransefordel for banker i de land som står utenfor den monetære unionen. Dette begrunnes med at disse landene ikke vil være forpliktet av den felles pengepolitikken. Den engelske sentralbanken har derimot uttrykt at EU-landene må få tilgang til TARGET på samme vilkår, og har argumentert med at ulike tilknytningskriterier vil virke diskriminerende til fordel for ØMU-landenes banker, hvilket kan komme i konflikt både med prinsippene for det indre marked og EUs konkurranselovgivning generelt, som er nedfelt i konkurransedirektivene.

EMI utreder i dag mulige alternative mekanismer for å begrense faren for at intradag kreditt utilsiktet blir til lån over natten i de land som ikke er fullt med i ØMU. Blant mulige tiltak er beløpsgrenser på intradag kreditt, tidligere stengt i TARGET, og sanksjoner, for eksempel i form av strafferenter.

#### 1.4 TARGETs betydning - Prinsipper for prissetting

Det er lagt til grunn at TARGET skal drives etter et prinsipp om full kostnadsdekning. Samtidig må en ved fastleggingen av prispolitikken ta hensyn til sentrale EU-prinsipper om jevne konkurranseforhold, og at sentralbankenes engasjement i betalingssystemene skal konsentreres om funksjoner som ikke, eller ikke godt nok, kan utføres av privat sektor. Et eksempel på dette er den risikoreduserende effekt oppgjør i en sentralbank har i systemer der store beløp overføres mellom banker.

Deltakernes kostnader ved bruk av TARGET er ikke bestemt. Dette gjelder prisene på oppgjør av enkelttransaksjoner, tilknytningspriser og eventuelle periodiske avgifter. Det er heller ikke avgjort om felles priser bare skal gjelde for overføringen gjennom TARGET, eller om felles priser skal gjelde for hele pengeoverføringen, som også involverer to lands nasjonale betalingssystemer. Prisnivået vil være avgjørende for mengden av og størrelsen på de transaksjoner som vil bli sendt til oppgjør gjennom TARGET, og for graden av effektivitet i hele systemet. Før prispolitikken er avgjort, er det derfor vanskelig å vurdere hvilken betydning systemet vil få.

Det er grunn til å forvente at effektiviteten i TARGET vil gjøre systemet attraktivt for større, ordinære transaksjoner parallelt med pengepolitiske operasjoner. I denne forbindelse har EMI ingen intensjoner om å sette øvre eller nedre grenser for beløpene som sendes gjennom TARGET. Likevel forventes det at mindre transaksjoner som ikke krever like raskt oppgjør av kostnadsgrunner vil bli ivaretatt av private og rimeligere systemer.

#### l Betydningen for norsk finansnæring

TARGET-systemet er under utforming, og flere sentrale spørsmål vil ikke bli endelig avklart før ESB er etablert. Dette gjelder både vilkårene for tilknytning til systemet og prispolitikken. Begge vil være avgjørende for hvilken betydning TARGET vil få for tjenester knyttet til betalingsstrømmene mellom de europeiske land. Enhver drøfting av konsekvenser for Norges del må skje i lys av denne usikkerheten.

Norges Bank står i regelmessig kontakt med EMI og europeiske sentralbanker og følger der

opp spørsmål knyttet til TARGET og ØMU, med henvisning til Norges særlige interesser i forbindelse med at norske banker gjennom EØS-avtalen i stor grad må forholde seg til de samme rammevilkår som europeisk banknæring for øvrig. EU-landene har ikke drøftet hvordan de vil forholde seg til en søknad om tilknytning til systemet fra et land utenfor EU. Dette spørsmålet ventes ikke å være aktuelt å behandle før tilknytningskriteriene for EU-land utenfor euro-området er nærmere avklart.

Finansnæringen er inne i en prosess hvor internasjonal konkurranse og grensekryssende tjenesteyting blir stadig viktigere. Næringen møter i større grad enn tidligere konkurranse fra utenlandske banker som etablerer filial i Norge, og innenlandske aktører krever samtidig at norske tjenesteytere kan tilby konkurransedyktige betalingstjenester overfor utlandet. Den teknologiske utviklingen har videre ført til at geografisk nærhet til kundene blir mindre betydningsfull. Store norske bedrifter, som handler mye med land innen euro-området, kan i fremtiden finne det lønnsomt å sende betalingsoppdrag til banker som kan tilby oppgjør i euro gjennom TARGET. Bedriftene vil dermed kunne sende og motta betalinger i euro raskere, og dermed også i prinsippet sikrere, enn hva norsk betalingsformidling i dag kan tilby gjennom korrespondentbanksystemet. Banker som er direkte knyttet til det europeiske betalingssystemet, vil i denne sammenheng kunne få en konkurransemessig fordel. Spesielt synes det nærliggende å anta at den konkurransemessige fordel vil være størst for utenlandske banker med filialer både i EU og Norge, og norske banker med filialer i EU-land. Fordelen må imidlertid vurderes opp mot kostnadene knyttet til etablering og drift av utenlandske filialer.

Betalingsformidling til og fra utlandet utgjør ingen betydelig inntektskilde for norske banker. Mer avgjørende er spørsmålet om indirekte inntektstap gjennom mulig tap av kundeforhold og markedsandeler på lengre sikt. En må regne med at bankenes mulighet til å yte effektive og rimelige tjenester stadig vil bli mer avgjørende for bedriftenes valg av bankforbindelse. Norske bedrifter vil kunne foretrekke å kjøpe flere tjenester enn bare betalingsformidling fra utenlandske banker. Dette må også ses i sammenheng med at norske bedrifters virksomhet stadig blir mer internasjonal rett.

Etableringen av et felles valutaområde i store deler av Europa vil bety at en enkelt korrespondentbank i EU i fremtiden får et mye større dekningsområde enn i dag. Antall bankforbindelser i dette området bør derfor kunne begrenses betraktelig. Denne strukturelle utviklingen bør gi reduserte faste kostnader i betalingsformidlingen med utlandet. Konkurransen mellom bankene vil videre kunne legge et ytterligere press på tilbyderne av slike tjenester, både når det gjelder priser og effektivitet. Etersom det trolig ikke vil være lønnsomt å effektivere mindre betalinger via TARGET, vil norske banker også i fremtiden sannsynligvis ha behov for et alternativt nettverk mot euro-området.

Norske banker kan også velge alternative kanaler for oppgjør av betalinger i euro. I denne sammenheng kan det trekkes frem at det i privat regi arbeides med nye og mer effektive systemer for oppgjør av betalinger mellom land. Norske banker kan også gjennom filialer, eventuelt datterbanker, i EU-området få tilknytning til TARGET. Flere norske banker er i dag etablert i EU-området. Etablering i utlandet innebærer imidlertid kostnader, og det kan stilles spørsmål ved lønnsomheten av etableringer utelukkende for tilgang til TARGET. Ved en vurdering av konkurransemessige fordeler må imidlertid, som også tidligere nevnt, slike kostnader vurderes i forhold til utenlandske bankers kostnader ved etablering av filial i Norge.

Distansetilknytning til et lands betalingssystem, «remote access», blir stadig oftere nevnt internasjonalt som en mulighet i forbindelse med bankenes ønske om å tilby grensekryssende tjenester. Distansetilknytning innebærer at banken knytter seg til betalingssystemet i det aktuelle land, som innenlandske banker, men uten å være fysisk etablert med representasjon i landet.

Slik tilknytning er blitt mulig som følge av den teknologiske utviklingen på dette området, men er et alternativ uten særlig erfaringsgrunnlag. Kostnadene ved en slik elektronisk etablering er trolig lave, men innebærer samtidig en rekke usikre momenter av praktisk art. Hvilke land som vil kunne knytte seg til TARGET gjennom distansedeltakelse, og til hvilke vilkår dette eventuelt vil kunne skje, er videre et uavklart spørsmål.

### 3 Konklusjoner

Etableringen av TARGET vil gi europeiske banker en ny og effektiv infrastruktur for gjennomføring av betalinger i euro mellom EU-land. Generelt vil etableringen av et felles valutaområde trolig skjerpe konkurransen i finansnæringen og bidra til rimeligere og mer effektiv betalingsformidling for næringslivet. TARGET-systemets fremtidige betydning for privat betalingsformidling kan imidlertid vanskelig vurderes før sentrale spørsmål som tilgangskriterier og prinsipper for prissetting er endelig avklart. Enhver drøfting av konsekvenser for norsk finansnæring må skje i lys av denne usikkerheten.

TARGET vil kunne endre konkurransebetingelsene for norske banker når det gjelder utenlandsk betalingsformidling. Det foreligger en reell mulighet for at større norske bedrifter i fremtiden i større grad vil velge utenlandske banker for å utnytte TARGET-systemets effektivitet og sikkerhet. Dette kan på lengre sikt også ha betydning for bedriftenes valg av bankforbindelse.

Sannsynligvis vil det spesielt være banker som har filialer både i Norge og innen EU-området som i denne sammenheng vil kunne få et konkurransemessig fortrinn. Dette fortrinnet må imidlertid vurderes i lys av kostnadene ved å etablere filialer i andre land.

## AUKSJONSKALENDER FOR STATSOBLIGASJONER OG STATSSERTIFIKATER 2. HALVÅR 1997

### Statsobligasjoner

Offentliggjøring	kl 12.00:	15.09	17.11
Auksjon	kl 10.00:	22.09	24.11
Oppgjør	kl 10.00:	25.09	27.11

### Statssertifikater

Offentliggjøring:	03.07	31.07	28.08	02.10	30.10	27.11
Auksjon:	07.07	04.08	01.09	06.10	03.11	01.12
Oppgjør:	09.07	06.08	03.09	08.10	05.11	03.12

# 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. 13. juni 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 <sup>1)</sup>	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente <sup>1)</sup>	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1995									
Juli	01.-15.	7,0	3,3	0,1	—	—	6,9	5,35	2,2
	16.-31.	7,0	3,1	0,2	6,6	5,22	1,5	5,42	1,9
August	01.-15.	7,0	3,3	0,1	0,9	4,96	1,3	4,96	3,4
	16.-31.	7,0	3,1	0,1	1,8	5,15	—	—	2,2
September	01.-15.	7,0	3,3	0,3	—	—	10,0	5,25	2,7
	16.-30.	7,0	3,3	0,2	4,5	5,21	2,4	5,22	2,0
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



## 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-	5,25%	5,4%	3,25%	3,3%

## FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

### Kronens kursordning

*f.o.m. 06.05.94* (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)

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

### Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

*f.o.m. 31.10.96* (Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996) Norges Bank innfører gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer for å kunne tilføre likviditet til pengemarkedet. I første omgang inngås gjenkjøpsavtaler bare med bankene, inkludert filialer av utenlandske banker i Norge. Gjenkjøpsavtalene vil delvis erstatte fastrentelånene til bankene.

*f.o.m. 31.10.96* (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

# Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1995	31/12 1996	28/2 1997	31/3 1997	30.4 1997
<b>Fordringer på utlandet</b>	151 481	235 087	242 613	247 933	264 060
Internasjonale reserver	143 696	170 335	184 429	185 856	193 891
Plassering av Statens Petroleumsfond	—	47 539	47 354	46 406	47 800
Andre fordringer på utlandet	7 785	17 213	10 830	15 671	22 369
<b>Fordringer på norske finansinstitusjoner</b>	10 097	368	6 588	174	92
Lån til private banker	10 069	247	6 609	191	108
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	83	176	34	38	39
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
<b>Fordringer på statsforvaltningen</b>	18 831	12 827	11 270	11 119	11 966
Ihendehaverobligasjoner	11 669	10 686	8 733	8 752	8 950
Andre verdipapirer	6 388	1 727	2 288	2 074	2 671
Andre fordringer	744	414	249	293	345
<b>Fordringer på andre norske sektorer</b>	1 265	862	860	948	854
Verdipapirer og utlån	594	528	524	525	526
Andre fordringer	671	334	336	423	328
<b>Varebeholdning produksjonsbedrifter</b>	40	36	36	33	33
<b>Varige driftsmidler</b>	2 281	2 223	2 208	2 200	2 196
<b>Kursreguleringer</b>	—	—	3 446 <sup>1)</sup>	7 149 <sup>1)</sup>	—
<b>Kostnader</b>	—	—	785	1 235	3 757
<b>Elendeler i alt</b>	183 995	251 403	267 806	270 791	282 958
<b>Gjeld til utlandet</b>	8 627	18 185	11 690	16 515	23 242
NOK-gjeld til IMF	4 400	4 505	4 643	4 768	4 562
Annen gjeld til utlandet	4 227	13 680	7 047	11 747	18 680
<b>Sedler og mynt i omløp</b>	42 069	43 324	40 224	40 727	39 704
<b>Innenlandske innskudd</b>	102 711	158 883	181 263	175 888	177 432
Statskassen	94 912	80 586	119 043	102 663	120 668
Statens Petroleumsfond	—	47 539	47 354	46 406	47 800
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 544	3 190	3 287	3 207	3 176
Private banker	979	24 481	8 899	21 038	3 366
Andre finansinstitusjoner	3 162	2 976	2 568	2 454	2 318
Andre norske sektorer	114	111	112	120	104
<b>Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen</b>	0	0	478	892	1 434
<b>Annen innenlands gjeld</b>	221	458	170	198	213
<b>Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF</b>	1 576	1 554	1 555	1 548	1 623
<b>Fond</b>	28 791	28 999	28 999	28 999	28 999
<b>Kursreguleringer</b>	—	—	—	—	5 096
<b>Inntekter</b>	—	—	3 427 <sup>2)</sup>	6 024 <sup>2)</sup>	5 215
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	183 995	251 403	267 806	270 791	282 958

**Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:**

Valuta solgt på levering	0
Valuta kjøpt på levering	247
Derivater solgt	139
Derivater kjøpt	2 139
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310

<sup>1)</sup> Kursreguleringer består i hovedsak av urealiserte valutakurstap som følge av appresiering av den norske krone. Kursreguleringer vedr. immuniseringsporteføljen og Statens petroleumsfond er inkludert.

<sup>2)</sup> Deler av det urealiserte valutakurstapet som omtales under 1, motsvares av reduserte kronefordringer for immuniseringsporteføljen og Statens petroleumsfond. Regnskapsteknisk fremkommer dette som inntekter for Norges Bank.

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

	31/12 1995	31/12 1996	28/2 1997	31/3 1997	30/4 1997
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 926	2 290	2 178	2 163	2 315
Reserveposisjon i IMF	5 976	5 728	5 595	5 422	6 123
Lån til IMF	673	733	728	725	811
Bankinnskudd i utlandet	4 376	3 047	-1 407	-959	-248
Utenlandske statskassveksler	8 678	7 204	5 699	4 335	2 912
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	107 370	103 037	140 178	133 883	142 570
Utlån utenlandske banker	9 787	44 792	27 268	36 155	35 217
Oppptjente, ikke forfalte renter	3 626	3 219	3 906	3 847	3 906
<b>Totalt</b>	<b>143 696</b>	<b>170 335</b>	<b>184 430</b>	<b>185 856</b>	<b>193 891</b>

Kilde: Norges Bank

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

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 597	4 000	3 888	5 593	4 246
Utlån i alt	182 420	176 959	178 828	178 512	178 942
Herav:					
Til publikum	173 802	171 716	172 396	172 127	171 339
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 531	3 531	3 531	3 136
Andre eiendeler	11 959	10 041	12 980	9 993	12 358
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>202 517</b>	<b>194 531</b>	<b>199 227</b>	<b>197 629</b>	<b>198 682</b>
Ihendehaverobligasjonslån	12 396	12 531	13 479	12 494	14 130
Herav:					
I norske kroner	11 744	11 872	12 820	11 861	13 478
I utenlandsk valuta	652	659	659	633	652
Andre lån	153 615	151 205	151 468	151 768	153 071
Herav:					
Statskassen	152 073	149 900	149 187	150 112	150 253
Annen gjeld m.v.	25 996	20 538	24 025	24 754	23 044
Aksjekapital, fond	10 510	10 257	10 255	8 613	8 432
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>202 517</b>	<b>194 531</b>	<b>199 227</b>	<b>197 629</b>	<b>198 682</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning	3 014	3 798	3 566	3 892	3 700
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank <sup>2)</sup>	3 188	4 228	4 662	24 599	20 912
Innskudd i forretnings- og sparebanker	15 103	17 316	15 912	14 153	17 310
Innskudd i utenlandske banker	22 749	19 930	18 514	13 691	26 779
Statssertifikater	20 269	21 751	20 445	22 886	21 923
Andre sertifikater	19 675	18 626	21 831	20 880	23 416
Stats- og statsbankobligasjoner	32 103	32 629	29 561	28 932	25 501
Andre ihendehaverobligasjoner	22 379	24 123	25 222	28 114	27 235
Lån til utlandet	27 944	31 105	31 449	32 066	39 095
Utlån til publikum	532 742	552 339	566 821	583 923	601 185
Herav:					
I utenlandsk valuta	27 952	27 995	28 050	28 597	30 355
Utlån til private finansinstitusjoner	19 774	22 395	21 543	18 706	20 552
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	51 275	29 746	48 168	31 866	57 897
Andre eiendeler <sup>3)</sup>	54 602	55 300	50 973	48 901	62 381
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>824 817</b>	<b>833 286</b>	<b>858 667</b>	<b>872 609</b>	<b>947 886</b>
Innskudd fra publikum	468 077	475 762	464 451	481 490	475 778
Herav:					
I utenlandsk valuta	22 148	18 789	20 239	19 851	17 815
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	11 359	12 318	16 079	15 021	18 862
Innskudd fra private finansinstitusjoner	30 733	29 302	30 968	31 562	25 981
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v.	61 293	37 279	56 047	40 697	64 839
Innlån i form av banksertifikater	29 086	31 844	36 166	30 621	35 020
Lån og innskudd fra Norges Bank	7 398	6 238	450	446	379
Lån og innskudd fra utlandet	58 837	72 950	72 019	95 292	126 219
Annen gjeld	100 724	108 134	121 001	113 744	137 294
Aksje-/grunnfondskapital	22 313	22 621	22 853	22 738	22 685
Avsetninger, fond etc.	32 179	31 915	31 758	32 993	38 171
Nettoinntekt	2 818	4 923	6 875	8 005	2 658
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>824 817</b>	<b>833 286</b>	<b>858 667</b>	<b>872 609</b>	<b>947 886</b>
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	60 764	63 509	63 551	59 308	80 700
Gjeld overfor utlandet	86 681	98 550	99 792	127 849	164 826

<sup>1)</sup> Omfatter også Postbanken.

<sup>2)</sup> Fom. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

<sup>3)</sup> Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
<b>Utlån til:</b>					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	12 452	12 307	13 303	13 675	14 439
Foretak <sup>2)</sup>	170 399	179 067	183 348	184 878	194 040
Husholdninger <sup>3)</sup>	349 891	360 965	370 170	385 370	392 706
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>532 742</b>	<b>552 339</b>	<b>566 821</b>	<b>583 923</b>	<b>601 185</b>
<b>Innskudd fra</b>					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	31 707	35 933	30 259	35 439	29 477
Foretak <sup>2)</sup>	130 770	123 116	122 662	138 813	129 842
Husholdninger <sup>3)</sup>	305 600	316 713	311 530	307 238	316 459
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>468 077</b>	<b>475 762</b>	<b>464 451</b>	<b>481 490</b>	<b>475 778</b>

<sup>1)</sup> Omfatter også Postbanken

<sup>2)</sup> Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og stalling eide foretak.

<sup>3)</sup> Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnsstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	10 115	8 865	10 530	3 706	8 191
Sertifikater	4 655	3 874	4 081	2 731	8 611
Stats- og statsbankobligasjoner	2 224	1 592	1 542	1 532	1 842
Andre ihendehaverobligasjoner	13 462	14 714	14 565	14 298	16 769
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	436	459	348	258	212
Publikum	64 808	62 998	62 880	59 520	64 249
Andre	9 850	12 683	11 484	8 960	9 264
Andre eiendeler	5 934	2 863	3 168	3 451	1 525
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>111 484</b>	<b>108 048</b>	<b>108 598</b>	<b>94 456</b>	<b>110 663</b>
Sertifikater	18 103	18 317	17 761	7 828	22 735
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>1)</sup>	39 429	36 415	38 557	37 509	36 656
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta <sup>1)</sup>	30 299	29 836	30 618	29 783	30 452
Andre innlån	12 435	12 304	10 401	10 046	11 733
Egenkapital	7 857	7 857	7 857	6 641	6 482
Annen gjeld	3 361	3 319	3 404	2 649	2 605
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>111 484</b>	<b>108 048</b>	<b>108 598</b>	<b>94 456</b>	<b>110 663</b>

<sup>1)</sup> Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	700	889	686	833	752
Sertifikater	22	10	5	32	32
Ihendehaverobligasjoner	13	13	13	14	5
Utlån <sup>1)</sup> (brutto)	28 504	28 269	30 924	32 984	33 849
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	26 092	26 308	28 387	30 266	31 094
Utlån til andre sektorer (netto)	1 137	651	1 070	1 058	1 241
Andre eiendeler <sup>2)</sup>	1 053	964	931	935	1 011
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>30 292</b>	<b>30 145</b>	<b>32 559</b>	<b>34 798</b>	<b>35 649</b>
Sertifikater	2 575	2 060	1 935	2 145	2 060
Ihendehaverobligasjonslån	230	270	255	280	304
Lån fra andre enn banker	4 979	4 464	4 377	4 933	4 019
Lån fra banker	14 663	15 335	17 675	18 532	20 473
Annen gjeld m.v.	4 163	4 311	4 599	5 195	4 732
Kapital, fond	3 682	3 705	3 718	3 713	4 061
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>30 292</b>	<b>30 145</b>	<b>32 559</b>	<b>34 798</b>	<b>35 649</b>

<sup>1)</sup> Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

<sup>2)</sup> Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 863	8 541	9 317	8 968	7 076
Norske sertifikater	19 988	22 451	18 083	17 230	18 514
Utenlandske statskassaveksler og sertifikater	3 973	2 396	2 211	292	0
Norske ihendehaverobligasjoner	72 264	74 245	76 908	84 187	85 677
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	25 687	32 157	33 595	31 840	34 942
Norske aksjer og andeler	18 884	19 271	19 584	23 072	20 823
Utenlandske aksjer og andeler	7 305	8 570	9 853	10 723	13 213
Utlån til publikum	52 000	51 479	50 449	49 404	48 099
Utlån til andre sektorer	958	1 094	717	766	1 067
Andre spesifiserte eiendeler	26 856	25 355	25 912	23 065	27 000
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>236 778</b>	<b>245 559</b>	<b>246 629</b>	<b>249 547</b>	<b>256 411</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.<sup>1)</sup> Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 859	2 830	3 024	3 713	3 146
Norske ihendehaverobligasjoner	36 547	37 728	38 041	38 369	39 810
Utlån til publikum	5 640	5 480	5 290	5 170	4 450
Andre spesifiserte eiendeler	13 964	14 493	15 038	15 145	15 910
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>59 009</b>	<b>60 531</b>	<b>61 393</b>	<b>62 397</b>	<b>63 316</b>

<sup>1)</sup> Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 602	8 350	8 167	8 385	8 459
Norske sertifikater	7 111	8 439	8 565	8 366	7 091
Utenlandske sertifikater	897	540	678	51	86
Norske ihendehaverobligasjoner	16 171	16 735	15 798	17 407	17 191
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 586	7 495	8 378	8 220	7 728
Norske aksjer	8 812	9 360	9 598	9 678	10 083
Utenlandske aksjer	3 512	3 410	3 087	3 204	3 578
Utlån til publikum	3 961	3 853	3 741	4 006	4 629
Utlån til andre sektorer	207	108	114	113	135
Andre spesifiserte eiendeler	15 475	14 790	15 252	14 483	16 495
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>770 334</b>	<b>73 080</b>	<b>73 378</b>	<b>73 913</b>	<b>75 475</b>

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
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>38 096</b>	<b>37 132</b>	<b>45 774</b>	<b>64 714</b>	<b>74 662</b>

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
<b>Andelskapital i alt</b>	<b>36 841</b>	<b>36 494</b>	<b>45 296</b>	<b>64 236</b>	<b>74 184</b>

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	31/3 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 058	58 910	58 919	70 127	72 416
Stallige låneinstitutter <sup>1)</sup>	103	314	323	918	951
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	1 749	2 417	5 060	5 699	5 756
Forsikringsselskaper m.v.	24 735	25 631	30 289	37 121	41 161
Øvrige finansinstitusjoner	401	341	343	367	469
Kommuneforvaltning og -foretak	88	125	185	1 051	804
Statlig eide foretak m.v.	4 905	5 029	5 406	6 267	6 436
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	10 657	11 478	12 667	23 813	31 709
Øvrige ikke-finansielle foretak	49 580	50 847	57 049	90 998	99 228
Husholdninger	27 329	27 270	31 625	36 209	41 499
Utlandet	62 793	77 945	96 067	136 008	151 492
Ufordelt	122	3	1 405	0	999
<b>I alt</b>	<b>224 519</b>	<b>260 312</b>	<b>299 338</b>	<b>408 580</b>	<b>452 920</b>

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

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

3) Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/3 1997
Sparebanker	2 495	5 193	5 649	5 941	5 958
Forretningsbanker <sup>1)</sup>	8 393	12 563	12 578	12 781	12 872
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	26 202
Utlandet	653	1 615	1 657	1 179	1 168
Ufordelt	10	0	768	357	357
I alt	41 841	51 271	54 746	54 387	55 098

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.<sup>3)</sup> Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

1. kvartal 1997	Kjøper-/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finans- foretak. <sup>1)</sup>	Forretn.- og spare- banker <sup>2)</sup>	Forsik- rings- sels- skaper mv.	Andre finans- foretak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>4)</sup>
Låntakersektor											
Forretningsbanker <sup>2)</sup>	106	0	80	261	11	-25	466	-11	-624	2	266
Forsikringsselskaper	0	0	-25	-23	0	0	-187	-27	-273	534	0
Andre finansinstitusjoner	0	0	0	0	0	0	-8	-4	0	12	0
Statlig eide foretak	-44	-28	-97	-345	-8	6	176	-79	420	3	6
Øvrige ikke-fin. foretak	-190	-21	62	-400	6	-241	4 519	-178	-1 388	352	2 521
Utlandet	-2	0	169	-35	2	1	379	40	-204	22	372
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-131	-49	190	-542	12	-259	5 345	-257	-2 070	926	3 165

<sup>1)</sup> Postbanken/giro før 1995 er lagt til denne sektoren.

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

<sup>3)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>4)</sup> 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	31/3 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 870	40 539	39 837	37 815	38 237
Norges Bank	7 590	9 753	11 890	10 193	7 973
Statlige låneinstitutter <sup>1)</sup>	19 600	19 808	5 464	2 590	2 997
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	56 265	47 257	59 927	66 284	70 230
Forsikringselskaper m.v.	115 962	119 405	134 816	147 303	156 558
Øvrige finansinstitusjoner	28 014	19 152	17 424	11 487	11 978
Kommuneforvaltning og -foretak	5 806	6 216	6 482	6 781	6 784
Statlig eide foretak m.v.	3 308	2 420	2 865	1 908	1 724
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	16 317	11 507	12 531	16 131	17 830
Øvrige ikke-finansielle foretak	27 111	21 803	20 292	22 520	24 238
Husholdninger	7 783	8 052	9 087	7 552	7 573
Utlandet	10 562	8 570	12 160	17 450	20 547
Ufordelt	68	49	716	1	33
I alt	341 256	314 530	333 491	348 015	366 702

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	31/3 1997
Statsforvaltningen	98 439	110 839	123 565	126 297	133 117
Statlige låneinstitutter <sup>1)</sup>	21 978	17 724	14 765	13 085	15 550
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	51 426	54 790	53 431	66 283	73 792
Private kredittforetak	62 122	53 029	51 518	43 256	42 618
Andre finansinstitusjoner	2 072	1 568	2 340	2 271	3 209
Kommuneforvaltning og -foretak	44 843	43 628	42 779	44 306	43 121
Statlig eide foretak m.v.	7 896	8 026	8 956	11 396	10 805
Øvrige ikke-finansielle foretak	15 103	16 333	15 792	16 824	17 526
Husholdninger	96	840	1 124	1 305	817
Utlandet	540	1 040	1 100	3 056	3 383
Ufordelt	921	0	1 154	0	0
I alt	305 438	307 818	316 525	327 180	343 938

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<sup>3)</sup>. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

1. kvartal 1997	Kjøper -/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offentl. finansforetak. <sup>1)</sup>	Forretn.- og sparebanker <sup>2)</sup>	Forsikrings- og selskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>4)</sup>
Låntakersektor											
Statsforvaltningen	-631	-2 373	-4 269	8 574	161	216	1 884	164	3 071	6	6 804
Stallige låneinstitutter <sup>1)</sup>	0	431	693	1 038	56	51	152	36	9	0	2 466
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	620	0	6 777	-666	264	-132	686	16	94	1	7 660
Kredittforetak	80	0	69	-631	35	-86	184	-267	-24	1	-639
Andre finansinstitusjoner	0	0	-28	15	0	0	4	4	0	0	-4
Kommuneforvaltning og -foretak	272	0	-150	-868	26	-17	227	32	3	0	-477
Statlig eide foretak m.v.	62	0	-153	253	-89	-20	-383	38	0	0	-292
Øvrige ikke-finansielle foretak	90	0	514	804	-89	0	167	71	61	24	1 644
Husholdninger	0	0	7	-53	-1	-11	9	-19	-0	0	-68
Utlandet	0	0	10	211	20	0	216	20	-150	0	327
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	493	- 1943	3 470	8 676	384	2	3 147	95	3 065	33	17 422

<sup>1)</sup> Postbanken/giro før 1995 er lagt til denne sektoren.

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

<sup>3)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>4)</sup> 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	31/3 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	672	745	2 525	5 582	4 655
Norges Bank	21 769	3 914	6 388	1 731	2 072
Stallige låneinstitutter <sup>1)</sup>	12 340	11 733	887	965	2 149
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	10 348	15 937	31 192	41 792	47 048
Forsikrings- og selskaper m.v.	11 586	24 851	29 707	28 882	25 328
Øvrige finansinstitusjoner	3 064	864	845	2 161	7 812
Kommuneforvaltning og -foretak	508	1 141	1 617	1 794	1 648
Statlig eide foretak m.v.	1 378	758	2 491	1 878	3 044
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	4 847	7 973	12 331	13 137	14 365
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 637	4 166	4 645	7 067	7 153
Husholdninger	303	384	591	397	692
Utlandet	603	2 853	4 397	1 422	9 566
Ufordelt	0	92	226	0	0
I alt	72 056	75 411	97 842	106 806	125 532

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

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

<sup>3)</sup> Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Statssertifikater	33 000	33 000	34 000	36 000	48 000
Banksertifikater	29 555	32 065	37 838	31 109	37 470
Kreditsertifikater	8 681	9 065	8 530	5 780	5 580
Finanssertifikater	2 585	2 060	1 935	2 145	2 050
Lånesertifikater	29 280	26 171	27 678	31 297	31 791
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	17 862	14 148	15 364	16 861	16 305
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	4 528	5 586	6 752	7 176	7 726
Statlig eide foretak	2 250	900	300	2 010	550
Private foretak	4 640	5 537	5 262	5 250	7 210
Utlandet	200	350	350	0	0
<b>I alt</b>	<b>103 301</b>	<b>102 711</b>	<b>110 331</b>	<b>106 331</b>	<b>124 891</b>

Kilde: Norges Bank

## Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skade-/kredittforsikringsselskaper	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3
Forretningsbanker	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
Sparebanker	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Lån med garanti</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	1,8	1,1	0,8	0,7	0,7
Bank	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Markedslån i alt</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K2	K3 <sup>1)</sup>	M2	K2	K3 <sup>1)</sup>	M2	K2	M2
	1989							
Desember	900,7	1 080,8	429,6	6,9	6,4	7,5		
1990								
Desember	928,1	1 092,5	453,4	3,8	3,4	6,0		
1991								
Desember	907,2	1 071,4	500,1	-2,4	-2,1	10,6		
1992								
Desember	882,3	1 069,5	542,1	-3,3	-1,7	7,3	-4,5	9,5
1993								
Desember	875,5	1 074,1	545,7	-1,8	-1,7	0,5	-1,1	1,2
1994								
Desember	890,5	1 073,2	582,5	2,3	1,1	6,5	2,7	1,5
1995								
Mai	905,0	1 084,8	601,5	3,5	2,6	6,1	5,7	11,4
Juni	905,1	1 088,9	605,5	2,9	3,3	6,1	4,3	14,3
Juli	908,8	1 085,6	609,6	3,3	3,3	6,1	3,3	13,0
August	916,2	1 093,1	615,3	4,1	3,9	6,2	3,2	10,4
September	920,6	1 100,0	614,2	4,3	3,8	5,2	4,8	8,3
Oktober	924,9	1 105,7	619,3	4,5	4,3	6,7	6,1	7,6
November	928,4	1 107,8	623,3	4,8	4,6	6,7	6,5	6,2
Desember	931,7	1 122,3	614,1	4,9	5,3	5,1	5,8	3,6
1996								
Januar	935,7	1 122,9	624,5	5,0	5,2	7,0	4,7	2,9
Februar	937,4	1 121,3	630,6	4,6	4,7	8,6	4,1	2,7
Mars	942,2	1 127,6	640,2	4,4	4,4	8,9	3,9	8,6
April	950,4	1 133,3	635,8	5,1	4,2	6,5	4,7	9,9
Mai	954,8	1 140,7	635,8	5,2	4,8	5,8	5,9	9,4
Juni	956,3	1 141,4	634,7	5,4	4,4	4,9	6,5	2,3
Juli	962,6	1 143,7	644,0	5,7	4,6	5,7	6,3	1,7
August	969,8	1 147,8	630,5	5,8	4,7	2,5	6,1	-0,5
September	976,6	1 157,8	635,8	5,9	5,0	3,6	7,1	0,9
Oktober	982,5	1 167,4	645,7	6,1	5,0	4,2	8,0	-0,5
November	988,2	1 169,4	648,4	6,3	4,7	4,0	8,3	4,4
Desember	990,6	1 179,9	652,1	6,1	5,0	6,0	7,4	7,7
1997								
Januar	999,0	...	649,8	6,8	...	4,0	6,8	8,2
Februar	1 006,8	...	639,1	7,2	...	1,3	6,5	2,3
Mars	1 013,4	...	645,0	7,4	...	0,7	7,6	-2,5
April	1 030,2	...	652,4	8,0	...	2,6	9,1	-2,8

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 kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	31/12-1994		31/12-1995		31/12-1996		30/4-1997 <sup>1)</sup>	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	477 671	6,9	521 352	9,6	583 923	11,8	615 342	12,9
Statlige låneinstitutter	176 625	-2,2	175 439	-0,6	172 126	-1,9	171 202	-1,0
Norges Bank	613	-2,7	590	-3,8	525	-11,0	520	-3,9
Kredittforetak	63 219	-11,8	62 052	-1,0	59 520	-4,5	67 787	5,0
Finansieringsselskaper	24 264	28,0	30 430	25,5	30 266	-0,5	31 498	18,4
Livsforsikringselskaper	62 306	-6,3	52 000	-16,5	48 099	-7,5	46 831	-8,6
Pensjonskasser og -fond	6 996	-15,4	6 065	-13,3	5 340	-12,0	4 450	-23,1
Skadeforsikringselskaper	4 147	-4,1	3 961	-4,5	4 629	16,9	4 630	21,2
Obligasjonsgjeld <sup>2)</sup>	67 950	0,3	68 649	1,0	72 080	5,0	69 786	2,7
Sertifikatgjeld	5 672	95,5	9 657	70,3	14 436	49,5	16 553	40,3
Markedslån	4 000	-11,1	4 500	12,5	2 200	-51,5	2 200	-42,1
Sum innenlandsk kreditt (K2) <sup>3)</sup>	893 463	2,3	934 695	4,9	993 144	6,1	1 030 799	8,0

<sup>1)</sup> Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

<sup>2)</sup> Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

<sup>3)</sup> Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

Tabell 23 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1995		1996		1/1-31/3		1997	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter <sup>1)</sup>	16,9	2,9	-39,0	-6,3	-4,2	-0,7	-9,2	-1,4
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner <sup>2)</sup>	2,6	0,4	-3,9	-0,6	4,9	0,8	-14,9	-2,3
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-1,3	-0,2	-3,3	-0,5	-0,1	-0,0	-0,8	-0,1
Private bankers og Postbankens kredittstilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	47,8	8,2	60,6	9,8	16,3	2,6	17,6	2,7
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-1,0	-0,2	-0,5	-0,1	-1,0	-0,2	1,2	0,2
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 valutasalg til bankene <sup>3)</sup> (kjøp (-))	-30,7	-5,2	1,7	0,3	-2,6	-0,4	19,4	3,0
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-5,8	-1,0	18,3	3,0	10,1	1,6	-20,7	-3,2
Endring i pengemengden i alt	30,2	5,1	36,9	6,0	24,5	4,0	-7,7	-1,2
Memo: Oljeskatter	27,8	4,7	33,1	5,4	2,0	0,3	1,6	0,2

Fotnoter står under tabell 23 b.

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

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd <sup>4)</sup>	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
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								
Desember	39 076	282 983	86 100	408 159	208 124	616 283	30 181	5,1
1996								
Januar	36 701	287 055	86 005	409 761	217 291	627 052	41 121	7,0
Februar	36 205	299 203	84 907	420 315	223 097	643 412	50 785	8,6
Mars	36 249	296 546	87 876	420 671	220 088	640 759	52 284	8,9
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	316 287	88 816	442 855	209 033	651 888	24 836	4,0
Februar	37 729	317 578	90 610	445 917	205 938	651 855	8 443	1,3
Mars	37 452	315 945	90 807	444 204	201 276	645 480	4 721	0,7
April	36 806	313 067	95 263	445 136	202 039	647 175	16 691	2,6

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

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

<sup>2)</sup> Omfatter publikums nettkjøp av statspapiere (-), Folke- trygdefondets nettkjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), utlånsøkning fra statlige låneinstitutter (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank (+).

<sup>3)</sup> Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

<sup>4)</sup> 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				Beholdning	
	Året				pr. 31/12	pr. 31/12
	1993	1994	1995	1996	1995	1996
Bankinnskudd m.v. <sup>1)</sup>	4,5	5,6	12,8	9,5	333,4	342,9
Obligasjoner m.v. <sup>2)</sup>	-1,0	-0,2	-0,8	-0,3	10,0	8,3
Aksjer m.v. <sup>3)</sup>	4,2	1,0	3,7	3,2	87,6	97,9
Verdipapirfondsandeler	5,8	6,3	2,6	4,8	27,2	37,4
Forsikringskrav	16,5	16,7	18,6	20,1	287,2	311,4
Utlån og andre fordringer <sup>4)</sup>	2,5	7,9	5,4	3,9	83,3	87,3
<b>Fordringer i alt</b>	<b>32,5</b>	<b>37,3</b>	<b>42,3</b>	<b>41,2</b>	<b>828,7</b>	<b>885,2</b>
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	11,9	18,3	25,9	44,0	341,1	385,3
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	-6,5	-0,8	0,7	-2,3	126,6	123,6
Lån i private kredittforetak og fin.selskaper	-2,2	0,3	0,2	-9,4	43,3	33,5
Lån i forsikringselskaper	-5,7	-4,6	-3,5	0	42,0	41,9
Annen gjeld <sup>5)</sup>	4,6	-1,1	-1,4	-2,2	75,0	73,2
<b>Gjeld i alt</b>	<b>2,1</b>	<b>12,1</b>	<b>21,9</b>	<b>30,1</b>	<b>628,0</b>	<b>657,5</b>
<b>Netto</b>	<b>30,4</b>	<b>25,2</b>	<b>20,4</b>	<b>11,1</b>	<b>200,7</b>	<b>277,7</b>

<sup>1)</sup>Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

<sup>2)</sup>Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

<sup>3)</sup>VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis.

<sup>4)</sup>Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

<sup>5)</sup>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		1/1-31/5	
	1995	1996	1996	1997
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	26 308	-43 859	-27 388	-57 070
Stats- og statsbankpapirer	-30 555	-5 973	-11 095	-15 503
Valutemarkedet	1 019	86 397	21 232	41 812
Beholdning av sedler og mynt <sup>1)</sup> (anslag)	-1 620	-1 621	3 689	3 721
Norges Banks andre transaksjoner <sup>1)</sup> (anslag)	113	-1 539	82	618
D-lån	1 553	-2 366	-2 567	-100
F-lån	3 354	-7 180	17 188	4 645
Annen sentralbankfinansiering	-314	-6 508	-13	8 104
<b>Reserver i alt</b>	<b>-142</b>	<b>17 350</b>	<b>1 128</b>	<b>-13 772</b>
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-164	17 426	2 104	-13 772
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	22	-76	-976	0

<sup>1)</sup>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								
Mai	4,9	4,8	4,9	4,8	5,0	4,9	6,5	4,5
Juni	5,0	4,9	5,0	4,9	5,3	5,2	6,5	4,5
Juli	5,0	4,9	5,1	5,0	5,4	5,4	6,5	4,5
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

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerente.

NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser <sup>1)</sup> for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM
1996											
Mai	3,2	3,8	3,7	3,8	5,9	0,6	6,2	5,4	4,3	0,3	1,4
Juni	3,3	3,9	3,7	3,9	5,8	0,5	5,9	5,5	4,4	0,4	1,5
Juli	3,3	3,9	3,6	3,8	5,8	0,6	5,6	5,6	4,4	0,6	1,6
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

<sup>1)</sup> 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner <sup>1)</sup> (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1996						
Mai	5,3	5,6	6,0	6,3	6,9	7,1
Juni	5,6	6,0	6,2	6,7	7,0	7,3
Juli	5,8	6,1	6,3	6,7	7,0	7,5
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

<sup>1)</sup> 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 statsobligasjoner <sup>1)</sup> i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM <sup>3)</sup>
1996											
Mai	6,6	7,5	7,5	6,5	8,3	3,3	8,2	6,8	7,4	-0,2	0,3
Juni	6,7	7,6	7,3	6,6	8,2	3,2	8,1	7,0	7,4	-0,1	0,4
Juli	6,6	7,5	7,2	6,5	8,0	3,3	8,0	7,0	7,3	-0,0	0,5
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			2,7	6,5	6,8			

<sup>1)</sup> Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

<sup>3)</sup> 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 <sup>1)</sup>			
	Rammelån	Nødbetalingslån		Utlån	Rammelån	Nødbetalingslån		Utlån
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig <sup>2)</sup>	Andre utlån <sup>3)</sup>	i alt	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig <sup>2)</sup>	Andre utlån <sup>3)</sup>	i alt
1. kvartal 1996								
Forretningsbanker	9,33	7,12	7,01	7,33	9,55	7,13	7,15	7,44
Sparebanker	9,65	7,11	7,34	7,42	10,00	7,12	7,45	7,51
Sum banker	9,45	7,12	7,15	7,37	9,71	7,12	7,28	7,47
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	5,51	5,91	5,97
Sparebanker	8,16	5,50	6,18	5,90	8,37	5,51	6,28	5,94
Sum banker	8,03	5,50	5,93	5,90	8,22	5,51	6,07	5,96

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Tallene for 4. kvartal 1995 gjelder lån med løpetid mer enn 1 år.

<sup>3)</sup> Tallene for 4. kvartal 1996 gjelder lån med løpetid t.o.m. 1 år.

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
1. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,70	4,82	3,92	3,61	4,77
Sparebanker	3,63	4,95	3,95	3,46	4,77
Sum banker	3,67	4,89	3,93	3,55	4,77
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

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
1. kvartal 1996	6,3	6,4	6,3
2. " "	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

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
1. kvartal 1996	7,2	7,6	7,3
2. " "	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

Kilde: Norges Bank

## Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker<sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	1. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,1	6,5	6,8	5,6
Rentekostnader	4,7	4,3	4,5	3,6
Netto renteinntekter	2,4	2,2	2,3	2,0
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,2	1,2	1,3
Andre driftskostnader	2,5	2,4	2,3	2,1
Driftsresultat før tap	1,1	1,0	1,2	1,2
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,3	1,7	1,2
Kapitaldekning i prosent	11,9	11,5	11,4	11,3
Herav:				
Kjernekapital	8,2	8,1	7,9	7,8

<sup>1)</sup> Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank

*Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker <sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital*

	1995	1996	1. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,6	7,0	7,2	6,0
Rentekostnader	4,0	3,7	3,9	3,1
Netto renteinntekter	3,6	3,2	3,3	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,2	1,2
Andre driftskostnader	3,0	2,9	2,8	2,6
Driftsresultat før tap	1,8	1,4	1,7	1,5
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	-0,0	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,6	1,4	1,7	1,5
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	14,2	13,9	13,7	13,6
Herav:				
Kjernekapital	10,6	10,4	10,5	10,2

<sup>1)</sup> Et utvalg på 30 sparebanker.

<sup>2)</sup> Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

*Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper <sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital*

	1995	1996	1. kvartal	
			1996	1997
Netto renteinntekter	5,6	5,0	4,7	5,1
Sum andre driftsinntekter	2,4	2,5	2,3	2,3
Andre driftskostnader	4,9	4,1	4,2	4,1
Driftsresultat før tap	3,1	3,3	2,9	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	4,2	2,9
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	13,3	15,9	16,0	14,1
Herav:				
Kjernekapital	12,0	14,8	15,1	15,2

<sup>1)</sup> Gjelder 16 morselskap.

<sup>2)</sup> Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

*Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital*

	1995	1996	1. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,4	6,8	6,8	6,4
Rentekostnader	6,5	6,0	5,9	5,6
Netto renteinntekter	0,9	0,8	0,9	0,8
Sum andre driftsinntekter	0,2	0,1	0,1	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	0,7	0,6	0,6	0,6
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	0,6
Kapitaldekning <sup>1)</sup>	18,8	17,4	18,4	16,4
Herav:				
Kjernekapital	14,9	14,3	14,9	13,6

<sup>1)</sup> Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

## Valutakurser

Tabell 38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs <sup>1)</sup>	1 ECU <sup>2)</sup>	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1996										
Mai	102,21	8,2009	429,01	111,14	138,28	126,79	9,959	6,1879	96,68	6,5758
Juni	102,12	8,1846	427,68	110,91	139,88	126,19	10,073	6,0019	97,82	6,5312
Juli	101,78	8,1921	428,69	111,19	140,59	126,60	10,021	5,9033	97,14	6,4503
August	102,01	8,2262	432,47	111,87	143,14	126,66	9,933	5,9439	96,84	6,4091
September	101,90	8,1963	428,94	111,35	142,25	125,96	10,065	5,8795	97,21	6,4557
Oktober	101,85	8,1603	424,45	110,71	141,87	125,51	10,271	5,7782	98,26	6,4844
November	100,78	8,1148	420,40	109,46	139,64	124,24	10,564	5,6570	95,92	6,3521
Desember	100,63	8,0852	416,73	108,88	139,46	123,35	10,762	5,6811	94,80	6,4657
1997										
Januar	97,84	7,8447	402,35	105,49	135,26	119,22	10,718	5,4734	91,41	6,4475
Februar	96,69	7,7252	395,76	103,77	133,17	117,23	10,761	5,3850	89,50	6,6236
Mars	97,95	7,8306	401,40	105,22	134,27	118,98	10,940	5,5659	89,03	6,8178
April	99,73	7,9807	407,51	106,97	135,85	120,98	11,353	5,5486	90,71	6,9655
Mai	101,79	8,1155	414,67	108,90	137,48	122,97	11,529	5,9455	92,01	7,0619

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> 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 oppgjørsv valuta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1996					
Mai	1,5328	2,3215	3,384	69,337	106,28
Juni	1,5271	2,3553	3,389	71,258	108,82
Juli	1,5047	2,3377	3,386	72,619	109,27
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	1,7031	2,7802	3,372	69,815	118,92

Kilde: Norges Bank

# Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1995	1996
Varebalansen	50 384	88 010
Tjenestebalansen	5 305	8 062
Rente- og stønadsbalansen	-27 293	-23 752
<b>A. Driftsbalansen</b>	<b>28 396</b>	<b>72 320</b>
Fordelt på:		
Oljevirkksomhet <sup>1)</sup>	105 708	148 213
Utenriks sjøfart <sup>1)</sup>	25 640	26 654
Annet	-102 952	-102 547
<b>B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet</b>	<b>-1 224</b>	<b>-254</b>
<b>C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank<sup>2)</sup></b>	<b>-23 584</b>	<b>16 296</b>
I form av:		
Direkte investeringer	-2 794	-360
Porteføljeinvesteringer	-10 980	13 240
Andre finansinvesteringer	18 072	78 718
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302
Fordelt på:		
Statsforvaltningen	8 003	5 229
Kommuneforvaltningen	-1 109	-1 367
Forretnings- og sparebanker	-1 041	56 069
Forsikring	783	-4 258
Andre finansinstitusjoner	1 785	11 533
Utenrik sjøfart	-3 728	-297
Oljevirkksomhet	12 514	11 950
Andre private og statlige foretak	-12 909	12 739
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302
<b>D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)</b>	<b>3 588</b>	<b>88 362</b>
<b>E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl. pga. valutakursendringer m.v.</b>	<b>2 276</b>	<b>-1 270</b>
<b>Økninger i Norges Banks netto fordringer på utlandet<sup>3)</sup> (D + E)</b>	<b>5 864</b>	<b>87 092</b>
Herav <sup>4)</sup> :		
Internasjonale reserver	2 175	26 839
Plassering av Statens petroleumsfond	0	47 539

<sup>1)</sup> Spesifisert i Norges Bank på grunnlag av utvalgte poster fra varer og tjenester i utenriksregnskapet.

<sup>2)</sup> Negative tall representerer netto kapitalutgang.

<sup>3)</sup> Data fra Utenriksregnskapet kan av ulike grunner avvike fra tallene i Norges Banks balanse.

<sup>4)</sup> 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 <sup>1)</sup>	12,8	75,8	-63,0	13,5	77,9	-64,4	13,8	84,9	-71,1
Norges Bank	151,1	13,0	138,1	145,7	8,6	137,1	229,6	5,5	224,1
Statlige låneinstitutter	0,9	2,2	-1,3	1,0	2,0	-1,0	0,8	1,7	-0,9
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	49,3	62,8	-13,5	46,5	60,8	-14,3	58,1	128,8	-70,7
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
Forsikringselskaper	28,6	2,6	26,1	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	-2,0	0,1	1,9	-1,8	0,1	2,1	-2,0
Statsforetak	45,5	50,9	-5,3	50,4	56,3	-5,9	45,4	62,0	-16,7
Andre norske sektorer	73,6	154,6	-81,0	85,5	157,1	-71,6	89,6	173,7	-83,9
Uforklart differanse <sup>3)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,3	0,0	75,3
<b>Alle sektorer</b>	<b>385,6</b>	<b>409,4</b>	<b>-23,8</b>	<b>418,9</b>	<b>417,0</b>	<b>1,9</b>	<b>593,1</b>	<b>520,9</b>	<b>72,4</b>

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1995 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

<sup>1)</sup> Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

<sup>2)</sup> Inklusiv Postbanken.

<sup>3)</sup> Omfatter nettobeløp som det på det angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere 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<sup>1)</sup>. Milliarder USD

	1992	1993	1994	1995	1996	Utestående
						31. des. 1996
Total	187	317	277	680	496,6	8 289,9
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	151	171	0	257,3	299,3	2 631,4
banker (og ufordelt)	36	147	277	422,7	197,3	5 658,5

<sup>1)</sup> 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				
	1992	1993	1994	1995	1996
Amerikanske dollar (USD)	35,5	34,0	32,6	31,9	32,7
Tyske mark (DEM)	11,1	11,7	11,7	11,7	11,7
Sveitsiske franc (CHF)	3,5	2,9	3,0	3,0	2,6
Japanske yen (JPY)	9,4	9,7	10,6	10,9	9,9
Britiske pund (GBP)	3,1	3,0	3,1	2,9	3,5
Franske franc (FRF)	3,5	3,8	3,3	3,9	3,6
Italienske lire (ITL)	1,4	2,4	2,4	2,8	3,7
ECU	2,7	2,4	2,1	1,8	1,4
Ufordelt <sup>1)</sup>	29,8	30,1	31,2	31,1	30,9
<b>Totalt i mrd. USD</b>	<b>6 236,3</b>	<b>6 513,5</b>	<b>7 116,7</b>	<b>8 072,6</b>	<b>8 289,9</b>

<sup>1)</sup> 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 spesifisert.

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	220
– av dette med flytende rente	96	79	166	35	47
Bankuttlån	236	370	345	70	89
Annenn internasjonal opplåning	5	4	5	0	0
Samlet opplåning	670	841	1 059	254	309

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	88,2	90,7	86,6
Ikke-OECD land	10,5	7,8	9,4	7,0	11,0
Internasjonale institusjoner og andre land	1,8	2,1	2,4	2,3	2,4

Kilde: OECD

## Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner <sup>1)</sup> (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene <sup>2)</sup>	Andre finansinst. <sup>3)</sup>	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1996 April	0,0	39,5	15,1	-31,8	22,8	46,2	76,0	31,1	107,8
Mai	0,0	39,5	12,7	-30,2	22,0	45,6	79,0	32,9	109,2
Juni	0,0	39,5	12,9	-29,7	22,7	44,9	82,0	31,9	111,7
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	38,6	-12,9	35,7	71,5	111,4	32,9	124,3

<sup>1)</sup> Ekskl. kurskorreksjoner

<sup>2)</sup> Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

<sup>3)</sup> Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997
Valutaaktiva, spot	86 012	90 615	89 304	82 940	101 997
Valutapassiva, spot	102 451	114 343	111 190	130 081	150 007
1. Spotbalanse, netto	-16 439	-23 728	-21 886	-47 141	-48 030
2. Terminbalanse, netto	11 777	23 632	23 567	43 202	42 422
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-83	14	-96	-72	9
4. Totalposisjon (1+2+3)	-4 745	-82	1 585	-4 011	-5 599

<sup>1)</sup> F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	Uke i 1997														
	1-52	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	1-21
<b>A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene</b>															
1. Spot	-90	-0,24	-1,14	-0,84	-0,56	-0,91	-0,71	-0,71	-0,84	-0,41	-0,45	-0,56	-0,73	-0,54	-39,62
2. Termin	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:															
<b>B. Utlandet</b>															
1. Spot <sup>1)</sup>	-24	-7,82	-3,07	5,38	-4,43	-10,65	19,42	-0,32	0,97	-2,31	-1,55	3,91	-3,40	6,64	-21,99
2. Termin <sup>1)</sup>	-11	-2,82	1,47	-4,79	11,16	-10,50	9,97	2,68	2,15	-3,87	-1,82	2,10	-1,42	10,95	-5,03
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-13	-5,00	-4,54	10,17	-15,59	-0,15	9,45	-3,00	-1,18	1,56	0,27	1,81	-1,98	-4,31	-16,96
<b>C. Norske sektorer, utenom bankene</b>															
1. Spot <sup>1)</sup>	-66	8,71	2,20	-9,48	0,09	9,43	-23,20	2,38	-3,15	2,25	4,76	-4,80	1,00	-7,12	-28,08
2. Termin <sup>1)</sup>	-57	11,19	3,08	-2,96	-2,90	16,68	-20,80	8,17	-9,96	1,06	-1,17	-5,26	1,11	-12,72	-11,50
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-7	-0,10	-3,23	-3,34	1,39	-0,51	2,39	-7,87	4,05	1,55	4,73	-5,82	2,15	5,94	-4,36
<b>D. Annet</b>															
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	0	-1,14	-0,27	3,26	3,78	0,31	3,08	-2,78	1,33	-0,35	-3,68	0,32	1,68	-0,06	10,44
2. Kurstap spot, 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	0,40
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-2	0,28	1,14	-0,73	-0,62	-1,38	1,35	0,57	1,54	-0,39	-0,01	0,58	1,16	0,09	3,69
4. Økning i bankenes totalposisjon	0	-0,54	1,49	0,21	3,46	1,03	-0,76	-0,47	-0,10	-1,64	-1,87	0,02	0,02	-1,14	4,29
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	1	-0,90	-2,92	3,76	0,92	0,64	2,47	-2,90	-0,13	1,66	-1,82	-0,30	0,48	0,97	2,06
<b>Spesifikasjon:</b>															
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:															
Netto NOK-fordringer på bankene	0	-2,26	1,69	0,73	-7,12	-9,07	10,58	3,56	1,72	-1,66	-1,22	0,70	0,06	2,29	-2,25
VPS-registrerte aksjer	-9	0,64	0,20	0,13	0,28	-0,42	0,19	0,09	1,12	-0,01	0,61	1,48	-0,49	0,63	6,31
VPS-registrerte obligasjoner	-5	0,20	-0,51	-3,30	1,49	0,71	-0,57	1,51	-0,48	-0,17	-0,20	0,09	-0,14	0,74	-0,56
VPS-registrerte sertifikater	3	-1,39	0,10	-2,35	16,52	-1,72	-0,23	-2,49	-0,20	-2,03	-1,01	-0,17	-0,85	7,29	-8,54
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	-2,81	1,48	-4,79	11,17	-10,50	9,97	2,67	2,16	-3,87	-1,82	2,10	-1,42	10,95	-5,04
<b>Merno:</b>															
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet															
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-8,91	-6,85	7,62	-8,22	-5,73	8,75	-12,15	5,41	2,77	2,53	2,00	-1,60	1,12	-27,18

<sup>1)</sup> Positive tall innebærer valutasalg fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

<sup>2)</sup> Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkonsistens i interbank-terminmarkedet.

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 58 35 01		71 58 35 02

## *Norges Banks avdelinger*

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nblil n	61 25 99 44
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassectr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 30
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

RECEIVED



*Returadresse:*  
Norges Bank, Informasjonsavdelingen  
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)