

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.99.0043
eller ved henvendelse til:
Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefon: 22 31 63 40
Telefaks: 22 41 31 05
E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Kjell Storvik
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl
Redaksjonsutvalg: Harald Bøhn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, 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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

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

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig papir - Svanemerket.

INNHOLD

3	Oppjustering <i>Leder</i>
	Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:
5	Inflasjonsrapport <i>Temaer utdypet i egne rammer:</i>
12	– Forutsetninger om utviklingen i valutakursen
14	– Virkninger av lavere rente i en høykonjunktur
27	Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar
42	Internasjonal økonomisk utvikling <i>Aktuell utdyping:</i>
52	Representerer den sterke veksten i utviklingsland og transformasjonsøkonomier en trussel for industrilandene?
	Artikkelstoff og tabellidel:
58	Økonomiske perspektiver <i>Sentralbanksjef Kjell Storviks årstale</i>
72	Ny 50-kroneseddel
73	Ny 5-kronemynt / Posten 350 år
74	Finansinstitusjonenes drift i 1996 <i>Harald Karlsen, Sindre Weme og Inger Anne Nordal</i>
92	Det fremtidige konkurransemiljøet i banknæringen <i>Harald Johansen og Tore Anders Husebø</i>
105	Perspektiv på transformasjonslandene <i>Mette Rye</i>
117	Opphevelse av penge- og kredittlovens emisjonsforskrift <i>Snorre Evjen</i>
122	Norges Bank går nye veier i forvaltningen av valutareservene <i>Hans Christian Knivsberg</i>
126	Beregning og tolkning av terminrenter <i>Espen Frøyland</i>
	Brev og uttalelser fra Norges Bank:
134	Høring - NOU 1996: 24 Betalingssystemer m.v. <i>Brev av 19. februar til Finansdepartementet</i>
141	Frigjøringsmynten 1995 gav overskudd til informasjonsfond
142	Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Kvartalsoversikten:	11. mars 1997
Artikkelstoff:	10. mars 1997
Tabelldelen:	10. mars 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.

I inflasjonsrapporten som Norges Bank nå legger fram, er anslagene for veksten i innenlandsk etterspørsel og sysselsetting i 1997 nok en gang oppjustert. Justeringene nå skyldes i hovedsak tre forhold: For det første innebar sluttbehandlingen av statsbudsjettet for 1997 en viss svekkelse av finanspolitikken i forhold til det regjeringen hadde lagt opp til i Salderingsproposisjonen. For det andre ser det ut til at oljeinvesteringene blir høyere enn det vi tidligere har lagt til grunn. For det tredje er veksten i det private forbruket høyere enn forutsatt i den forrige inflasjonsrapporten.

Det private forbruket vokste med nesten 5 prosent i 1996. Vårt anslag for veksten i privat forbruk i 1997 er 4 prosent. Slår dette til, kommer forbruksveksten over disse to årene opp i 9 prosent, etter en samlet nedgang i husholdningenes sparerate på vel 2 prosentpoeng fra 1995 til 1997. Vi har ikke sett slike tall siden den forrige høykonjunkturen i 1985-86, og den høye veksten i boligprisene minner også sterkt om utviklingen midt på 80-tallet.

Det er grunn til å advare mot resultatene av en slik utvikling. En lånefinansiert økning i formuesprisene, slik vi nå ser tegn til, vil kunne innebære økende risiko for at en sterk vekst i etterspørselen blir etterfulgt av en ny kraftig gjeldskonsolidering for bedrifter og husholdninger. De økonomiske rammevilkårene kan med andre ord raskt bli endret.

Det er neppe tvil om at den markerte rentenedgangen gjennom 1996 og 1997, sammen med en betydelig vekst i lønnsinntektene, er noe av forklaringen på den kraftige forbruks-

veksten. Årsaken til at pengepolitikken har bidratt til å forsterke en allerede markert høykonjunktur, er at kronkursen har vært satt under press, og kronen har steget i verdi. Sentralbankens mandat er i en slik situasjon å innrette virkemidlene med sikte på at kronkursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet.

Anslagene som presenteres denne gangen, er mer enn vanlig preget av usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i kronkursen. Dersom kronkursen vender tilbake til utgangsløyet, kan den «underliggende» prisstigningen anslås til om lag 2¹/₄ prosent i 1997 og 2¹/₂ prosent i 1998.

Disse anslagene peker i retning av fortsatt moderat prisvekst. Samtidig er risikoen for økende pris- og lønnsvekst klart til stede. Mye vil avhenge av det forestående inntektsoppgjøret.

Når pengepolitikken innrettes mot å holde en stabil valutakurs, er det finanspolitikken som må ta ansvaret for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Det er vel kjent at Norges Bank i utgangspunktet gjerne hadde sett et enda strammere finanspolitisk opplegg for 1997, med klarere sikkerhetsmarginer i forhold til den sterke veksten i økonomien. Den enda noe høyere veksten vi nå ser for oss, tyder på at spørsmålet om hvorvidt budsjettopplegget er tilstrekkelig tilpasset hensynet til stabilisering av den økonomiske utviklingen, kan bli ytterligere aktualisert.

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:

 - Forutsetninger om utviklingen i valutakursen
 - Virkninger av lavere rente i en høykonjunktur

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

- 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 Investeringene
 - 4.4 Finanspolitikken
 - 4.5 Utenrikshandelen

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

Redaksjonen avsluttet 11. mars 1997

1 UTSIKTER FOR INFLASJONEN

Veksten i norsk økonomi forsterket seg i 1996. Anslagene i denne rapporten tyder på at økonomien de neste to årene i økende grad vil bli preget av høy kapasitetsutnyttelse i bedriftene, redusert arbeidsledighet og mangel på arbeidskraft innen enkelte yrkesgrupper og regioner. BNP-veksten for Fastlands-Norge anslås til $3\frac{1}{4}$ prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent i 1998.

Prisveksten for 1997 anslås til $2\frac{3}{4}$ - 3 prosent, avhengig av den videre utvikling i valutakursen. Tilsvarende intervall for den anslåtte prisveksten i 1998 er 2 - $2\frac{1}{2}$ prosent.

Effekter av endringer i avgifter og elektrisitetspriser er hovedårsaken til relativt store variasjoner i anslaget for konsumprisveksten gjennom 1997 og 1998, slik vi også har sett i de foregående år. Korrigert for disse effektene, kan den «underliggende» prisveksten i 1997 og 1998 anslås til 2 - $2\frac{1}{2}$ prosent, avhengig av den videre utviklingen i kronekursen. Den tilsvarende «underliggende» prisveksten i 1996 var $1\frac{1}{2}$ prosent.

1.1 Nytt siden sist

I forrige inflasjonsrapport pekte vi på at veksten i norsk økonomi forsterket seg i 1996 etter tre år med konjunkturoppgang. Vi anslo at aktiviteten i økonomien ville holde seg høy fremover, men med noe lavere veksttakt enn i de senere årene. Kvartalsvis nasjonalregnskap for fjerde kvartal 1996 og de siste korttidsindikatorerne viser at veksten i økonomien holder seg oppe:

- Etterspørselen fra Fastlands-Norge fortsetter å øke. Konsum i husholdningene økte med nesten 5 prosent i 1996, hvilket er den høyeste konsumveksten siden 1985/86. Det var særlig kjøp av varige konsumgoder, spesielt biler, som vokste i 1996. Til tross for høy realinntektsvekst i 1996 ble husholdningenes sparerate redusert med anslagsvis 1,3 prosentpoeng fra 1995 til 1996.
- Investeringer i oljesektoren og i Fastlands-Norge tok seg opp i fjerde kvartal.
- Selv om det var tegn til en viss utflating av produksjonen mot slutten av fjoråret, økte BNP for Fastlands-Norge med 3,2 prosent i fjor. Produksjonen i Fastlands-Norge utenom produksjon av elektrisk kraft økte med 3,7 prosent.
- Sysselsettingsveksten i 1996 anslås til 55 000 personer, eller 2,6 prosent. Yrkesdeltakingen er nå høyere enn

noen gang tidligere, og det er mangel på arbeidskraft innen enkelte yrkesgrupper og regioner.

- Formuesprisene viser sterk vekst. Siden forrige inflasjonsrapport har totalindeksen på Oslo Børs steget med 18 prosent. I tillegg tyder tilgjengelig informasjon på at boligprisveksten har tiltatt etter årsskiftet.

Konsumprisveksten steg fra 1,8 prosent i desember i fjor til 3,0 prosent i januar og 3,3 prosent i februar i år. Den økte veksttakten kan i stor grad tilskrives avgiftsendringer både i 1996 og 1997 samt økte elektrisitetspriser gjennom andre halvdel av fjoråret og i januar i år. Korrigert for disse forholdene har prisveksten også tatt seg noe opp de siste to månedene.

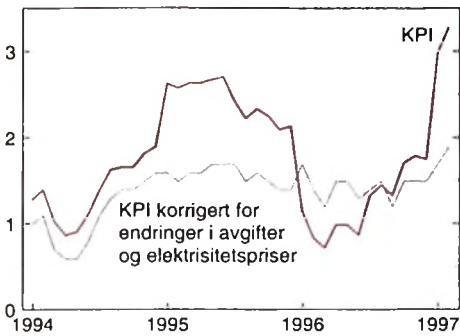
Siden forrige inflasjonsrapport har det skjedd endringer i rente- og valutakursforholdene, og finanspolitikken ble noe justert i forbindelse med budsjettbehandlingen:

- Kronekursen var i deler av 1996 og begynnelsen av 1997 utsatt for et sterkt og vedvarende press. På denne bakgrunn satte Norges Bank ned renten på bankenes folioinnskudd og D-lån to ganger i januar med til sammen $\frac{3}{4}$ prosentpoeng. Tremåneders eurokronerente ligger nå på om lag $3\frac{1}{2}$ prosent, vel $\frac{1}{2}$ prosentpoeng under tilsvarende ECU-renter. De fleste private banker har justert ned sine utlånsrenter i takt med nedgangen i pengemarkedsrentene. Realrentene etter skatt som husholdninger og bedrifter står overfor, er nå kommet ned på et meget lavt nivå. Eksempelvis er realrenten etter skatt for bankinnskudd klart negativ, og for de mest fordelaktige boliglånene er realrenten etter skatt $\frac{1}{2}$ -1 prosent.
- Kronekursen overfor ECU har styrket seg med 3,3 prosent i tidsrommet fra forrige inflasjonsrapport ble lagt fram og til første uke av mars.
- Salderingen av 1997-budsjettet i Stortinget førte til at kommunenes inntekter økte med vel 3 milliarder kroner i forhold til opplegget i Salderingsproposisjonen. Veksten i kommunalt konsum må etter dette antas å bli noe høyere enn det Regjeringen la til grunn i Salderingsproposisjonen. Budsjettbehandlingen innebar også avgiftsøkninger som bidrar til å øke konsumprisveksten i 1997 med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng.

1.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Anslagene i forrige inflasjonsrapport innebar en bane der konsumprisveksten ville ta seg opp til rundt 3 prosent i begynnelsen av 1997, for deretter å falle ned mot 2 prosent mot slutten av året. Dette forløpet for prisstigningen gjennom året skyldtes i hovedsak avgiftsendringer, økningen i strømprisene i siste del av 1996 samt forventninger om

Figur 1.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgiftsendringer. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

lavere strømpriser utover i 1997. Vi anslo at prisveksten korrigeret for avgifter og strømpriser ville tilta noe gjennom inneværende år og neste år.

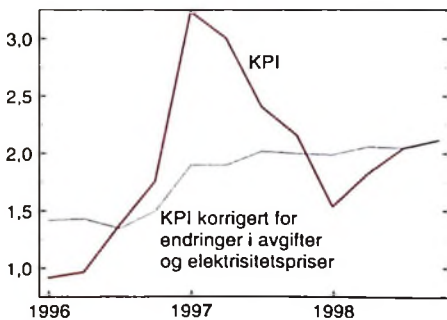
Siden vi presenterte denne prisbanen, har prisveksten tatt seg opp til 3,0 prosent i januar og 3,3 prosent i februar, hvilket er noe høyere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Noe høyere avgifter i det vedtatte statsbudsjettet og ytterligere økning i elektrisitetsprisene i januar forklarer avviket mellom våre anslag og realisert konsumprisvekst disse to månedene. Korrigeret for disse forholdene, økte den «underliggende» prisveksten fra 1,5 prosent i desember til 1,7 prosent i januar og 1,9 prosent i februar. Dette er om lag som anslått i forrige inflasjonsrapport.

Anslagene i inflasjonsrapporten er betinget av forutsetningene som legges til grunn om penge- og valutaforholdene og om finanspolitikken. I tråd med tidligere praksis er gjennomsnittlig rentenivå og valutakurs den siste måneden lagt til grunn som en beregningsteknisk forutsetning for anslagene for 1997 og 1998. Forutsetningen om uendret valutakurs er rent beregningsteknisk, og den reflekterer ikke innretningen av penge- og valutapolitikken. Virkemidlene i penge- og valutapolitikken er innrettet med sikte på at kronkursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet som er definert i valutakursforskriften. Det vises i denne sammenheng til egen ramme som omtaler anslagene for den økonomiske utviklingen ved en tilbakevending av kronkursen til gjennomsnittet for 1996. Som en vil se, er ikke forskjellene mellom de to alternativene særlig store innenfor prognoseperioden.

Prisveksten korrigeret for avgifter og elektrisitetspriser anslås nå til om lag 2 prosent både i 1997 og 1998. Dette er noe høyere enn i 1996, men lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Nedjusteringen fra siste inflasjonsrapport skyldes den tekniske forutsetning om valutakursutviklingen, som bidrar til noe lavere importprisvekst og lønnsvekst. Når vi tar hensyn til de antatte effekter av avgiftsendringer og utviklingen i elektrisitetsprisene, endres prisbanen noe i forhold til anslaget i forrige inflasjonsrapport. Forutsatt uendret kronkurs anslår vi nå at konsumprisveksten tar seg opp til $2\frac{3}{4}$ prosent i 1997, og at prisveksten reduseres til 2 prosent i 1998.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi at lønnsveksten ville ta seg opp fra $4\frac{1}{4}$ prosent i 1996 til $4\frac{3}{4}$ prosent i 1997. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport, og basert på den tekniske valutakursforutsetningen i denne rapporten, anslår vi nå noe lavere lønnsomhet i konkurranseutsatt sektor. Dette er hovedårsaken til at vi nedjusterer lønnsvekstanslaget for 1997 med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng til $4\frac{1}{2}$ prosent. Lavere renter, noe mer ekspansiv finanspolitikk og høyere investeringer i petroleumssektoren innebærer et høyere aktivitetsnivå og et strammere arbeidsmarked utover i fremskrivningsperioden. Basert på de erfaringene om lønnsdannelsen som

Figur 1.2 Konsumprisene. Anslag for KPI totalt og for KPI eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Årsvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Tabell 1.1 Konsumpriser. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra forrige år. Consensus forecasts i parentes¹⁾.

	1997		1998	
USA	3	(2.9)	3	(3.1)
Japan	1 1/4	(1.2)	1	(0.9)
Tyskland	2	(1.7)	2	(2.0)
Storbritannia	3	(3.2)	3 1/4	(3.5)
Sverige	1 1/2	(1.3)	2	(2.0)
Finland	1 1/2	(1.4)	2	(2.0)
Danmark	2 1/2	(2.8)	3	(2.6)
Norges handelspartnere	2 1/4	(2.1)	2 1/4	(2.3)
EU-12-landene ²⁾	2 1/4	(2.2)	2 1/4	(2.4)

1) Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private institusjoner.

2) Vektet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank og Consensus Forecasts

er nedfelt i RIMINI-modellen, anslås lønnsveksten nå til 5 prosent i 1998. Dersom vi får en snarlig tilbakevending av valutakursen, anslås lønnsveksten i 1997 og 1998 til henholdsvis 4^{3/4} og 5^{1/2} prosent, jf. egen ramme.

Prisutviklingen på importvarer har vært moderat over flere år. Importprisene er nå på samme nivå som ved inngangen til 1990-årene. Dette må blant annet ses på bakgrunn av den lave prisveksten internasjonalt. Prisveksten hos våre handelspartnere antas å holde seg moderat også de nærmeste årene, og dette vil fortsatt bidra til lav importprisvekst. Erfaringsmessig avhenger importprisveksten også av kostnadsutvikling og etterspørsels- og konkurranseforholdene i Norge. Høyere kostnadsvekst innenlands og fortsatt sterk etterspørselsvekst trekker isolert sett i retning av høyere importprisvekst fremover.

Dersom kronekursen blir liggende på dagens nivå, vil importprisveksten dempes i tiden fremover. Erfaringsmessig tar det imidlertid tid før valutakursbevegelser fullt ut overveltes i importprisene. På kort sikt vil en betydelig andel av kursbevegelser avleires som økte fortjenestemarginer hos utenlandske eksportører og norske importører og detaljister. I dagens situasjon med høy innenlands etterspørsel er det rimelig å anta at denne tendensen forsterkes. Det kan være forbundet med kostnader å justere utsalgsprisene, og det kan tenkes at aktørene i distribusjonskjeden velger å holde prisene uendret, blant annet fordi det er betydelig usikkerhet knyttet til kursutviklingen fremover.

Basert på den tekniske forutsetning om valutakursen, antar vi at importprisene vil falle med 1 prosentpoeng i 1997 og være uendret gjennom 1998. Sammenliknet med forrige inflasjonsrapport er dette en nedjustering av importprisveksten på 2 prosentpoeng både for 1997 og 1998. For 1997 antas imidlertid at noe av effekten av fallende importpriser blir motsvart av økte fortjenestemarginer hos norske importører og detaljister, slik at effekten på konsumprisveksten blir lavere enn importprisanslaget isolert skulle tilsi. I våre anslag har vi lagt til grunn at økte fortjenestemarginer bidrar med 1/4 prosentpoeng i 1997 og noe mindre i 1998.

Avgiftsendringer har påvirket konsumprisveksten relativt sterkt de senere år. Vi har lagt til grunn at avgiftsøkninger vil gi 0,3-0,4 prosentpoeng høyere gjennomsnittlig prisvekst fra 1996 til 1997. For 1998 har vi antatt at avgiftene justeres i takt med forventet prisstigning.

Elektrisitetsprisene økte betydelig gjennom høsten 1996 og i januar 1997. I samsvar med utviklingen i terminpriser på elektrisk kraft, utviklingen i spotmarkedet og allerede varslede prisendringer antar vi at elektrisitetsprisene vil reduseres utover i året. Gjennomsnittlig antas likevel elektrisitetsprisene å ligge 8 prosent høyere i 1997 enn i 1996. Dette vil gi et bidrag til konsumprisveksten i 1997 på 0,3 prosentpoeng. Endringer i elektrisitetsprisene antas å trekke konsumprisveksten marginalt ned i 1998.

1.3 Inflasjonsforventninger

Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå for fjerde kvartal 1996 viser at 38 prosent av industribedriftene venter økte priser det kommende året for produkter levert til hjemmemarkedet, mens 14 prosent av bedriftene venter prisnedgang. Sett under ett venter industrien også en svak bedring i eksportprisene det kommende året.

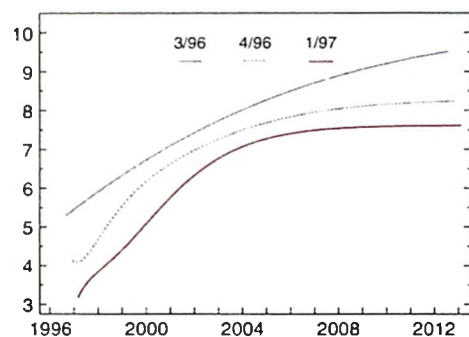
Konkurransetilsynets prisprognose for perioden desember 1996 til mai 1997 er gjengitt i siste rapport fra Det tekniske beregningsutvalg for inntektsoppgjørene. Prognosen omfatter opplysninger fra private bedrifter og offentlige institusjoner om planlagte prisendringer i denne perioden. Ifølge prognosen, som er innhentet før Stortingets endelige avgiftsvedtak for 1997 og før uroen i valutamarkedet, vil prisstigningen fra desember 1996 til mai 1997 bli 1,3 prosent. Dette innebærer en gjennomsnittlig prisstigning fra de første fem måneder i 1996 til tilsvarende periode i år på 2,6 prosent.

Terminrentekurven kan gi informasjon om inflasjonsforventninger i penge- og valutamarkedene. Denne kurven, som viser forventninger om fremtidige kortsiktige renter, er beregnet på grunnlag av effektive renter på pengeplasseringer i Norge med ulik løpetid. 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 inflasjonsforventninger. Figur 1.3 viser hvordan terminrentene har endret seg de siste seks månedene. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrentene falt noe. Dette har trolig sammenheng med Norges Banks rentenedsettelse den siste tiden, som har bidratt til lavere pengemarkedsrenter. Fallet i inflasjonsforventninger for de nærmeste årene kan ses i sammenheng med appresieringen av den norske kronen.

Endringer i norske renter må i stor grad ses i sammenheng med utenlandske renter. Endringer i norske terminrenter kan således skyldes endringer i internasjonale renter. I den grad renteforskjeller reflekterer inflasjonsforskjeller, kan vi ved å se på differansen mellom norske og utenlandske terminrenter få et uttrykk for hvordan inflasjonsforventningene vis-a-vis utlandet utvikler seg. Det er grunn til å understreke at det er usikkert hvordan en kan tolke disse beregningene. Differansen mot tyske terminrenter har falt de siste månedene, spesielt for de første årene, jf. figur 1.4. En tolkning av dette er at inflasjonsforventningene i Norge kan ha falt i forhold til Tyskland. På grunn av lavkonjunkturen i Tyskland er inflasjonsforventningene der svært lave for de kommende år.

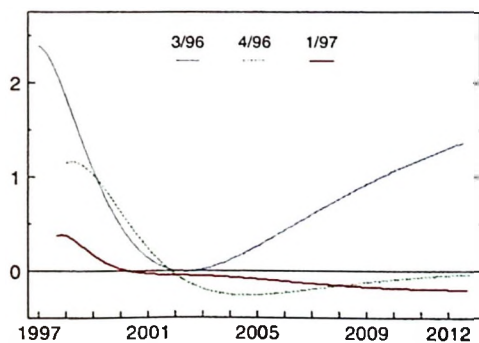
Norges Bank samler inn opplysninger fra 14 private institusjoner om deres prisanslag for årene fremover. For 1997 venter institusjonene en prisvekst på 2,4 prosent, hvilket er

Figur 1.3 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 1.4 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 1998¹⁾. Prosentvis endring fra året før.

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

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

2) Anslag fra desember.

3) Uendret valutakurs fra januar ut perioden

4) Basert på uendret gjennomsnittlig valutakurs fra 1996 til 1997

5) Konsumdeflator

6) Basert på anslag fra 14 private institusjoner

noe lavere enn vårt eget inflasjonsanslag. Prisanslagene varierer fra 1,9 til 3,2 prosent. Tolv av institusjonene har også gitt anslag for 1998. Disse venter en prisvekst i 1998 på 2,2 prosent i gjennomsnitt, med 1,6 prosent som laveste anslag og 3,9 prosent som høyeste anslag.

Av de offentlige institusjonene er inflasjonsanslaget fra Statistisk sentralbyrå lavest. Dette skyldes blant annet at SSB har lagt til grunn valutakursen fra januar i år for sine anslag, mens Teknisk beregningsutvalg for inntektsoppgjørene og Finansdepartementet har basert seg på valutakursen i 1996.

1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Norges Banks inflasjonsanslag er betinget av de forutsetninger vi gjør om utviklingen i en rekke størrelser som ikke bestemmes i vår makroøkonomiske modell RIMINI. I våre inflasjonsrapporter gjøres blant annet tekniske forutsetninger om rente- og valutakursutvikling. På grunn av den spesielle situasjonen i valutamarkedet har vi denne gang valgt å illustrere virkninger av å endre de tekniske forutsetninger for henholdsvis renter og valutakurs i to rammer.

Andre typer usikkerhet ved anslagene reflekterer blant annet usikkerhet knyttet til de historiske sammenhenger som

Forutsetninger om utviklingen i valutakursen

Kronen styrket seg mot slutten av 1996 og i januar i år. Den 10. februar var ECU - indeksen 96,3. Siden da og fram til 10. mars har kronen svekket seg med 2,4 prosent. Gjennomsnittet for perioden 10. februar til 10. mars var 97,4, som er om lag 5 prosent sterkere enn gjennomsnittlig kurs i 1996.

Valutaforskriften som ble fastsatt i mai 1994, definerer Norges Banks mandat i utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Det heter i forskriften blant annet at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet.»

I anslagene som for øvrig presenteres i denne inflasjonsrapporten, er det som en teknisk forutsetning lagt til grunn en effektiv kronekurs lik gjennomsnittet for perioden 10. februar til 10. mars i år. Denne forutsetningen reflekterer ikke innretningen av penge- og valutapolitikken, som er fastlagt ut fra ordlyden i forskriften sitert ovenfor.

I denne rammen vil vi derfor se på virkningene av at styrkingen av kronen reverseres.

Som en teknisk forutsetning legger vi her til grunn at den effektive valutakursen kommer tilbake på gjennomsnittsnivået fra i fjor fra og med andre kvartal i år. Denne forutsetningen innebærer et kursnivå i 1997 som er om lag på linje med det som ble forutsatt i forrige inflasjonsrapport.

Som nevnt andre steder i denne rapporten, vil det ta tid før en varig styrking av kronekursen slår ut i lavere importpriser og lavere konsumpriser. Dette innebærer at en rask tilbakevending til utgangspunktet for kronekursen vil kunne ha små effekter på prisstigningen. Størrelsen på disse virkningene er imidlertid usikre, og er trolig avhengig av hvor raskt kursen svekkes.

Lønnsveksten vil kunne øke som resultat av flere faktorer: Virkningen på innenlandske priser vil kunne slå ut i høyere nominell lønnsvekst for å oppnå en gitt reallønnsvekst. Eksportbedriftenes lønnsomhet øker, og rommet for lønnsvekst i disse bedriftene blir dermed også større. Hvis disse bedriftene er lønnsledende, vil de økte lønningene i eksportsektorene også kunne slå gjennom i andre sektorer. Økt etterspørsel etter norske varer vil videre føre til høyere etterspørsel etter arbeidskraft. Dette kan også bidra til økt lønnsvekst.

er nedfelt i modellen, jf. figur 1.5. Det er i utgangspunktet 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. I tillegg til forholdene i penge- og valutamarkedene vil følgende faktorer kunne gi økt prisvekst:

- Gjeninnhenting av de moderate lønnstilleggene i første del av 90-årene vil kunne innebære høyere lønnsvekst.
- Ujevn vekst kan føre til større press i deler av arbeidsmarkedet enn anslått, noe som i neste omgang kan gi høyere lønnsvekst både innenfor enkelte sektorer og samlet for økonomien.

Basert på en skiftberegning på vår makroøkonomiske modell RIMINI vil en tilbakevending av kursen til 1996-nivå trekke konsumprisveksten opp med $1/4$ prosentpoeng i 1997 og rundt $1/2$ prosentpoeng 1998 sammenlignet med alternativet med uendret kurs på dagens nivå. Prisveksten vil dermed kunne komme opp i 3 prosent i år og om lag $2\frac{1}{2}$ prosent neste år. Lønnsveksten i 1997 kan da ifølge RIMINI komme opp i $4\frac{3}{4}$ prosent og øke ytterligere til om lag $5\frac{1}{2}$ prosent i 1998.

Disse anslagene må imidlertid ses i lys av at forutsetningene for årets lønnsoppgjør langt på vei er fastsatt, noe som ikke tas hensyn til i modellen. Forskjellen i lønnsveksten mellom de to alternativene kan derfor være mindre enn det modellberegningene antyder.

De realøkonomiske virkningene av en tilbakevending av kursen er relativt små. I RIMINI er det raskt gjennomslag fra økte priser til lønninger slik at reallønnsnivået ikke endres vesentlig. Den isolerte virkningen av en depresiering på privat konsum blir dermed liten. Kronedepresieringen påvirker i særlig grad den konkurranseutsatte sektoren. Produk-

sjonen og investeringene i denne sektoren øker, men priselastisitetene for både import og eksport er relativt små, slik at volumutslagene ikke blir store.

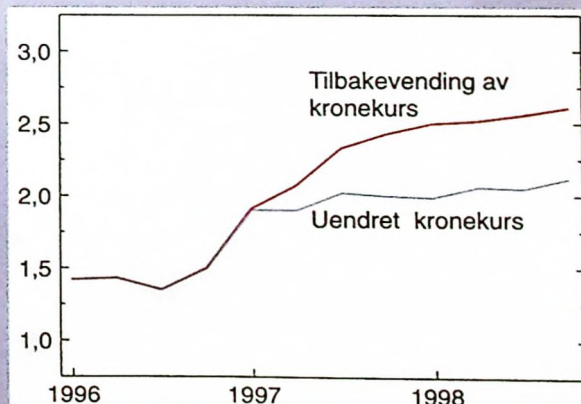
Samlet antyder beregningene på RIMINI at BNP for Fastlands-Norge i 1997 ikke påvirkes vesentlig av kursutviklingen, mens veksten i 1998 kan anslås til 3 prosent ved tilbakevending mot om lag $2\frac{3}{4}$ prosent ved uendret kronkurs. I 1997 forblir sysselsettingsveksten om lag uendret, mens veksten øker med knapt $1/4$ prosentpoeng neste år.

Gjennomgangen indikerer at den realøkonomiske utviklingen i 1997 og 1998 i liten grad blir påvirket av de ulike forutsetningene om valutakursen isolert sett. Det er i første rekke det nominelle forløpet som endres. Dette har sammenheng med at den nominelle renten beregningsteknisk er forutsatt lik i de to alternativene. Denne forutsetningen innebærer at alternativet med svakere kurs og høyere prisvekst medfører høyere innenlandsk etterspørsel.

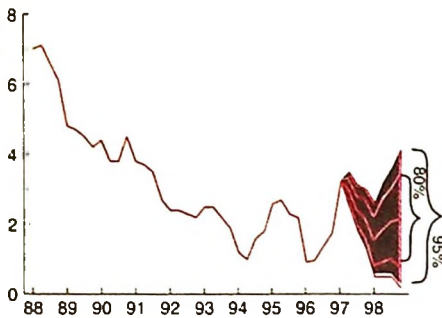
Alternative baner for KPI (korrigert for endringer i avgifter og elektrisitetspriser).

Virkninger av tilbakevending av valutakurs til 1996-nivå

	1997		1998	
	Endring i %vis vekst	Anslag	Endring i %vis vekst	Anslag
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	0	4	$1/2$	$3\frac{1}{2}$
BNP Fastlands-Norge	0	$3\frac{1}{4}$	$1/4$	3
Sysselsetting	0	2	$1/4$	$1\frac{1}{2}$
Årslønn	$1/4$	$4\frac{3}{4}$	$1/2$	$5\frac{1}{2}$
Konsumpriser	$1/4$	3	$1/2$	$2\frac{1}{2}$



Figur 1.5 Usikkerheten i prisanslagene. Årsveksten. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

- En lettelse i finanspolitikken i forhold til våre anslag vil gi høyere etterspørsel enn det vi nå ser for oss.
- Realrenter etter skatt nær null kan føre til mindre sparing og gi sterkere impulser til så vel egenfinansiert som lånefinansiert konsum enn vi har lagt til grunn.

Forhold som kan gi en lavere prisvekst enn vi har anslått, omfatter:

- Moderasjonslinjen kan få sterkere gjennomslag ved årets lønnsforhandlinger enn vi har anslått. Videre kan svakere lønnsomhet i eksportindustrien føre til lavere lønnsvekst enn antatt.
- Større vekst i arbeidsstyrken enn det vi har lagt til grunn, kan medføre mindre press i arbeidsmarkedet.
- Et strammere budsjettopplegg enn det som ligger inne i våre beregninger, kan redusere etterspørselspresset i økonomien.

Virkninger av lavere rente i en høykonjunktur

Ifølge RIMINI-modellen vil en rentenedgang på 1 prosentpoeng medføre en økning i innenlandsk etterspørsel med $\frac{3}{4}$ prosent etter 2 år og om lag $1\frac{1}{2}$ prosent etter 4 år. Virkningene av økt innenlandsk etterspørsel på innenlandsk produksjon motvirkes i noen grad ved økte leveranser fra lagre og av økt import. I modellen gir en rentenedgang på 1 prosentpoeng små virkninger på pris- og kostnadsveksten i løpet av de første 2 årene. På kort sikt vil produktiviteten øke fordi produksjonen tilpasses raskere enn sysselsettingen. Virkningene i arbeidsmarkedet er ifølge RIMINI moderat og bidrar således også bare marginalt til økt lønns- og prisvekst i et to-års perspektiv. For en nærmere omtale av virkningene av rente- endringer i RIMINI vises til egen ramme i inflasjonsrapport nr. 1 1995.

Virkningstallene i RIMINI-modellen og andre makroøkonomiske modeller reflekterer det erfaringsgrunnlaget som modellene bygger på. Dette tallmaterialet stammer for RIMINI's vedkommende i hovedsak fra 1980-årene og begynnelsen av 1990-årene. Et slikt erfaringsgrunnlag gir få holdepunkter for å vurdere endringer i bakenforliggende strukturer i økonomien. Et eksempel på slike strukturelle skift kan være utviklingen midt på 1980-tallet, da kredittreguleringen ble opphevet. Tallmaterialet vil hel-

ler ikke alltid gi tilstrekkelig grunnlag for å vurdere virkninger av renteendringer i en situasjon som avviker fra tidligere erfaringer. Vi har blant annet lite erfaring med hvordan renteendringer virker i en høykonjunktur i en økonomi med markedsbestemt kreditt-tilførsel. Tallmaterialet fra midten av 1980-årene kan gi en viss veiledning, men det kan være vanskelig å skille virkningene av den lave renten den gangen fra virkningen av at kredittreguleringene ble opphevet.

En vurdering av den aktuelle situasjonen tilsier at det i hvertfall er to forhold som en bør korrigerer for i modellen:

- I RIMINI tar det mer enn ett år fra en nedgang i pengemarkedsrenten får fullt gjennomslag til bankrentene. Økt konkurranse blant bankene har bidratt til at gjennomslaget nå synes å skje raskere enn erfaringsmaterialet som RIMINI bygger på, tilsier. Det er også grunn til å tro at rentenivået i store statsbanker - for eksempel Husbanken - nå vil tilpasse seg raskere til markedsrentene enn tidligere.
- RIMINI-modellen inneholder en såkalt «labour-hoarding»-effekt, som er et uttrykk for at bedriftene generelt vil være tilbakeholdende med å endre arbeidsstokken når konjunktorene endrer seg. En slik effekt vil medføre økt produksjon og økt produktivitetsvekst når etterspørselen øker, snarere enn økt sysselsetting. I den fase av konjunkturoppgang- en vi nå befinner oss i, vil imidlertid mange

- Elektrisitetsprisene kan falle mer enn det vi har forutsatt.

Det er også heftet betydelig usikkerhet ved oljeprisutviklingen. Skulle oljeprisene fortsette å falle, slik vi har sett tendenser til den senere tid, vil veksten i innenlandsk kostnadsnivå dempes noe. Det kan også tenkes at store bevegelser i oljeprisen kan få virkninger for valutakursutviklingen. Det er dermed usikkert hvordan en lavere oljepris vil påvirke inflasjonen de nærmeste årene.

Videre er det usikkert hvordan en eventuell pensjonsreform ved årets inntektsoppgjør vil påvirke lønns- og prisveksten fremover.

bedrifter ha høy kapasitetsutnyttning, og potensialet for økt produksjon uten å øke sysselsettingen kan være begrenset. Det er derfor overveiende sannsynlig at en ytterligere økning i samlet etterspørsel ikke vil slå ut like mye i økt produktivitetsvekst som i begynnelsen av en oppgangskonjunktur.

Dersom disse korreksjonene legges inn i modellen, vil innenlandsk etterspørsel, ifølge RIMI-NI, etter to år være 1 prosentpoeng høyere og sysselsettingen $1/2$ prosentpoeng høyere enn ved et uendret rentenivå. Etter 4 år er innenlandsk etterspørsel og sysselsetting henholdsvis 2 og $1\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere. Lønningene vil ifølge denne beregningen øke med $1/2$ prosent etter 2 år og $1\frac{1}{4}$ prosent etter 4 år. Virkningene på prisene er relativt moderate. Etter 2 år er konsumprisene $1/4$ prosent høyere og etter 4 år $1/2$ prosent høyere. Boligprisene er vel 3 prosent høyere etter 2 år og vel 6 prosent høyere etter 4 år.

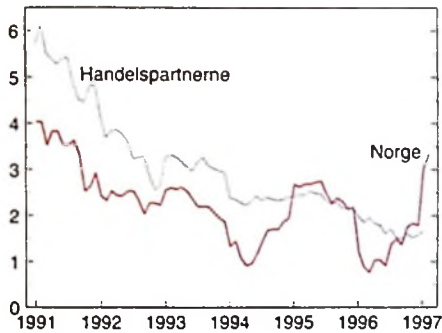
Det må understrekes at disse anslagene representerer isolerte virkninger av en rentenedgang. Virkningen av den renteendring som faktisk har funnet sted i økonomien gjennom det siste året, vil delvis bli motvirket gjennom en reduksjon i andre deler av etterspørselen, herunder gjennom finanspolitikken. På den annen side kommer renteendringene i den aktuelle situasjon i tillegg til en kraftig underliggende vekst i blant annet boligprisene og sysselsettingen. Økningen i boligprisene i løpet av det siste året har eksempelvis gitt husholdningene en formuesgevinst som forsiktig kan anslås til 70 milliarder kroner. Det er usikkert hvor stor del av denne gevinsten som slår ut i økt etterspørsel. Det samlede bildet dette gir, er reflektert i anslagene for den økonomiske utviklingen i denne rapporten.

Anslagene illustrerer også at det er relativt lange tidsetterslep forbundet med virkningene av en rentenedgang. Lengden på disse tidsettersleperne er usikre. De vil også avhenge av andre forhold i økonomien, og er trolig følsomme for blant annet endringer i publikums forventninger.

En annen aktuell usikkerhet er knyttet til i hvilken grad økt etterspørsel etter arbeidskraft kan dekkes ved en økning i arbeidsstyrken. De anslåtte virkningene på sysselsettingen kan synes høye, tatt i betraktning den aktuelle situasjon i arbeidsmarkedet. I modellberegningene legges det til grunn at den fleksible tilpasningen av arbeidsstyrken som vi har sett i Norge hittil i 1990-årene, videreføres. Det kan imidlertid være grenser for denne fleksibiliteten. Yrkesfrekvensene er nå høyere enn i toppåret 1987. Det er usikkert hvor store reserver det fortsatt finnes i den yrkespassive del av befolkningen, og som kan utnyttes på kort sikt uten en generell økning i lønnsnivået. Videre kan en større del enn anslått av økningen i etterspørselen slå ut i økt import fremfor økt innenlandsk produksjon og sysselsetting.

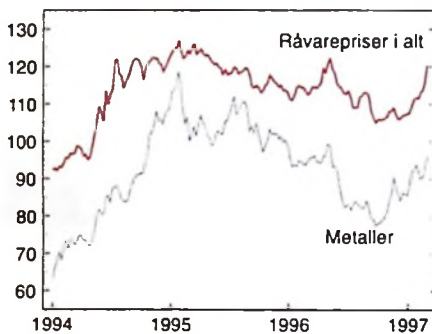
Tradisjonelle modellberegninger vil normalt ikke kunne svare på om en rentenedgang kan utløse et betydelig skift i forventninger og en sterk økning i etterspørselen for eksempel på grunnlag av realiserte og forventede formuesgevinster. I den grad rentenivået, i tillegg til endringen, er av betydning - noe erfaringene fra midten av 1980-årene kan tyde på - kan det videre tenkes at husholdningenes reaksjoner på renteendringer kan være sterkere når realrenten synker ned mot eller under null enn ved et høyere realrentenivå. Det kan således ikke utelukkes at virkningene kan bli betydelig større enn anslått ovenfor.

Figur 2.1 Konsumprisene. Tolvmånedersvekst. Prosent



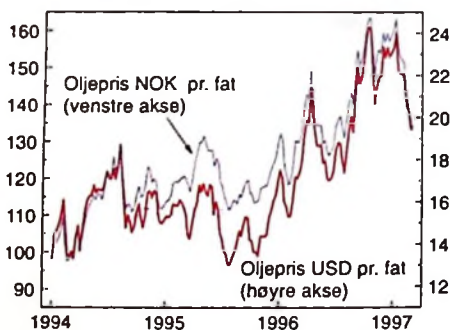
Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 2.2 Råvarepriser i SDR, totalt og for metaller. 1990=100



Kilde: The Economist

Figur 2.3 Oljepriser i NOK og USD



Kilde: The Economist

2.1 Konsumpriser

Konsumprisveksten – målt ved tolv månedersraten – økte fra 1,8 prosent ved utgangen av 1996, til hhv 3,0 og 3,3 prosent i januar og februar. Anslagsvis $\frac{3}{4}$ prosentpoeng av økningen i tolv månedersraten fra desember til januar skyldtes effekter av avgiftsendringer i 1996 og 1997. Mens lavere bilavgifter trakk prisveksten ned i 1996, bidrog diverse avgiftsøkninger ved siste årsskifte til å trekke prisveksten opp fra og med januar i år. Økningene i strømprisene høsten 1996 og i januar 1997 har også bidratt til å trekke konsumprisveksten opp.

Korrigert for avgiftsendringer og strømpriser var prisveksten 1,5 prosent i 1996. Målt ved tolv månedersraten har den korrigerte prisveksten tatt seg noe opp de siste to måneder, og var i februar 1,9 prosent.

Konsumprisveksten har siden oktober i 1996 vært høyere i Norge enn hos våre handelspartnere, der prisveksten har ligget rundt 1,6 prosent det siste halvåret. I tillegg til de nasjonale konsumprisindekser publiserer EØS-landene fra og med januar i år også harmoniserte prisindekser. Ifølge denne prisindeksen var prisveksten i EU-landene 2,2 prosent i januar i år, mens den norske prisveksten var 3,2 prosent.

2.2 Råvarepriser og importpriser

Prisen på import av tradisjonelle varer økte, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap, med 0,4 prosent fra 1995 til 1996. Svak konjunkturutvikling i Europa og moderat internasjonal prisvekst har bidratt til å dempe den importerte prisveksten. En viss styrking av den importveide kronkursen gjennom 1996 kan også ha bidratt i samme retning. Importprisene var ved utgangen av fjoråret på nivå med importprisene i 1990, slik at importprisene har bidratt til å dempe den norske prisveksten i flere år.

The Economists prisindeks for alle råvarer utenom olje (målt i SDR) har de siste fire månedene vist en stigende tendens. Som et resultat av dette er indeksen nå på et høyere nivå enn for et år siden, til tross for det kraftige prisfallet som fant sted sommeren 1996. Økte priser på matvarer og metaller - spesielt aluminium - er drivkraften bak den senere tids prisstigning. Siden forrige inflasjonsrapport har Economist-indeksen steget med 18,4 prosent, mens den gjennomsnittlige veksten var -2,2 prosent fra 1995 til 1996.

Oljeprisen steg fra 19 til 24 dollar pr. fat i løpet av 1996, som følge av fortsatt sterk vekst i etterspørselen. Hittil i 1997 har oljeprisen falt noe, og prisen er nå rundt 19 dollar

pr. fat. Det ser ut til at særlig den milde vinteren og lavere vekst enn tidligere antatt i Europa har bidratt til nedgangen i oljeprisen. I norske kroner var oljeprisen 133,50 kroner pr. fat 10. mars.

2.3 Engros- og produsentpriser

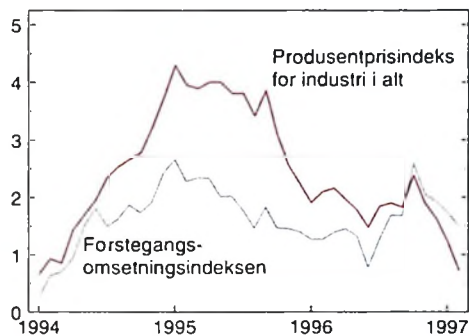
Prisutviklingen på produsent- og engrosleddet kan gi indikasjoner på den fremtidige utviklingen i konsumprisene. Tolvmånedersveksten i produsentprisene for industrien har de siste to månedene avtatt noe og var i februar 0,7 prosent. Dette reflekterer svakere priser for flere eksportprodukter, særlig for raffinerte oljeprodukter og kjemiske råvarer. For varer produsert for hjemmemarkedet falt prisveksten noe mot slutten av fjoråret, og var i de to første månedene i år i overkant av 2 prosent.

Det har vært lav vekst i engrosprisene de siste månedene. I februar var tolv månedersveksten 1,5 prosent. Veksten i engrosprisene for konsumvarer har også vært moderat, og tolv månedersveksten var 1,7 prosent både i januar og februar.

2.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

Nasjonalregnskapsprisdeflatorer viser tiltakende prisvekst for privat konsum gjennom fjoråret. Prisveksten for tjenestekonsumet var i fjerde kvartal i fjor 2,9 prosent, mens prisene for varekonsumet økte med 1,8 prosent. Prisveksten for offentlig konsum tiltok også gjennom fjoråret, og årsveksten var i fjerde kvartal 5,5 prosent. Prisdeflatoren for bruttoproduktet for Fastlands-Norge viste også økende vekst. Dette reflekterer høyere prisvekst for innenlandsk anvendelse og en reversering av det tidligere fallet i eksportprisen for tradisjonelle varer.

Figur 2.4 Engros- og produsentprisindekser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 2.1 Nasjonalregnskapets prisdeflatorer. Prosentvis vekst fra samme periode året før

	1996			
	1.kv	2.kv	3.kv	4.kv
Innenlandsk anvendelse	1,8	2,3	2,1	3,2
Privat konsum	0,6	1,4	1,7	2,2
Offentlig konsum	2,8	3,4	4,0	5,5
Bruttoinvestering i fast kapital, fastlandsnæringer	3,1	1,9	3,2	2,9
Eksport, tradisjonelle varer	-3,0	-1,0	-2,6	1,2
Import, tradisjonelle varer	0,4	-0,1	0,2	0,9
BNP	2,1	3,1	4,4	6,8
BNP Fastlands-Norge	1,1	2,0	1,6	3,0

Kilde: Statistisk sentralbyrå

3 RENTER, VALUTAKURS OG MONETÆRE STØRRELSER

3.1 Renter og valutakurs

Rente- og valutakursutviklingen påvirker etterspørselsforholdene i økonomien, og kan gi informasjon om markedsaktørers forventninger om fremtidig inflasjon.

Effektive norske tremånedersrenter har hittil i år ligget 1,4 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet for 1996. I løpet av desember og begynnelsen av januar falt pengemarkedsrentene markert, samtidig som kronekursen styrket seg. På denne bakgrunn og i lys av at sentralbanken i den samme perioden hadde gjort betydelige valutakjøp med sikte på å stabilisere kursutviklingen, satte Norges Bank ned renten på bankenes folioinnskudd og D-lån, først med 0,5 prosentpoeng med virkning fra 9. januar, og så med 0,25 prosentpoeng med virkning fra 10. januar. I forbindelse med den siste rentenedsettelsen meddelte sentralbanken at den i en periode ikke ville intervensere i valutamarkedet i vesentlig grad.

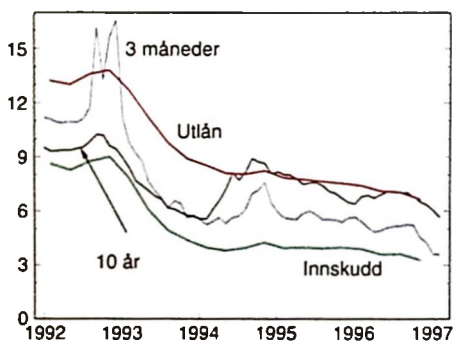
Differansen til den tyske tremånedersrenten er kraftig redusert de siste månedene og var 0,2 prosentpoeng 10. mars i år. Fra midten av desember har norske tremånedersrenter ligget lavere enn tilsvarende ECU-renter, og differansen var pr. 10. mars -0,8 prosentpoeng.

Fallet i pengemarkedsrentene de siste månedene har fått gjennomslag i de rentene publikum står overfor. Norges Banks rentestatistikk for fjerde kvartal viser at den gjennomsnittlige utlånsrenten fra forretnings- og sparebankene falt med 0,9 prosentpoeng gjennom 1996, hvorav 0,4 prosentpoeng i fjerde kvartal. De fleste private banker har satt ned sine utlånsrenter ytterligere i årets første to måneder.

Utviklingen i langsiktige renter kan si noe om forventningene til utviklingen i kortsiktige renter. Dessuten kan langsiktige investeringer være knyttet til disse rentene. De langsiktige rentene økte i fjor fram til september, men har siden vist en fallende trend. Fra toppen i september 1996 har tiårs statsobligasjoner falt med i underkant av 1,5 prosentpoeng fram til i dag. Tilsvarende europeiske renter har også falt siden september i fjor, men mindre enn norske. Rentedifferansen mellom norske og tyske tiårs statsobligasjoner, som var 0,8 prosentpoeng i midten av september i fjor, er redusert til 0,1 prosentpoeng 10. mars. Den tilsvarende rentedifferansen overfor teoretisk ECU gikk i samme periode fra 0,3 til -0,3 prosentpoeng.

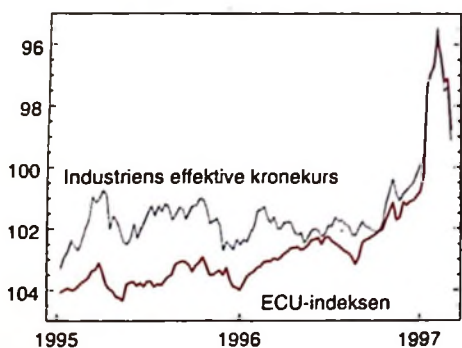
Både den effektive kronekursen og ECU-indeksen har styrket seg siden forrige inflasjonsrapport, jf. figur 3.2. Kronen styrket seg fra midten av desember til begynnelsen av februar og nådde periodens toppnivå 6. februar med en

Figur 3.1 Renteutviklingen i Norge. Bankenes innskudds- og utlånsrente, 3 mnd. eurorente og 10 års statsobligasjonsrente



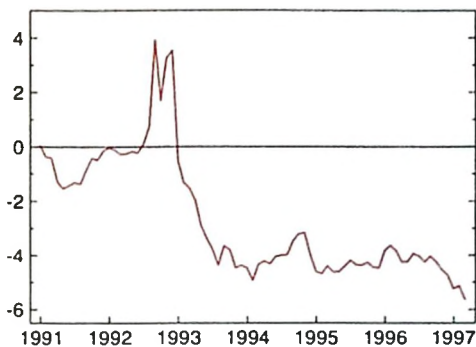
Kilde: Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

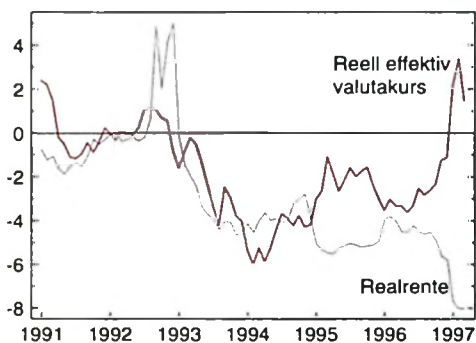
Figur 3.3 Norges Banks monetære indeks. Januar 1992=0



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

Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Komponenter i MCI. Januar 1992=0



Kilde: Norges Bank

ECU-indeks på 95,4. Utover i februar og i mars svekket kronen seg, og 10. mars var kursen 98,5, målt ved ECU-indeksen. I den siste 14-dagers perioden fram til 10. mars har kursen vært i området 96,6 - 99,3.

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. Virkningen av lavere realrente, som isolert sett har bidratt til at pengepolitikken er blitt noe mer ekspansiv de siste månedene, er til en viss grad blitt oppveid av realappresiering av den norske kronen.

Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i Penger og Kredit: «Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar».

3.2 Pengemengdevekst

Utviklingen i pengemengden brukes i mange land som en indikator for fremtidig inflasjon. Undersøkelser på norske data tyder imidlertid på at det ikke er en nær sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i Norge. En har imidlertid funnet at det er en relativt stabil sammenheng på lang sikt mellom endringer i pengemengden og vekst i nominelt bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge. Pengemengdestørrelser kan med dette som utgangspunkt – når man tar hensyn til at veksttakten for pengemengden svinger mye – gi informasjon om den økonomiske utviklingen.

Etter å ha ligget relativt stabilt på omtrent 6 prosent gjennom 1995, varierte tolv månedersveksten i den registrerte pengemengden (M2) mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, og var på 6,0 prosent ved utgangen av 1996. Fordelt på tilførselskilder var det en sterk inndragning av likviditet ved sentralmyndighetenes inntektsoverskudd. Det er utlån fra bankene som er den dominerende kilden til pengemengdeveksten.

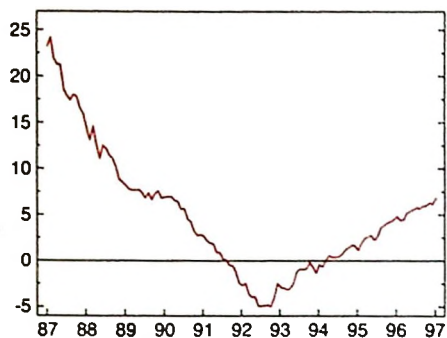
Ved utgangen av januar i år var tolv månedersveksten i M2 på 3,9 prosent.

3.3 Kredittvekst

Fra og med januar 1997 omfatter kredittindikatoren (K2) publikums innenlandske bruttogjeld i norske kroner (som var den tidligere kredittindikatoren) pluss publikums innenlandske valutagjeld.

Kredittindikatoren gikk opp med 7,0 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av januar, mot 6,2 prosent i tolv månedersperioden desember 1995 – desember 1996. Årsveksten har stort sett vært tiltakende siden oktober 1992,

Figur 3.5 Innenlandsk kreditt i alt (K2). Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

da den var -4,4 prosent. Realverdien av husholdningenes innenlandske bruttogjeld nærmer seg nå nivået fra inngangen til 1990, men forholdet mellom gjeld og disponibel inntekt er fortsatt vesentlig lavere.

En oppsplitting av kreditten på de enkelte låntakersektorene viser at det fremdeles er foretakssektoren som står for den kraftigste kredittveksten. Tolv månedersveksten i foretakenes kronelån var etter foreløpige beregninger vel 10 prosent ved utgangen av november. Det tilsvarende tallet for husholdningene er i overkant av 5 prosent.

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

	1996	1997	1998
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	3,9	4	3
Privat konsum	4,7	4	3 ¹ / ₄
Offentlig konsum	1,6	2 ¹ / ₂	1 ³ / ₄
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	4,4	5 ¹ / ₂	4
Påløpte oljeinvesteringer	-1,2	19	4
Eksport	8,2	7	5
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	15,9	10	6 ³ / ₄
Tradisjonelle varer	9,4	6	5
Import	2,5	8 ¹ / ₄	4 ³ / ₄
Tradisjonelle varer	6,5	7 ¹ / ₂	4
BNP	4,8	4 ¹ / ₄	3 ¹ / ₄
BNP, Fastlands-Norge	3,2	3 ¹ / ₄	2 ³ / ₄

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk

Foreløpige tall fra nasjonalregnskapet viser at BNP for Fastlands-Norge vokste med 3,2 prosent fra 1995 til 1996. Korrigert for nedgangen i elektrisitetsproduksjonen var veksten 3,7 prosent. Det private konsumet økte med nesten 5 prosent, og eksporten av tradisjonelle varer med nærmere 10 prosent. Sammen med en sysselsettingsvekst på 55 000 personer, den sterkeste reallønnsveksten på 10 år og rekordhøyt overskudd på driftsbalansen markerte fjoråret et nytt toppunkt i oppgangen som har vart siden begynnelsen av 1993.

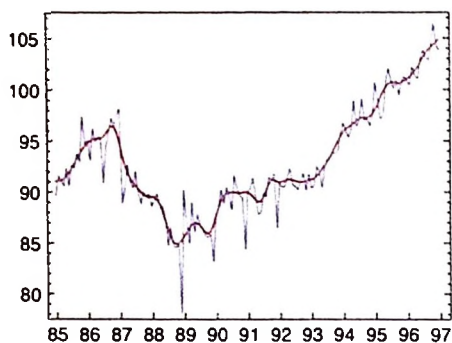
I tråd med forrige inflasjonsrapport legger vi til grunn en viss avdemping i veksten i inneværende og neste år, men høykonjunkturen ser likevel ut til å fortsette. De tekniske forutsetningene om valutakurs og renter som vi har lagt til grunn, innebærer imidlertid lavere renter og en sterkere valutakurs enn det vi forutsatte forrige gang.

Rentenedgangen vil spesielt kunne stimulere boliginvesteringer og andre investeringer samt den rentefølsomme del av konsumet, det vil si kjøp av varige forbruks-goder. Rentenedgangen vil også gjennom bidraget fra økte bruktboligpriser og andre formuespriser kunne gi ytterligere bidrag til konsumveksten fremover. Anslaget for konsumveksten er derfor oppjustert til 4 prosent i 1997. Stortingets behandling av salderingsproposisjonen medførte dessuten at veksten i offentlig konsum i 1997 blir høyere enn tidligere lagt til grunn. I tillegg er anslagene for oljeinvesteringene kraftig oppjustert, noe som vil kunne gi betydelige vekstimpulser til fastlandsøkonomien. En sterkere krone enn det vi forutsatte sist vil imidlertid kunne bidra til noe lavere eksportvekst og høyere importvekst.

Samlet anslår vi nå en vekst i BNP for Fastlands-Norge i år på 3¹/₄ prosent, 1/4 prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Vi anslår en sysselsettingsvekst på 2 prosent i år, og ledigheten ifølge AKU antas å bli redusert med om lag 1/2 prosentpoeng, til 4¹/₂ prosent. Den registrerte arbeidsledigheten anslås til 3³/₄ prosent.

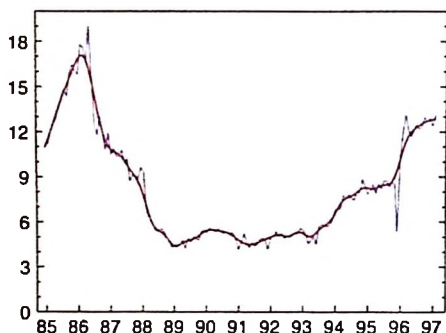
Veksten ser ut til å kunne fortsette i 1998. BNP for Fastlands-Norge anslås å vokse med 2³/₄ prosent, og fortsatt sterk realinntektsvekst bidrar til at konsumveksten kan komme opp i 3¹/₄ prosent. Sysselsettingsveksten ser ut til å fortsette, og ledigheten ifølge AKU kan komme ned mot 4 prosent. Den registrerte ledigheten neste år anslås til i underkant av 3¹/₂ prosent.

Figur 4.1 Detaljomsetningsindeksen, trend og sesongjustert. 1995=100



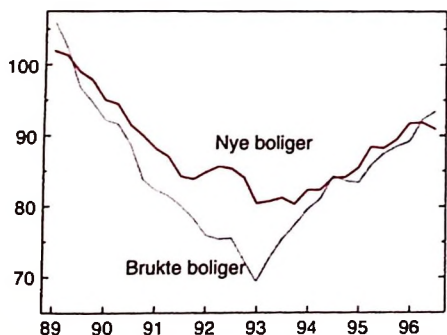
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.2 Førstegangsregistrering av personbiler, trend og sesongjustert. 1000



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.3 Realpriser på boliger. Indeks, 1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

4.2 Husholdningenes tilpasning

Husholdningenes konsum økte med nesten 5 prosent fra 1995 til 1996. Konsumveksten, som har vært sterk over flere år, fortsatte dermed å være den viktigste drivkraft bak veksten i innenlandsk etterspørsel. Det er særlig varekonsumet som har økt sterkt, med en vekst siste året på vel 6 prosent. Sterk økning i bilkjøpene forklarer mer enn halvparten av veksten i varekonsumet og mer enn 1 1/2 prosentpoeng av den totale konsumveksten i 1996. Veksten i tjenestekonsumet tok seg noe opp i 1996, men tjenestekonsumet vokser fremdeles svakere enn varekonsumet.

Forbruksveksten må ses på bakgrunn av den sterke inntektsveksten husholdningene har hatt de senere årene. Husholdningenes formuesposisjon er også betydelig forbedret. I tillegg til at økte boligpriser har høynet verdien av boligmassen, har positive finansinvesteringer og kursoppgang på børsen bidratt til å øke husholdningenes finansformue. I tillegg har nedgangen i utlånsrentenivået gjort det rimeligere å lånefinansiere forbruk.

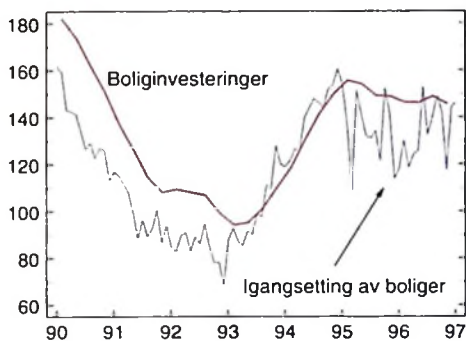
Vi forventer en fortsatt sterk realinntektsvekst for husholdningene fremover, men svakere enn i 1996. Rentenedgangen må antas å stimulere veksten i boligprisene og andre formuespriser fremover. Gjennom 1996 økte bruktboligprisene nominelt med i overkant av 10 prosent. Etterspørselen etter bruktboliger er for tiden meget høy, og det ser ut til at boligprisveksten er i ferd med å ta seg ytterligere opp innneværende år. Vi anslår en nominell økning i bruktboligprisene på over 10 prosent innneværende år, og en ytterligere vekst i 1998.

Rentenedgangen og utviklingen i bruktboligpriser og andre formuespriser vil gi ytterligere vekststimulans til konsumet fremover. Det ser ut til at husholdningenes finanssparing gikk ned mot slutten av fjoråret, og kredittveksten har vært tiltakende over et lengre tidsrom. Spesielt kan den rentefølsomme delen av konsumet, det vil si varige forbruksgoder, stimuleres av rentefallet, slik vi også har sett i tidligere perioder.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi konsumveksten for 1997 til 3 1/2 prosent. På bakgrunn av utviklingen i blant annet renter og boligpriser oppjusteres vekstanslaget til 4 prosent for 1997. For 1998 antar vi at konsumveksten dempes til 3 1/4 prosent. Husholdningenes sparerate ble redusert med 1,3 prosentpoeng, til 5,7 prosent fra 1995 til 1996. Våre anslag innebærer at spareraten fortsetter å falle i 1997 og 1998, med henholdsvis 1 og 1/2 prosentpoeng. Husholdningenes sparerate vil etter dette kunne komme ned mot 4 prosent i 1998.

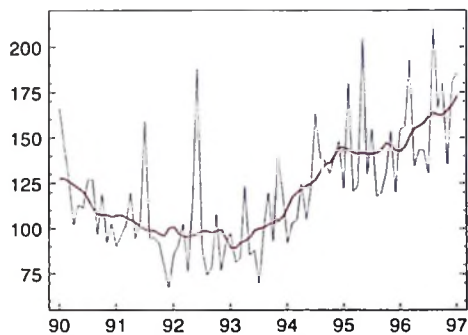
Vi anslår at boliginvesteringene vil øke med 8 prosent både i 1997 og 1998.

Figur 4.4 Igangsetting av boliger og boliginvesteringer. Indeks, 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 Igangsetting av næringsbygg. Indeks, 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.3 Investeringene

Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at fastlandsinvesteringene gav klart svakere etterspørselsimpulser i 1996 sammenliknet med de to foregående årene. Offentlige investeringer økte samtidig mindre enn lagt til grunn i Salderingsproposisjonen, noe som kan skyldes at en del av de kommunale investeringene i forbindelse med grunnskolereformen er forskjøvet til innværende år. Blant fastlandsbedriftene var det imidlertid fortsatt god vekst i industriinvesteringene, og aktiviteten knyttet til byggingen av ny hovedflyplass på Gardermoen bidrog også til at investeringsveksten i fastlandsbedriftene kom opp i nærmere 7 prosent i fjor, mot en vekst på rundt 20 prosent i hvert av de to foregående årene.

Investeringsnivået er høyt. Investeringene som andel av bruttoproduktet i Fastlands-Norge lå i 1996 om lag på samme nivå som i det tidligere toppåret 1987. Forholdene synes å ligge til rette for at det høye investeringsnivået kan videreføres. Høy kapasitetsutnyttning og forventninger om fortsatt lave renter og god inntjening er faktorer som bidrar til dette. Investeringstillingen for første kvartal peker i retning av klart lavere investeringsvekst i industrien i år sammenliknet med i fjor. Samlet anslår vi likevel at fastlandsbedriftenes investeringer vil øke med 5 prosent innværende år, og noe mindre neste år. Dette innebærer et høyt investeringsnivå i både 1997 og 1998.

Investeringene knyttet til petroleumsutvinningen er blitt redusert de siste 3 årene, og har således bidratt til å dempe konjunkturoppgangen. Mot slutten av fjoråret økte imidlertid disse investeringene kraftig, og Statistisk sentralbyrås investeringsundersøkelse tyder på en klar oppgang i petroleumsinvesteringene innværende år. Vi anslår en vekst i disse investeringene på nærmere 20 prosent i år. Dette er en betydelig oppjustering fra forrige inflasjonsrapport, og innebærer at petroleumsinvesteringene vil bidra til ytterligere vekst i økonomien fremover.

4.4 Finanspolitikken

Våre anslag for offentlig etterspørsel reflekterer det vedtatte statsbudsjettet for 1997. I salderingsproposisjonen for 1997 foreslo Regjeringen en viss økning i skatte- og avgiftsnivået. Statsbudsjettets underliggende utgifter ble anslått å øke med 1/4 prosent fra 1996 til 1997, og budsjettets innstrammende effekt ble beregnet til om lag 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved det olje-, rente og aktivitetskorrigerte budsjettoverskuddet.

Salderingen av 1997-budsjettet i Stortinget førte til en økning i statsbudsjettets totale utgifter på om lag 1,8 milliarder kroner i forhold til opplegget i Salderingsproposisjonen. Samtidig ble inntektssiden i statsbudsjettet redusert da det ikke ble flertall i Stortinget for nedsettelse av det kommunale skatteøret for forskuddspliktige med en tilhørende øk-

ning av fellesskatten, slik Regjeringen hadde foreslått. Sammen med økte rammeoverføringer til kommunene innebærer dette økte inntekter for kommunene på vel 3 milliarder kroner i år sammenlignet med Regjeringens forslag. Det vedtatte budsjettet for 1997 er samlet sett noe mindre stramt enn Regjeringens finanspolitiske opplegg slik det ble presentert i Salderingsproposisjonen.

Veksten i kommunalt konsum må etter dette antas å bli høyere enn det Regjeringen la til grunn i Salderingsproposisjonen. Vårt anslag for offentlig konsum i 1997 er derfor oppjustert med 1 1/2 prosentpoeng i forhold til forrige inflasjonsrapport. I tråd med hva vi la til grunn forrige gang, viser tall fra nasjonalregnskapet at investeringsveksten i offentlig forvaltning ble lavere i fjor enn anslått i Salderingsproposisjonen. Det er grunn til å tro at en del av de kommunale investeringene knyttet til grunnskolereformen er blitt forskjøvet fra 1996 til 1997. Som i forrige inflasjonsrapport er derfor anslaget på investeringsveksten i offentlig forvaltning på 3 prosent i år, høyere enn det som er anslått i Salderingsproposisjonen. Samlet er anslaget for det offentlige kjøp av varer og tjenester i 1997 oppjustert fra 1,2 prosent i forrige inflasjonsrapport til 2,5 prosent.

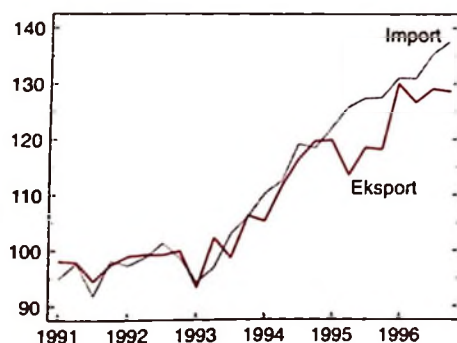
Tabell 4.2 Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra forrige år

	1996	1997	1998
USA	2,4	2 1/2	2 1/4
Japan	3,6	1 1/2	2 1/2
Tyskland	1,3	2 1/4	2 1/2
Frankrike	1,3	1 3/4	2
Storbritannia	2,3	3	3
Sverige	1,1	2	2
Finland	3,2	4	3 1/2
Danmark	2,2	3	3
Norges handelspartnere ¹⁾	1,9	2 1/2	2 1/2

1) Vektet med eksportvektor

Kilde: OECD, Concensus Forecasts, egne anslag

Figur 4.6 Eksport og import av tradisjonelle varer. Indeks, 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.5 Utenrikshandelen

Eksporten av tradisjonelle varer økte med 9,5 prosent fra 1995 til 1996. Veksten var særlig sterk i første del av fjoråret. Eksporten av verkstedprodukter og primærnæringsvarer økte mest.

BNP-veksten hos våre viktigste handelspartnere var moderat i fjor; foreløpige anslag indikerer en samlet vekst på 1,9 prosent. Eksportveksten i 1996 var langt høyere enn markedsveksten hos våre handelspartnere. Dette har blant annet sammenheng med at eksporten økte til land som tidligere ikke har vært blant våre viktigste handelspartnere. Eksempelvis økte eksporten av tradisjonelle varer til asiatiske land med over 23 prosent i fjor. Også til USA og Øst-Europa økte eksporten. I alle disse landene var markedsveksten høyere enn gjennomsnittet for Norges handelspartnere.

I USA venter vi at den solide veksten fra de siste årene vil fortsette. I Japan og i mange europeiske land vil den finanspolitiske konsolideringen som er planlagt, ventelig dempe den økonomiske veksten, mens lave renter og god vekst i internasjonal økonomi vil virke i motsatt retning. Vi legger til grunn at veksten gradvis tiltar i disse landene. Dette bidrar til at den gjennomsnittlige BNP-veksten blant våre handelspartnere vil ta seg opp til 2 1/2 prosent både i år og neste år.

Relativt høy økonomisk vekst i blant annet USA, Øst-Europa og Asia ventes å gi grunnlag for fortsatt eksportvekst. Den moderate veksten på kontinentet vil dempe eksportveksten fremover. Vår forutsetning om appresiering av krone-

kursen trekker også i retning av lavere eksportvekst i 1997, og vi anslår veksten i tradisjonell vareeksport fra 1996 til 1997 til 6 prosent. For 1998 anslås 5 prosent eksportvekst.

Gjennom 1996 falt prisene på flere viktige tradisjonelle eksportvarer, etter sterk vekst året før. Prisfallet var særlig stort for metaller, treforedlingsprodukter, kjemiske råvarer og fisk. Totalt falt eksportprisene på tradisjonelle varer med 1,3 prosent fra 1995 til 1996. For 1997 venter vi at eksportprisene på tradisjonelle varer vil falle med omtrent $\frac{1}{2}$ prosent. I 1998 legger vi til grunn svakt økte eksportpriser.

Importen av tradisjonelle varer økte med 6,5 prosent i fjor, og vi anslår den videre veksten til $7\frac{1}{2}$ prosent i 1997 og 4 prosent i 1998. Reduksjonen i importveksten fra 1997 til 1998 skyldes lavere innenlandsk etterspørselsvekst og redusert vekst i oljeinvesteringene.

Importprisen for tradisjonelle varer økte ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap med 0,4 prosent i 1996. For 1997 venter vi at importprisene for tradisjonelle varer vil falle med om lag 1 prosent i forhold til 1996. Forutsetningen om appresiering av kronen er hovedårsaken bak anslaget om fallende importpriser i år. I 1998 legger vi til grunn uendrede importpriser.

5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

Veksten i sysselsettingen var sterk i fjor. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte sysselsettingen med 55 000 personer, eller 2,6 prosent fra 1995 til 1996. Samtidig steg arbeidstilbudet vesentlig mer enn det demografiske forhold skulle tilsi, slik at ledigheten bare gikk ned med om lag 0,5 prosentpoeng. Som et gjennomsnitt for 1996 gav dette ifølge Statistisk sentralbyrås Arbeidskraftundersøkelse (AKU) en ledighetsrate på 4,9 prosent. Det er grunn til å tolke disse tallene med en viss varsomhet, da AKU ble lagt om i 1996. For å kunne sammenligne med ledighetstallene for tidligere år, må en korrigere for bruddet i AKU. Justert for slike brudd anslår Statistisk sentralbyrå at ledigheten i 1995 var 5,4 prosent, 0,5 prosentpoeng høyere enn det tidligere publiserte nivået.

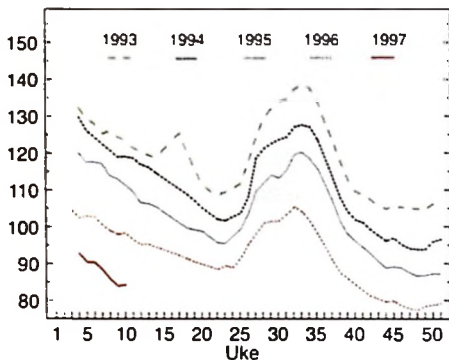
Tall fra Arbeidsdirektoratet indikerer en jevn nedgang i ledigheten gjennom fjoråret, en nedgang som har fortsatt de første to månedene i 1997. Den registrerte ledigheten ved utgangen av februar var 3,7 prosent justert for normale sesongvariasjoner. Dette er 0,6 prosentpoeng lavere enn for ett år siden. Vi må tilbake til 1989 for å finne like lave ledighetstall. Våre anslag innebærer en fortsatt markert sysselsettingsvekst både i år og neste år, og dermed en ytterligere nedgang i ledigheten de nærmeste to årene. Sysselsettingsveksten kan komme opp i 2 prosent i år og 1 $\frac{1}{4}$ prosent neste år. Den anslåtte veksten i arbeidstilbudet medfører imidlertid at AKU-ledigheten bare reduseres moderat, til om lag 4 $\frac{1}{2}$ prosent i inneværende år. I 1998 kan ledigheten komme ned mot 4 prosent. Etter AKUs gamle definisjoner tilsvarer dette hhv 4 og 3 $\frac{1}{2}$ prosent. Den registrerte ledigheten anslås til om lag 3 $\frac{3}{4}$ prosent i år og knappe 3 $\frac{1}{2}$ prosent i 1998.

5.2 Lønninger

Nasjonalregnskapet viser en samlet vekst i lønn pr. normalårsverk (inkluderer blant annet overtid) fra 1995 til 1996 på 4,4 prosent. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (DTB) anslø den gjennomsnittlige årslønnsveksten til 4 $\frac{1}{4}$ prosent. Dette er på linje med Norges Banks anslag i forrige inflasjonsrapport.

En del av tilleggene fra lønnsoppgjøret i fjor ble gjort gjeldende forholdsvis sent på året. Dette innebærer at lønnsnivået ved inngangen til 1997 allerede er betydelig høyere enn gjennomsnittet i fjor. Dersom det ikke gis noen lønnstillegg gjennom året, vil gjennomsnittlig lønn i 1997 ifølge DTB ligge om lag 2 prosent høyere enn i fjor.

Figur 5.1 Utviklingen i registrert ledighet. Uketall. 1000 personer



Kilde: Arbeidsdirektoratet

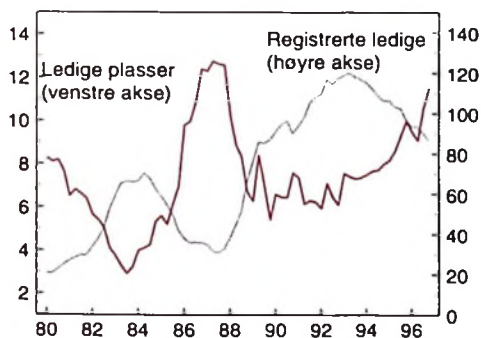
Signalene fra de ulike partene i arbeidslivet indikerer en fortsatt oppslutning til de retningslinjer som ble trukket opp i sysselsettingsutvalgets solidaritetsalternativ. I privat sektor er det fremmet krav om reallønnsvekst for de med lav og midlere inntekt, men enkelte grupper innen offentlig sektor har gitt signaler om relativt høye lønnskrav. Regjeringen har i Salderingsproposisjonen lagt til grunn en lønnsvekst på 3 1/2 prosent i år.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi årslønnsveksten fra 1996 til 1997 til rundt 4 3/4 prosent. Dette var basert på hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Dersom kronekursen blir liggende rundt dagens nivå, vil dette gi utslag i noe lavere lønnsomhet blant eksportbedriftene enn tidligere anslått. Dette vil kunne trekke lønnsveksten noe ned. På den annen side har vi oppjustert inflasjonsanslaget sammenliknet med forrige gang. Vi ser imidlertid ikke for oss at dette vil påvirke lønnsveksten nevneverdig. Etter en samlet vurdering har vi derfor valgt å nedjustere vårt anslag for samlet årslønnsvekst i år til 4 1/2 prosent.

Fortsatt nedgang i arbeidsledigheten både i år og neste år innebærer at presset i arbeidsmarkedet tiltar i beregningsperioden. Innen enkelte sektorer er det allerede problemer med å skaffe kvalifisert arbeidskraft. Det er mangel på helse- og omsorgspersonell i offentlig sektor, og ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer oppgir nærmere 10 prosent av industriforetakene at mangel på kvalifisert arbeidskraft begrenser eller kommer til å begrense produksjonen den nærmeste tiden. Denne andelen har ligget nær null de siste årene. Dette indikerer økt mistilpasning i arbeidsmarkedet. En ytterligere indikasjon på mistilpasning ligger i forholdet mellom antall ledige stillinger og registrerte arbeidsledige sammenliknet med under forrige høykonjunktur midt på 1980-tallet. Av figur 5.2 fremgår det at antallet registrerte arbeidsledige fortsatt er nær tre ganger så høyt som midt på 1980-tallet, samtidig som antall ledige stillinger er nær toppnivået fra 1987. Denne utviklingen tyder på at ledige jobber i avtagende grad passer til de lediges kvalifikasjoner. Knapphet på arbeidskraft kan derfor bli et mer alvorlig problem enn hva ledighetsnivået isolert sett skulle tilsi, og en ytterligere sterk vekst i etterspørselen vil raskere kunne slå ut i pris- og kostnadsvekst enn hittil i 1990-årene. Basert på de historiske erfaringer slik de er nedfelt i RIMINI, anslår vi lønnsveksten i 1998 til 5 prosent.

Lønnskostnadsvekst som ikke motsvares av tilsvarende vekst i produktiviteten, vil kunne påvirke prisene bedriftene setter og dermed føre til økt prispress i økonomien. Vi legger til grunn en produktivitetsvekst i Fastlands-Norge på om lag 1 1/2 prosent både i år og neste år. Med våre anslag på lønnsveksten vil dette innebære en årlig vekst i lønnskostnader pr. produsert enhet i Fastlands-Norge på rundt 3 prosent de kommende to år.

Figur 5.2 Antall registrerte ledige personer og ledige plasser. 1000



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Lønnsanslagene innebærer at lønnsveksten i Norge vil ligge $3/4$ prosentpoeng høyere enn antatt lønnsvekst hos våre handelspartnere i 1997 og $1 1/4$ prosentpoeng høyere i 1998.

UTVIKLINGEN I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	Regnskap 1996	1997	1998
Realøkonomi			
Privat konsum	4,7	4	$3 1/4$
Offentlig konsum	1,6	$2 1/2$	$1 3/4$
Bruttoinvesteringer i alt	3,1	$8 1/2$	$3 3/4$
Pålopte oljeinvesteringer	-1,2	19	4
Fastlands-Norge	4,4	$5 1/2$	4
Bedrifter	6,7	$5 3/4$	5
Boliger	-3,4	8	8
Offentlig forvaltning	4,9	$2 3/4$	$-3 1/4$
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3,9	4	3
Eksport	8,2	7	5
Olje, gass og rørtransport	15,9	10	$6 1/4$
Tradisjonelle varer	9,4	6	5
Import	2,5	$8 1/4$	$4 3/4$
Tradisjonelle varer	6,5	$7 1/2$	4
BNP	4,8	$4 1/4$	$3 1/4$
Fastlands-Norge	3,2	$3 1/4$	$2 3/4$
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,6	2	$1 1/4$
Arbeidsstyrke, AKU	2,2	$1 1/2$	$3/4$
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,9	$4 1/2$	4
Priser og lønninger			
Konsumpriser	1,3	$2 3/4$	2
Årslønn	$4 1/4$	$4 1/2$	5
Importpris tradisjonelle varer	0,4	-1	0
Eksportpris tradisjonelle varer	-1,3	$-1/2$	$1/4$
Råoljepris i kroner (nivå)	131	129	131
Utenriksøkonomi			
Eksportoverskudd, mrd kroner (nivå)	97,2	102	106
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	75,4	76	81
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	7,5	7	7
Memo			
Husholdningenes sparerate	5,8	$4 3/4$	$4 1/4$

1 OVERSIKT

Frå byrjinga av desember har krona styrkt seg mot ECU med 3,7 prosent. Krona styrkte seg kraftig fram til byrjinga av februar, og var da nesten 6 prosent sterkare enn i byrjinga av desember. Kronekursen svekte seg så noko, med eit relativt kraftig fall i byrjinga av mars.

På bakgrunn av sterkt press mot krona i byrjinga av januar og dei store valutakjøpa sentralbanken samtidig gjorde med sikte på å stabilisere kursutviklinga, sette Noregs Bank ned renta på folioinnskotta og D-låna til bankane, først med 0,5 prosentpoeng med verknad frå 9. januar, og så med 0,25 prosentpoeng med verknad frå 10. januar. I samband med den siste rentenedsetjinga kunngjorde sentralbanken at den i ein periode ikkje ville intervenere i noko særleg omfang i valutamarknaden. Hittil i år har Noregs Bank kjøpt valuta for om lag 32,5 milliardar kroner, 31 milliardar kroner før 10. januar og 1,5 milliardar etter 27. februar. I perioden frå 10. januar til 27. februar kjøpte ikkje Noregs Bank valuta. Valutakjøpa etter 27. februar må ein sjå i samanheng med oppbygginga av reservar for avsetning til petroleumsfondet.

Norske pengemarknadsrenter har, blant anna som følgje av rentenedsetjingane til Noregs Bank, falle markert i perioden sidan førre rapport. Frå midten av desember til midten av januar fall differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter frå nær null til om lag -0,7 prosentpoeng, og har sidan lege i området -0,6 til -0,8 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har vist omtrent den same utviklinga som rentedifferansen mot ECU.

Det er ikkje gjennomført endringar i administrerte renter i USA, Japan og Tyskland dei siste tre månadene. Svak økonomisk utvikling i Tyskland førte likevel til eit fall i kortsiktige tyske renter i desember, men ein stor del av rentefallet blei reversert i løpet av februar. Svekkinga av tyske mark medverka til at sentralbankane i Italia og Frankrike såg rom for lette i pengepolitikken i desember og januar. Også i Sverige er signalrentene reduserte.

Dei langsiktige rentene, målte ved tiårs statsobligasjonsrenter, har dei siste månadene vore fallande i Tyskland, mens dei har variert ein god del i USA og Japan. I dei nordiske landa har det òg vore eit fall i dei langsiktige rentene. I Noreg har obligasjonsrentene falle meir enn i Tyskland og elles i Europa. Dei norske statsobligasjonsrentene har falle med om lag 0,7 prosent i gjennomsnitt sidan midten av desember.

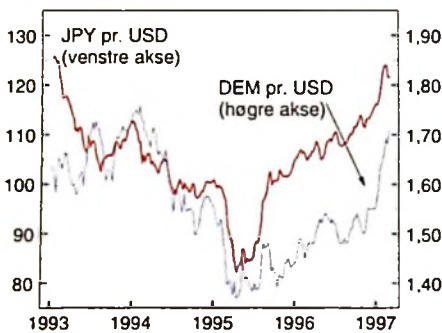
Amerikanske dollar har styrkt seg både mot tyske mark og

japanske yen dei siste månadene. Japanske yen har svekt seg med meir enn 50 prosent sidan toppnivået på 80 yen pr. dollar våren 1995. Dollaren har også styrkt seg i forhold til norske kroner dei siste månadene.

Publikum si innanlandske bruttogjeld (K2) gjekk opp med 7,0 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av januar. Tolv månadsveksten i den registrerte pengemengda (M2) varierte mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, og var på 6,0 prosent ved utgangen av 1996.

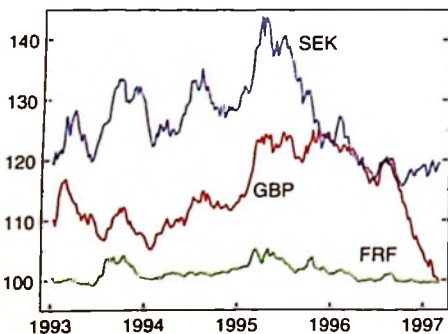
Utlånsrentene i bankane gjekk vidare ned i fjerde kvartal 1996, og meir enn innskottsrentene.

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



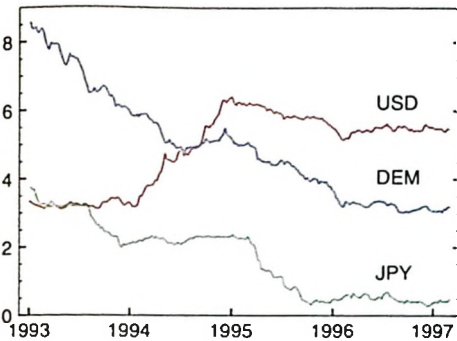
Kjelde: Noregs Bank

2 DEI INTERNASJONALE PENGE-, VALUTA- OG KAPITALMARKNADENE

Dei siste månadene er det ikkje gjort endringar i pengepolitikken i USA, Japan og Tyskland. Dei kortsiktige rentene i USA har fluktuert ein del i perioden, men ved inngangen til mars var desse rentene på same nivå som i midten av desember. Ei svak økonomisk utvikling medverka til eit fall i dei kortsiktige rentene i Tyskland gjennom desember. I februar blei store delar av dette rentefallet reversert. I Tyskland var M3-veksten 11,7 prosent i januar målt i årleg rate frå fjerde kvartal i fjor, som var høgare enn forventa.

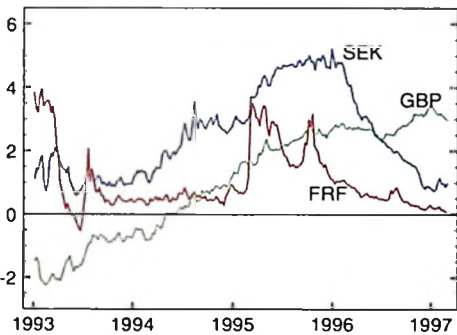
Sentralbankane i Frankrike, Sverige og Italia har dei siste månadene gjennomført lette i pengepolitikken. Den svenske sentralbanken sette den 17. desember renta på gjenkjøpsavtalar (reporenta) ned til 4,10 prosent. Sjølv om renta blei sett ned, er dei kortsiktige rentene i Sverige i dag på same nivå som for eit par månader sidan. Det at tyske mark vart svekt, medverka til at sentralbankane i Italia og Frankrike såg rom for lette i pengepolitikken i desember og januar. Den italienske sentralbanken reduserte både diskontoen og lombardrenta med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng 21. januar. Dei kortsiktige rentene i Italia har likevel stige etter desse rentekutta. Den franske sentralbanken reduserte intervensjonsrenta med 5 basispunkt både i desember og januar. Reporenta blei redusert med 15 basispunkt i desember. Dei kortsiktige rentene i Frankrike har vist ein svakt fallande tendens etter desse ren-

Figur 2.3 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



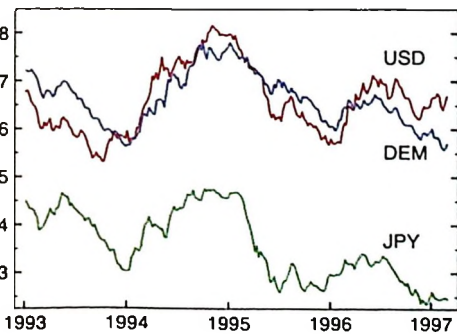
Kjelde: Noregs Bank

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

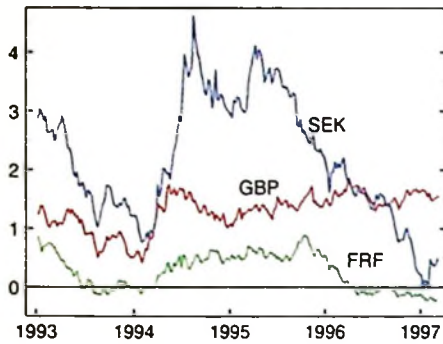
tekutta. Den nederlandske sentralbanken sette opp signalrenta på likviditet til bankane («special advances», som tilsva- rar reporenta) med 20 basispunkt 27. februar, og endå 20 basispunkt 10. mars. Også diskontorenta blei heva 10. mars.

Dei langsiktige rentene, målte ved tiårs statsobligasjonsrenter, har dei siste månadene vist ein fallande trend i Tyskland, mens dei har variert mykje i USA og Japan. Denne utviklinga har truleg vore påverka av forventningar om svakare økonomisk vekst i Tyskland og uvisse rundt den økonomiske utviklinga i Japan og USA. I dei nordiske landa har det vore eit fall i dei langsiktige rentene. I Finland og Danmark har dei langsiktige rentene sidan midten av desember falle med om lag $\frac{1}{2}$ prosentpoeng. Nedgangen i dei svenske rentene har vore på $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i den same perioden. Rentefallet er truleg ei følgje av eit svakare pris-press enn venta. Nedgangen i dei langsiktige italienske rentene stoppa opp i midten av januar og rentene har fram til den første veka av mars auka med 30 basispunkt.

Amerikanske dollar har styrkt seg både mot tyske mark og japanske yen dei siste månadene. Japanske yen hadde den første veka i mars ein kurs på 121 mot amerikanske dollar. Dette inneber at japanske yen har svekt seg med meir enn 50 prosent sidan toppnivået på 80 yen pr. dollar våren 1995. Kursen på tyske mark var i byrjinga av mars 1,70 mot amerikanske dollar, mens kursen var 1,54 mark pr. dollar medio desember. Engelske pund har halde fram å appresiere. Målt i forhold til tyske mark, har kursen styrkt seg med 7 prosent frå midten av desember til den første veka i mars.

Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i byrjinga av desember 7 prosent. Spennvidda i kursbandet har auka dei siste tre månadene, og var 11 prosent 11. mars. Da var franske franc den svakaste valutaen i ERM-bandet og irske pund den sterkaste.

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

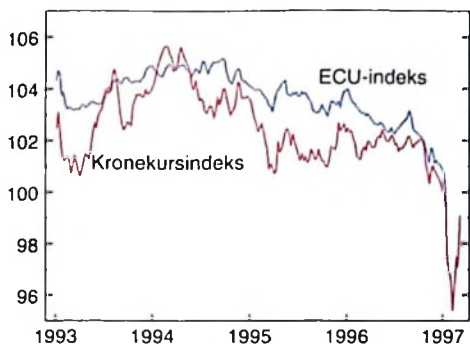


Kjelde: Noregs Bank

Oversikt over viktige renteendringar:

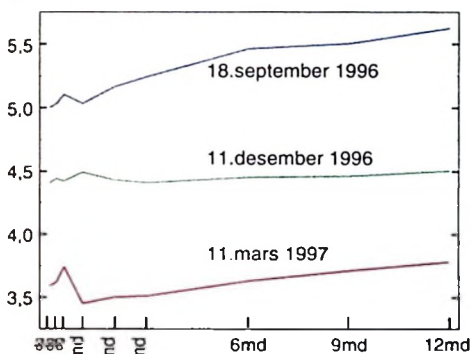
Land/rente	Dato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
<i>Frankrike</i>			
Intervensjonsrenta	17.12.	-5	3,15
Intervensjonsrenta	30.1.	-5	3,10
Repo	17.12.	-15	4,60
<i>Sverige</i>			
Diskontoen (med verknad frå 3.1)	2.1.	-100	2,50
Repo	17.12.	-25	4,10
<i>Italia</i>			
Diskontoen (med verknad frå 22.1)	21.1.	-75	6,75
Lombardrenta	21.1.	-75	8,25
<i>Nederland</i>			
«Special advances» (med verknad frå 28.2)	27.2.	+20	2,70
«Special advances» (med verknad frå 11.3)	10.3.	+20	2,90
«Official advances» (med verknad frå 11.3)	10.3.	+50	2,50

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



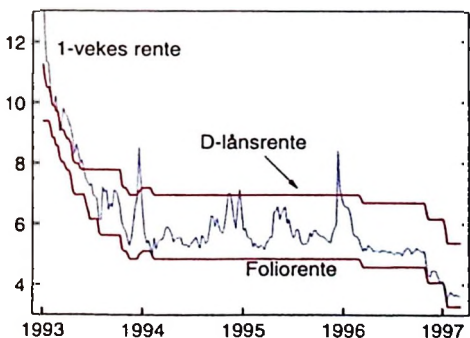
Kjelde: Noregs Bank

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

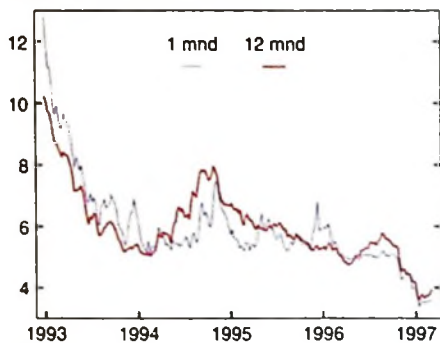
Den norske krona har så langt i år styrkt seg mot ECU med 3,4 prosent. I løpet av 1996 appresierte krona med 2,9 prosent. På bakgrunn av det sterke presset mot krona i byrjinga av januar og dei store valutakjøpa sentralbanken samtidig gjorde med sikte på å stabilisere kursutviklinga, sette Noregs Bank ned renta på folioinnskotta og D-lån, først med 0,5 prosentpoeng med verknad frå 9. januar, og så med 0,25 prosentpoeng med verknad frå 10. januar. I samband med den siste rentenedsetjinga kunngjorde sentralbanken at den i ein periode ikkje ville intervernere i noko særleg omfang i valutamarknaden. Krona heldt fram å styrkje seg utover i januar, og i byrjinga av februar var krona 5,4 prosent sterkare enn ved årsskiftet, målt mot ECU. I løpet av februar og spesielt dei første dagane av mars svekte krona seg, men har sidan styrkt seg noko att. Den 11. mars var kursen 97,5 målt med ECU-indeksen, og dei siste 14 dagane før dette har kursen vore i området 97,0 - 99,3.

Sidan byrjinga av desember har krona styrkt seg mot tyske mark med 4,3 prosent, og med 2,9 prosent målt ved den effektive valutakursen til industrien. Mot amerikanske dollar har krona svekt seg med om lag 6 prosent i løpet av den same perioden.

Appresieringspresset mot den norske krona i forhold til kontinentale europeiske valutaer i desember og januar kan i nokon grad skuldast forhold utanfor Noreg sine grenser. Dette er spesielt knytt til den svake økonomiske utviklinga på kontinentet og uvisse i Europa om framtidig valutakursutvikling fordi situasjonen rundt den europeiske monetære unionen ikkje er avklara. Dette har ført til at dei kontinentale valutaene har svekt seg, både mot dollar og mot andre europeiske valutaer - medrekna den norske. I tillegg kan høge oljeprisar og auka anslag for petroleumsreservane på norsk sokkel ha ført til auka press på krona.

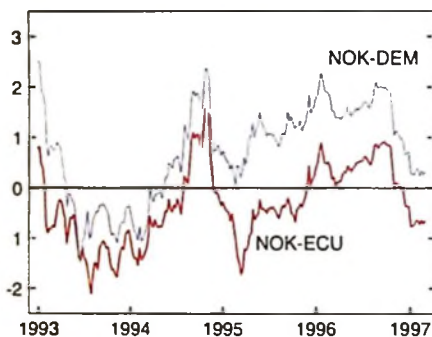
I 1996 kjøpte Noregs Bank valuta for til saman 90,7 milliardar kroner. Frå årsskiftet og fram til 10. januar i år kjøpte sentralbanken valuta som tilsvara 31 milliardar kroner. I perioden frå 10. januar til 27. februar intervernerte ikkje Noregs Bank i valutamarknaden. Den 27. februar gjenopp tok sentralbanken valutakjøpa for Statens petroleumsfond, som varsla i pressemelding av 20. februar. Av pressemeldingane går det fram at Noregs Bank tek sikte på å gjennomføre regelmessige valutakjøp som tilsvarar om lag 3 milliardar kroner pr. månad utover i 1997, men at valutakjøpa vil bli justerte i lys av utviklinga i petroleumsinntektene.

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



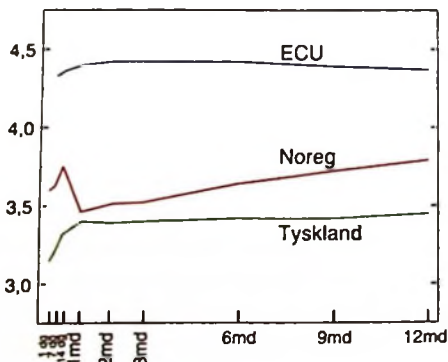
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

I 1996 blei om lag 46 milliardar kroner avsett 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

Noregs Bank sine rentereduksjonar i januar har prega renteutviklinga i den norske pengemarknaden i perioden sidan førre rapport.

Pengemarknadsrentene for alle løpetider fall markert i andre halvdel av desember, og for fleire av løpetidene låg pengemarknadsrentene under foliorenta til Noregs Bank. Dette kan tyde på at marknadsaktørane i denne perioden venta eit kutt i dei rentene sentralbanken administrerer.

Pengemarknadsindikatoren (definert som gjennomsnittet av effektive eurorenter med løpetid frå ei veke til tre månader) fall frå i underkant av 4,5 prosent i byrjinga av desember til 4,0 prosent ved utgangen av fjoråret. Etter Noregs Bank sine rentenedsetjingar i januar fall pengemarknadsindikatoren endå meir og låg omkring 3,6 prosent fram til byrjinga av mars. Avkastningskurva har flytt seg parallelt nedover og var relativt flat i perioden fram til utgangen av februar. I byrjinga av mars steig likevel dei lange pengemarknadsrentene, slik at avkastningskurva blei noko brattare.

Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter var nær null frå Noregs Bank si rentenedsetjing 5. november fram til midten av desember. I løpet av siste halvdel av desember og første halvdel av januar fall norske renter kraftig, og rentedifferansen til ECU har sidan da vore negativ i området -0,6 til -0,8 prosentpoeng.

Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har vist omtrent den same utviklinga som rentedifferansen mot ECU. I november var gjennomsnittleg differanse til tyske tremånadersrenter i underkant av 1,3 prosentpoeng, mens i februar var differansen om lag 0,3 prosentpoeng.

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å fastleggje ein korridor for rentenivået via 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 å tilføre eller dra inn krone-likviditet frå banksystemet. Ved bruk av likviditetspåverkan- de instrument motverkar Noregs Bank også dei sesongmes-

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla ¹⁾

	1996			1997	
	okt	nov	des	jan	feb
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	-1,8	-9,2	-9,4	-18,7	1,0
Av dette					
D-lån	0,1	0,4	0,1	0,2	0,0
F-låninnskott	-1,9	-9,6	-9,5	-18,9	1,0
anna finansiering	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D-lånstilgang, mrd kr	3,7	3,9	3,7	3,8	4,1
Bankane sine likvide reservar i form av folio-innskott i Noregs Bank	4,9	4,9	9,4	5,5	6,9
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	4,72	4,33	4,18	3,80	3,72
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	4,67	4,17	-	3,39	3,35

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1993	1994	1995	1996
Statssertifikat	67,9	52,5	43,5	50,0
Banksertifikat	12,6	19,4	50,8	90,5
Kredittsertifikat	11,4	14,0	18,5	20,3
Lånesertifikat	23,2	43,0	57,3	73,4
Finanssertifikat	1,7	6,0	9,3	3,7
Utanlandske sertifikat i NOK	0,0	0,5	3,7	1,0
I alt	116,8	135,4	183,4	238,8

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

Kjelde: Noregs Bank

sige svingingane i likviditeten til bankane som mellom anna følgjer av staten sine inn- og utbetalingar.

I desember var det eit underliggjande likviditetsoverskott i marknaden. Årsaka til likviditetsoverskottet var i første rekke valutaintervensjonane til sentralbanken. Noregs Bank la ut elleve F-innskott for å trekkje inn overskottslikviditeten mens eitt F-lån frå november gjekk inn i desember og tilførte likviditet i første del av den månaden. Sjølv etter Noregs Bank sin instrumentbruk var likviditeten rommeleg i desember. Den faktiske likviditeten (bankane sine plasseringar på foliokonto i Noregs Bank) var i desember på 9,4 milliardar kroner i gjennomsnitt.

Første del av januar var òg prega av underliggjande likviditetsoverskott som følgje av valutaintervensjonar. Det blei trekt inn likviditet ved elleve F-innskott, og i midten av månaden var på det meste over 45 milliardar kroner bundne opp i F-innskott i Noregs Bank. I tillegg blei det lagt ut fleire statssertifikat for å trekkje inn overskottslikviditet, jf. avsnittet om sertifikatmarknaden. Som følgje av at Noregs Bank ikkje lenger kjøpte valuta, og på grunn av høgare skatteinngang enn spådd, snudde likviditetssituasjonen i siste del av januar, og Noregs Bank tilførte likviditet gjennom sju F-lån. Bankane hadde i gjennomsnitt 5,5 milliardar kroner ståande inne på foliokonto i Noregs Bank i januar.

I februar la Noregs Bank ut eit F-innskott for å redusere eit underliggjande likviditetsoverskott i første del av månaden. Siste del av februar var prega av underliggjande likviditetsunderskott som følgje av store innbetalingar frå statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsverksemda (SDØE) og forfall for meirverdiavgiftsinntekningar. Noregs Bank gjorde i denne perioden for første gong bruk av gjenkjøpsavtalar for å tilføre marknaden likviditet. Avtalane gjekk frå 20. februar til 4. mars 1997 med ei rente på 3,23 prosent. Gjenkjøpsavtalane tilførte 6,5 milliardar kroner. Plasseringane til bankane på foliokonto i Noregs Bank var i februar på 6,9 milliardar kroner i gjennomsnitt.

Bankane si dagslånsramme har vore uendra og lik sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus dagslåns gjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av dagslånsrenten i perioden desember til februar var i gjennomsnitt 3,2 prosent.

På bakgrunn av den sterke kronekursen har Noregs Bank gjennom heile perioden teke sikte på å halde likviditeten rommeleg, slik at dei korte pengemarknadsrentene har lege i nedre del av rentekorridoren. Veikesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no omtrent 0,4 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av verksemda til staten, samtidig som utleggingane blir tilpassa

likviditetsutviklinga i pengemarknaden. Det blir normalt halde emisjonar kvar månad, og mønsteret er at det blir lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat kvart kvartal, med utvidingar av låna i dei mellomliggjande månadene. Jamt over er det derfor fire lån uteståande som dekkjer dei ulike løpetidene opp til eit år. Såleis blei det lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat i desember (SS45) på 5 milliardar kroner. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 500 millionar kroner. Rentene på statssertifikat blir fastsette ved auksjon, og vegd gjennomsnittrente for emisjonen i desember blei 4,44 prosent. I januar blei lånet utvida med 5 milliardar kroner med ei gjennomsnittrente på 4,0 prosent. På grunn av stort likviditetsoverskott i banksystemet som følgje av valutaintervensjonar i første del av januar, blei det i tillegg gjennomført tre ad hoc-emisjonar for å trekkje inn overskottslikviditeten. Ad hoc-emisjonane trekte inn 36 milliardar kroner frå marknaden, 24 milliardar ved to utvidingar av eit sertifikat med forfall i mars (SS42), mens tolv milliardar blei trekte inn ved å leggje ut eit nytt statssertifikat (SS46), med forfall 20. mai 1997. Vegd gjennomsnittrente for det nye statssertifikatet blei 3,3 prosent. I februar blei statssertifikatlånet SS43 utvida med 3 milliardar kroner, og vegd gjennomsnittrente blei 3,5 prosent.

I 1996 blei det emittert sertifikat for 238,8 milliardar kroner, i 1995 for 183,4 milliardar. Stats-, bank- og lånesertifikat er dei dominerande, og utgjer i alt om lag 90 prosent av det samla emisjonsvolumet. Statssertifikata er eigde hovudsakleg av forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap, som ved utgangen av 1996 sat med til saman vel 73 prosent av behaldninga. Utlendingar har tradisjonelt vore små investorar i desse papira, og ved utgangen av 1996 eigde dei vel ein prosent av behaldninga. Dette snudde seg i januar i år, og ved utgangen av februar var utlendingar innehavarar av vel 26 prosent av behaldninga av statssertifikat.

I januar i år var omsetninga av sertifikat over Oslo Børs på 85,2 milliardar kroner. Omsetninga i same månad ifjor var på 31 milliardar kroner.

4 OBLIGASJONSMARKNADEN

Renteutviklinga

Rentene på norske statsobligasjonar har falle om lag 0,7 prosentpoeng i gjennomsnitt sidan midten av desember, og fallet har vore størst for løpetider på 3-4 år (S466 og S463).

Europeiske renter har i same periode òg falle, men vesentleg mindre. Differansen mellom norske og tyske tiårs statsobligasjonar, som var 0,6 prosentpoeng i midten av desember, var redusert til 0,2 prosentpoeng 11. mars. Tilsvarende rentedifferanse overfor teoretisk ECU gjekk i den same perioden frå knapt 0,2 prosentpoeng til -0,3 prosentpoeng.

Sidan midten av februar har likevel dei norske obligasjonsrentene auka noko. Dette reflekterer dels auke i internasjonale obligasjonsrenter, men kan òg skuldast fall i oljepriisen, ei viss svekking av kronekursen og noko høgare inflasjonstal enn venta.

Den 11. mars var renta på norske tiårs statsobligasjonar 5,8 prosent, mens tilsvarende rente på tyske statsobligasjonar og teoretiske ECU-obligasjonar var 5,6 og 6,1 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar på Oslo Børs fram til utgangen av februar i år var på 314 milliardar kroner, ein auke på i underkant av 30 prosent samanlikna med same periode i 1996. Omsetninga i februar var likevel tydeleg lågare enn i januar, da omsetninga var rekordhøg. Dagleg gjennomsnittsomsetning var i februar 244 millionar kroner, ein liten nedgang i forhold til gjennomsnittet for fjoråret.

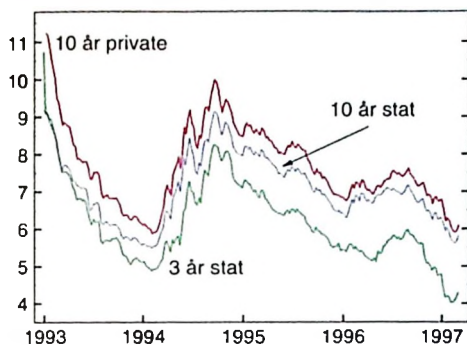
Omsetninga av statsobligasjonar, som så langt i år utgjør heile 90 prosent av totalomsetninga, har fram til utgangen av februar vist ein auke på 41 prosent samanlikna med same periode i 1996. Omsetninga knytt til gjenkjøpsavtalar i statsobligasjonar utgjør framleis godt over det dobbelte av den øvrige omsetninga for desse papira.

Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på 28 milliardar kroner fram til utgangen av februar, tilsvarende 10 prosent av totalomsetninga. Omsetninga av andre obligasjonslån skjer for det meste i lån emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

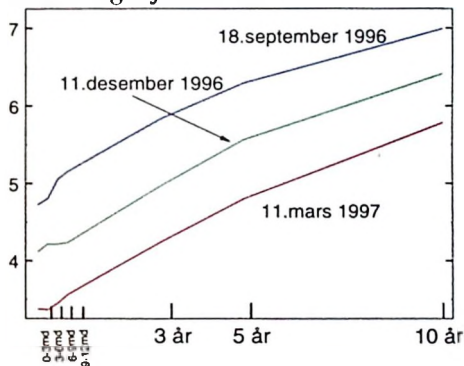
I 1996 blei det emittert obligasjonar for 69,9 milliardar kroner, ein auke på i overkant av 20 prosent i forhold til 1995. Private bankar meir enn dobla bruttoemisjonane i fjor, og stod for over 30 prosent av samla emisjonsbeløp. Private bankar var i 1996 ein større emittent enn statsforvaltninga. Bruttoemisjonar til kredittføretak og finansieringsselskap heldt fram å gå ned, og var i 1996 berre om lag 30 prosent av kva dei var i 1993. Noko av nedgangen har samanheng med

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



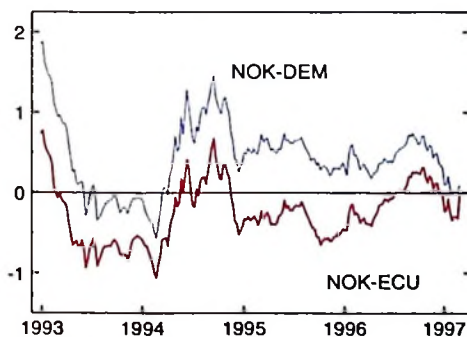
Kjelde: Noregs Bank

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

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

	1993	1994	1995	1996
Statsforvaltninga	42.0	16.0	21.1	21.0
Statsbankar og stats- foretak	9.2	3.5	7.5	7.6
Private bankar og forsikringsselsk.	25.6	16.0	10.0	23.2
Kredittforetak og finansieringsselskap	20.5	13.3	10.0	7.0
Private og kommunar	19.7	9.2	7.7	9.5
Utanlandske låntakarar	0.0	0.5	1.2	1.6
I alt	116.3	58.5	57.6	69.9

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

Kjelde: Noregs Bank

at nokre kredittforetak er omgjort til bankar.

I januar 1997 blei det i alt emittert obligasjonar for 12,9 milliardar kroner, nesten alt av bankar og staten. Statsobligasjonslånet S467, som har knapt ti års løpetid att, blei utvida med 6,0 milliardar kroner den 27. januar. Den effektive renta blei 6,02 prosent. Dette lånet har no uteståande 20 milliardar kroner. Totalt uteståande i dei tonegivande statsobligasjonslåna er 112 milliardar kroner, fordelt på fem lån.

Eigarstruktur

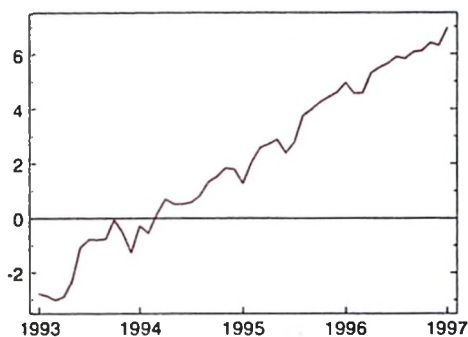
Ved utgangen av desember 1996 stod forsikringsselskapa som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på 42,3 prosent av ein samla marknadsverdi på 348,0 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og sikringsfonda til bankane) hadde ein eigardel på 19 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga hadde 10,1 prosent.

Eigardelen til verdipapirfonda var 4,6 prosent, mens eigardelen til hushalda var på 2,2 prosent. Eigardelen til utlendingane har auka noko, og var ved utgangen av 1996 5 prosent.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

Kredittindikatorane

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

Frå og med januar 1997 blir kredittindikatoren representert ved K2 og består av publikum si innanlandsgjeld i norske kroner (som den tidlegare kredittindikatoren) pluss den innanlandske valutagjelda. Inkluderinga av publikum si innanlandske valutagjeld i kredittindikatoren blir gjort med tilbakeverkande kraft.

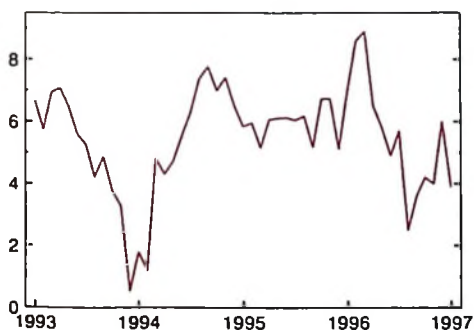
Den innanlandske bruttogjelda til publikum (K2) gjekk opp med 7,0 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av januar, mot 6,2 prosent i tolv månadersperioden desember 1995 – desember 1996. Tolv månadersveksten på 7,0 prosent tilsvarar ein auke i kreditten på vel 65 milliardar kroner. Årsveksten 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 den siste tremånadersperioden i forhold til den førre, omrekna til årleg rate, var 7,2 prosent ved utgangen av januar, mot 7,3 prosent ved utgangen av månaden før. Etter totalt sett å ha auka med 0,7 prosentpoeng gjennom første halvdel av 1996, har dette veksttalet variert mellom 6,2 og 8,2 prosent.

Sertifikatgjelda hadde den klart sterkaste veksten i prosent, dernest utlån frå skadeforsikringsselskap, finansieringsselskap og private bankar inklusive Postbanken. Ein sterk auke i årsveksten til finansieringsselskapa frå desember (-0,5 prosent) til januar (13,7 prosent) har samanheng med at effekten av den store overføringa mellom desse selskapa og private bankar i januar 1996 ikkje lenger påverkar 12-månadersveksten. Marknadslåna hadde den sterkaste prosentvise nedgangen. I absolutte tal var det veksten i private bankutlån som hadde mest å seie, med ein auke på nesten 65 milliardar kroner i tolv månadersperioden fram til utgangen av januar.

Det ligg ikkje føre nye tal for samla kredittvolum (K3), som er publikum si innanlandske bruttogjeld i norske kroner og utanlandsk valuta pluss kreditt direkte frå utlandet. Vi viser elles til oppstillinga i tabell 5.1.

Figur 5.2 Vekst i publikums likviditet. Prosentvis vekst siste 12 månader
Kjelde: Noregs Bank



Pengemengdeveksten

Etter å ha lege relativt stabilt på omtrent 6 prosent gjennom 1995, varierte tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda (M2) mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, og var på 6,0 prosent ved utgangen av 1996. Fordelt på tilførslekjelder var det ei sterk inndraging av likviditet ved sentralstyresmaktene sitt inntektsoverskott. Utlån frå bankane er den dominerande kjelda til pengemengdeveksten (jf. tabell 23a bak i bladet.)

Førebelse tal viser at ved utgangen av januar i år var tolv månadersveksten i M2 på 3,9 prosent eller vel 24 milliardar

kroner. Den underliggjande veksten i pengemengda, som har stige jamt sidan oktober 1996, auka med 0,4 prosentpoeng frå desember til januar, da den var 8,2 prosent.

Endringar i enkelte gjelds- og fordringspostar hos publikum

På grunn av at opplegget for databehandling i Noregs Bank er under endring, kan det ikkje presenterast fullstendige tal for endringar i publikum (private og kommunar) sine krav- og gjeldsposisjonar i denne kvartalsrapporten. Vi har derfor i tabell 5.1 stilt opp eit utval av transaksjonstal, det vil seie behaldningsendringar justerte for omvurderingar.

Av tabellen går det fram at innanlandske bankinnskott og forsikringskrav auka med 32 milliardar kroner etter dei første tre kvartala. Forsikringskrava stod for knapt 15 milliardar kroner av auken. Det vi har kalla «andre innanlandske fordringar» auka med 15 milliardar kroner. Desse fordringane (og «anna innanlandsk gjeld», jf. nedanfor) er samansette av obligasjonar, serifikat, partar i verdipapirfond, grunnfondsbevis og aksjar (men av ikkje-børsnoterte aksjar inngår berre dei som er registrerte i Verdipapirsentralen). Auken på 15 milliardar kroner er meir enn det dobbelte av auken i den same perioden året før og skuldast hovudsakleg publikum sine kjøp av aksjar.

Publikum sine lån frå norske kredittinstitusjonar auka med 41 milliardar kroner etter dei tre første kvartala, ein auke på 11 milliardar kroner i forhold til same periode i 1995. Posten «anna innanlandsk gjeld» (som mellom anna ikkje omfattar kapitalinnskott) auka med 8 milliardar kroner etter dei tre første kvartala, mens han var uendra i same periode året før. Auken kan tilskrивast emisjon av aksjar.

Publikum sine krav på utlandet blei reduserte med 7 milliardar kroner i løpet av dei tre første kvartala. Samtidig auka gjelda til utlandet med 5 milliardar kroner, slik at publikum står for ein netto kapitalinngang på 12 milliardar kroner. På bakgrunn av det store overskottet på driftsbalansen overfor utlandet er dette overraskande. Noko av forklaringa er at nettofinansinvesteringane i utanriksrekneskapen (som desse tala er henta frå) for ein stor del er registrerte under ufordelte kapitaltransaksjonar og statistiske avvik, som ikkje inngår i publikumssektoren. Legg vi dette til publikumssektoren, blir det ein netto kapitalutgang på 16 milliardar kroner.

Hushalda sine finansinvesteringar var på vel 12 milliardar kroner etter dei tre første kvartala i 1996, samanlikna med vel 16 milliardar kroner for same periode i 1995. Fordringane auka med knapt 30 milliardar kroner, mens gjelda steig med knapt 18 milliardar kroner.

Kapitalrørsler og valutareservane

Til og med veke 8 har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 31 milliardar kroner frå bankane.

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til

Tabell 5.1 *Endringar i enkelte fordrings- og gjeldspostar hos publikum. Milliardar kroner¹.*

	1995	3.kvartal 1995	3.kvartal 1996
A. Auke i enkelte fordringspostar			
Innanlandske bankinnskott og forsikringskrav	39	29	32
Andre innanlandske fordringar	5	6	15
Fordringar på utlandet	8	1	-7
B. Auke i enkelte gjeldspostar			
Utlån frå norske kredittinstitusjonar	40	30	41
Annan innanlandsk gjeld	6	0	8
Gjeld til utlandet	20	16	6

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1995	1996 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	-90	-31,0
1. Spot	-90	-31,0
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-24	-29,1
1. Spot ³⁾	-11	-23,5
2. Termin ³⁾	-13	-5,6
C. Norske sektorar, utanom bankane	-66	-5,2
1. Spot ³⁾	-57	0,7
2. Termin ³⁾	-7	2,3
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	-2	-8,2
D. Anna	0	3,4
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	170,5	196,2⁴⁾

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

2) Veke 1-8.

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

4) Utgangen av januar.

Kjelde: Noregs Bank

bankane i 1996 og hittil i 1997. Motstykket til bankane sitt sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for omtrent 29 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og valutakjøp for vel 5 milliardar kroner frå norske aktørar. Nettokrava til kundane i valuta overfor bankane minka med vel 8 milliardar kroner.

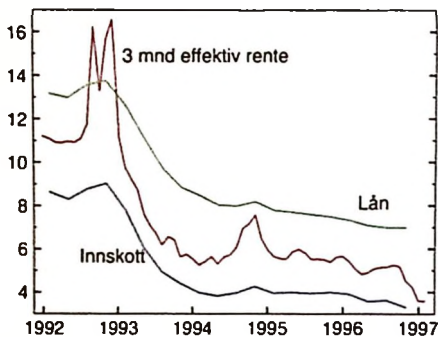
Dei internasjonale reservane var på 196,6 milliardar kroner ved utgangen av januar 1997, og verdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var omtrent 46 milliardar kroner.

6 UTVIKLINGA I FINANSINSTITUSJONANE

Artikkelen «Finansinstitusjonenes drift i 1996» lenger ute i bladet gir ei grundigare framstilling. Her blir det berre gitt ein kort omtale av hovudtrekka.

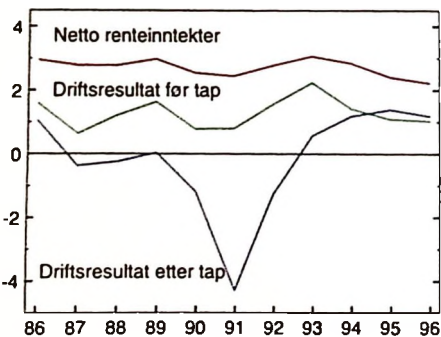
6.1 Bankane

Figur 6.1 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente



Kjelde: Noregs Bank

Figur 6.2 Hovudtal for resultatata til forretningsbankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Kjelde: Noregs Bank

Bankane sine utlånsrenter, som med unntak av to kvartal har falle sidan første kvartal 1988, sokk ytterlegare i fjerde kvartal 1996. Utlånsrentene på lån der kundane svarar renter og avdrag, fall i løpet av fjerde kvartal med 0,4 prosentpoeng til 6,7 prosent. Gjennom året fall dei med til saman 0,9 prosentpoeng. Innskottsrentene fall med 0,3 prosentpoeng frå tredje til fjerde kvartal, og låg dermed på 3,3 prosent ved utgangen av året. Rentemarginen fall såleis med 0,1 prosentpoeng til 3,4 prosentpoeng. Rentemarginen har falle kontinuerleg sidan utgangen av 1988.

Bankane sitt resultat av ordinær drift blei svekt i 1996¹⁾. Driftsresultatet til forretningsbankane etter tap var på 5,3 milliardar kroner, tilsvarande 1,15 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK). Dette er ei svekking på 0,4 milliardar kroner eller 0,21 prosentpoeng i forhold til GFK samanlikna med 1995. Driftsresultatet før tap var likevel meir stabilt. Dei bokførte tapa er framleis negative, men inngangen på tapsklassifiserte engasjement er blitt mindre. Det synest som om rentenettoen, som med få unntak har falle kvartal for kvartal sidan årsskiftet 1993/94, er i ferd med å stabilisere seg.

Resultata til sparebankane av ordinær drift var på 2,6 milliardar kroner, tilsvarande 1,06 prosent av GFK. Dette er ein nedgang i forhold til GFK på 0,25 prosentpoeng samanlikna med 1995. Driftsresultatet før tap viste den same tendensen. Rentenettoen var 0,4 prosentpoeng lågare i 1996 enn i 1995.

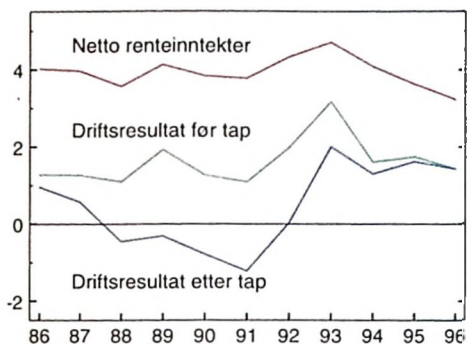
Spreiinga i driftsresultat etter tap var i 1996 noko større i forretningsbankane enn i sparebankane. To av forretningsbankane hadde negativt driftsresultat etter tap. I begge bankgruppene er kostnadene reduserte i 1996 i forhold til 1995. Det blei avsett omfattande midlar til omstillingstiltak.

6.2 Andre finansinstitusjonar

Kredittføretaka og livselskapa sine utlånsrenter fall i fjerde kvartal med 0,3 prosentpoeng til høvesvis 6,7 prosent og 5,8 prosent. Kredittselskapa sine utlånsrenter gjekk ned med i

¹⁾ Tala ein oppgir for resultatutviklinga er for morbankar ekskl. forretningsbankar som blei omdanna til utanlandskeigd filial i 1994. For sparebankane omfattar tala dei 30 største.

Figur 6.3 Hovudtal for resultatata til sparebankane (dei 30 største). Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Kjelde: Noregs Bank

alt 0,8 prosentpoeng i 1996, mens livselskapa reduserte rentene med i alt 0,7 prosentpoeng.

Kredittføretaka hadde eit svakare driftsresultat i 1996 enn i 1995. Resultatet av ordinær drift etter tap utgjorde 0,45 prosent av GFK, som er ein nedgang på 0,11 prosentpoeng i forhold til 1995. Nedgangen skuldast i første rekkje at kredittføretaka bokførte negative tap i 1995. Finansieringsselskapa hadde ei tydeleg betring i resultatata i 1996 i forhold til 1995. Overføringa av ein vesentleg del av verksemda frå Elcon Finans til Gjensidige Bank gjer det likevel vanskeleg å samanlikne resultatata for 1996 og 1995.

MED AKTUELL UTDYPING: REPRESENTERER DEN STERKE VEKSTEN I UTVIKLINGS- LAND OG TRANSFORMASJONSØKONOMIER EN TRUSSEL FOR INDUSTRILANDENE?

Det er solid vekst i verdensøkonomien. I 1996 var veksten rundt 4 prosent, og den ser ut til å bli noe høyere i år. Det er særlig utviklingslandene som har høye vekstrater. Gjennomsnittet for denne gruppen er rundt 6 prosent, mens veksten i Asia de siste årene har vært over 8 prosent. I transformasjonsøkonomiene er det fortsatt store individuelle forskjeller i den økonomiske utviklingen. Men stadig flere av disse landene har positive vekstrater, og den gjennomsnittlige veksten vil trolig være på linje med veksten i verdensøkonomien. Det betyr at det er industrilandene, med en vekst rundt 2¹/₂ prosent, som trekker den globale veksten ned. I en aktuell utdypning ser vi nærmere på den sterke veksten i utviklingslandene og transformasjonsøkonomiene. Vi drøfter hvorfor disse landene vokser raskere enn industrilandene og hvilke konsekvenser dette kan ha for industrilandene på lengre sikt.

Industrilandene er for tiden i ulike konjunkturfaser. USA er inne i det sjette året med solid vekst. Japan kan være på vei ut av en langvarig stagnasjon, mens flere europeiske land har hatt en svak utvikling etter den kortvarige konjunkturoppgangen i 1994. Vi venter at vekstratene blir mer like i tiden fremover. Det er særlig innretningen av pengepolitikken og kursbevegelsene mellom hovedvalutaene det siste året som vil bidra til dette.

En rekke usikkerhetsfaktorer preger likevel konjunkturutsiktene i industrilandene. Det er mye diskusjon om hvor lenge den sterke veksten i USA kan fortsette uten at pris- og lønnsveksten tiltar. I Europa er usikkerheten først og fremst knyttet til virkningene av den finanspolitiske konsolideringen og implementeringen av den økonomiske og monetære union. I Japan har fallet i aksjekursene de siste månedene gjort at oppmerksomheten på ny er rettet mot soliditeten til finansinstitusjonene.

Innledning

Denne rapporten om utviklingen i internasjonal økonomi er todelt. Den første delen gir en gjennomgang av den økonomiske utviklingen i industrilandene, og drøfter det vi anser som de viktigste drivkreftene bak konjunkturutviklingen i den nærmeste tiden. Innretningen av penge- og finanspolitikken i de store industrilandene står sentralt her. Vi ser også på andre forhold, som for eksempel utviklingen i finansmarkedene og konsekvensene av den høye arbeidsledigheten i Europa. Rapportens første del avsluttes med våre prognoser for BNP-vekst og inflasjon i industrilandene i inneværende og neste år.

Rapportens andre del (den aktuelle utdypningen) har et noe lengre tidsperspektiv. I et slikt perspektiv vil strukturelle endringer i verdensøkonomien ha stor betydning for industrilandene. Et spørsmål som synes å oppta stadig flere, er om den sterke veksten i utviklingsland og transfor-

masjonsøkonomier er en økonomisk trussel for industrilandene. Bakgrunnen for dette er at produksjonen i utviklingsland og transformasjonsøkonomier utgjør en økende andel av den samlede produksjonen i verden. I 1994 var denne andelen 45 prosent, mens den ifølge IMF ventelig vil øke til nesten 55 prosent i 2004¹⁾. Dette gjør at tyngdepunktet i den globale økonomien gradvis forskyves bort fra industrilandene. Utviklingsland og transformasjonsøkonomier blir dessuten stadig bedre integrert i verdensøkonomien. Det betyr at den internasjonale handelen til disse landene vokser vesentlig raskere enn deres produksjon. Etableringen av verdens handelsorganisasjon (WTO) og ratifiseringen av WTO-avtalen gir et globalt rammeverk som trolig fører til en enda tettere økonomisk integrasjon mellom de ulike regionene i verden i årene fremover.

1) Se IMF (1995): *World Economic Outlook*, October, side 45.

Det er mange som mener at denne utviklingen er positiv for industrilandene, fordi den gjør det mulig å utnytte fordelene ved internasjonal handel bedre. Andre frykter at industrilandene vil møte hardere konkurranse, og at utviklingen representerer en økonomisk trussel. I den aktuelle utdypningen drøfter vi dette nærmere.

Den økonomiske utviklingen i industrilandene

1. Kort om konjunkturbildet

Sterk vekst i USA, usikkert i Japan og blandet i Europa

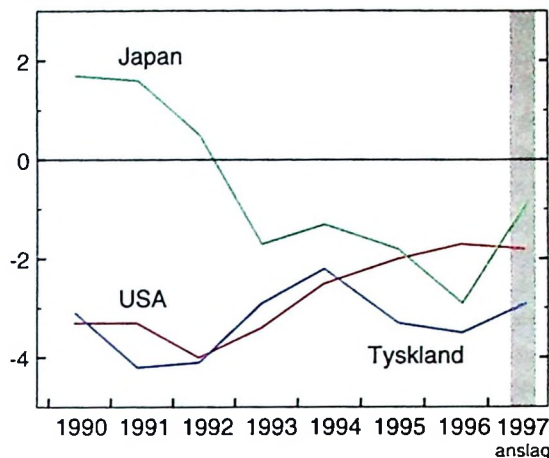
USA har vært inne i en langvarig periode med solid økonomisk vekst. De løpende konjunkturindikatorerne viser at den sterke veksten mot slutten av fjoråret har fortsatt inn i 1997. Den positive utviklingen de siste årene har ført til et markert fall i arbeidsledigheten, og det er få industriland som nå har lavere arbeidsledighet enn USA (5,3 prosent). Fallet i ledigheten har så langt ikke ført til noe tiltakende prispres. I Japan har den økonomiske utviklingen de siste årene vært preget av stagnasjon. For å motvirke dette har myndighetene gjennomført en gradvis omlegging i retning av en mer ekspansiv finans- og pengepolitikk. Veksten var svært høy i første kvartal i fjor, drevet av økte offentlige investeringer og privat forbruk som fulgte av en økonomisk tiltakspakke høsten 1995. Utover året avtok veksten etter hvert som effekten av tiltakspakken tok slutt. Det økonomiske bildet i Europa er splittet. På den ene siden er utviklingen i Storbritannia, Irland, Norden og flere kontinentaleuropeiske land positiv, med tilfredsstillende vekst. På den andre siden er utviklingen i Tyskland, Frankrike og Italia relativt svak, og arbeidsledigheten rekordhøy. Disse tre landene utgjør nesten 60 prosent av vest-europeisk økonomi. Selv om veksten i Tyskland siste år ble sterkere enn vi så for oss på vårparten i fjor, hersker det usikkerhet om hvor holdbar oppgangen er.

2. Den økonomiske politikken

Finanspolitikken: Tyskland og Japan står overfor store utfordringer

Det har den senere tid vært mye fokus på den finanspolitiske konsolideringen i Tyskland og i andre europeiske land. De siste årene har det imidlertid skjedd større endringer i finanspoli-

Figur 1. Offentlig budsjettunderskudd som andel av BNP i USA, Japan og Tyskland, 1990 - 1996



Figuren viser utviklingen i det strukturelle budsjettunderskuddet. De offentlige budsjettene vil være påvirket av konjunktursituasjonen, fordi både skatteinntektene og budsjettutgiftene varierer med konjunktorene. Disse variasjonene kalles gjerne automatiske stabilisatorer. Det strukturelle budsjettunderskuddet korrigerer det faktiske budsjettunderskuddet for de automatiske stabilisatorene. Utviklingen i det strukturelle budsjettunderskuddet gir dermed et bedre inntrykk av innretningen av finanspolitikken over tid.

tikken i USA og Japan enn i Tyskland. USA har gradvis redusert budsjettunderskuddet som andel av BNP, fra 4,4 prosent i 1992 til 1,6 prosent i fjor. Japan har derimot gått fra store overskudd på statsbudsjettet på begynnelsen av 1990-tallet til betydelige underskudd de siste årene. I Tyskland har det vist seg vanskelig å redusere underskuddet på de offentlige budsjetter. I fjor tilsvarte underskuddet 3,9 prosent av BNP, og var dermed det største så langt på 1990-tallet. En av årsakene til at statsfinansene har utviklet seg forskjellig, er den ulike konjunktursituasjonen i de tre landene. Mens høy økonomisk vekst gir større skatteinntekter, vil en lavkonjunktur bety økende offentlige utgifter til blant annet arbeidsledighetstrygd. Dette betyr at med uendret politikkinntretning vil budsjettunderskuddet øke under en lavkonjunktur og reduseres i perioder med høykonjunktur.

Men selv om en korrigerer størrelsen på budsjettunderskuddene for den ulike konjunktursituasjonen i de tre landene, blir bildet av utviklingen i underskuddene i store trekk det samme

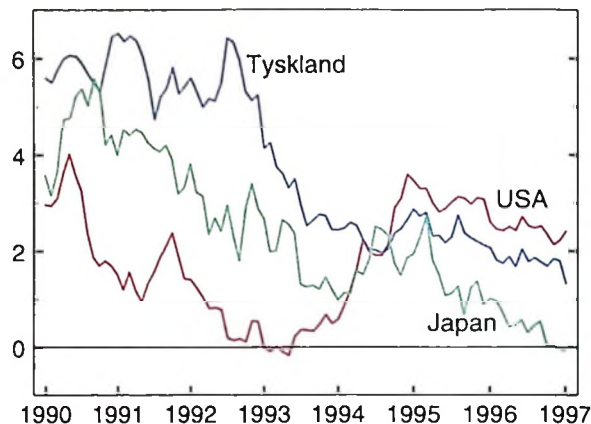
(se figur 1). Det betyr at amerikanske myndigheter har brukt konjunkturoppgangen de siste årene til å redusere det strukturelle (konjunkturjusterte) budsjettunderskuddet, og de synes å være på god vei til å nå målsettingen om balanse i offentlige budsjetter i 2002. Japan har derimot bevisst ført en ekspansiv finanspolitikk i et forsøk på å stimulere den svake økonomiske utviklingen siden begynnelsen av 1990-årene. De store underskuddene som fulgte av denne politikken, gjør det nødvendig med en stram finanspolitikk i årene som kommer, og japanske myndigheter har varslet betydelige innstramminger allerede i det kommende budsjettåret (1. april 1997 til 31. mars 1998). En viktig årsak til at underskuddet i Tyskland fortsatt ligger på et høyt nivå, er det uventet langvarige behovet for store offentlige overføringer til det tidligere Øst-Tyskland. Dersom tyske myndigheter skal klare målsettingen om å vende tilbake til den statsfinansielle situasjonen fra før gjenforeningen, må de føre en stram finanspolitikk i flere år fremover.

Drøftingen ovenfor viser at det er grunn til å vente en stram finanspolitikk i USA, Japan og Tyskland i årene som kommer. Men det er verdt å merke seg at USA har kommet lengst i den finanspolitiske konsolideringen. I tillegg har USA mindre problemer enn Tyskland og Japan med en aldrende befolkning og tilhørende økning i de offentlige pensjonsutbetalingene. Dette betyr at det er de to landene som nå har den svakeste veksten, som av statsfinansielle hensyn trolig vil føre den strammeste finanspolitikken.

Pengepolitikken avspeiler konjunktursituasjonen

I USA, Japan og Tyskland spiller pengepolitikken en viktig rolle i konjunkturstyringen. Figur 2 viser utviklingen i den kortsiktige realrenten i de tre landene siden 1990. Realrenteutviklingen i USA gir et godt bilde av konjunkturutviklingen i amerikansk økonomi. Lavkonjunkturen tidlig på 1990-tallet og den kraftige veksten gjennom 1994 resulterte i markerte renteendringer fra Federal Reserve. Det gradvise fallet i den japanske realrenten reflekterer den stadig svakere utviklingen i japansk økonomi. Den tyske realrenteutviklingen viser at Bundesbank etter hvert har lagt om pengepolitikken i mer ekspansiv retning, fordi den realøkonomiske utviklingen har blitt svakere enn ventet.

Figur 2. Den kortsiktige realrenten i USA, Japan og Tyskland, januar 1990 - januar 1997



Realrenten er beregnet som differansen mellom nominell tremånedersrente og konsumprisveksten.

Kilde: OECD.

Forskjellene i realrentenivå i USA, Japan og Tyskland avspeiler nå i hovedsak forskjellene i konjunktursituasjonen i de tre landene. Japan, som har den svakeste veksten, har en kortsiktig realrente nær null. Den tyske realrenten er rundt 1 1/2 prosent, og dette er historisk sett et lavt nivå. Den høyeste realrenten har USA med 2 1/4 prosent. Det ulike realrentenivået i de tre landene skulle derfor trekke i retning av større konvergens i vekstratene.

Et interessant trekk ved figur 2 er at den amerikanske realrenten i gjennomsnitt har vært mye lavere enn den tyske renten de siste syv årene (hhv. 1,8 prosent og 3,8 prosent). Noe av denne forskjellen skyldes den stramme pengepolitikken i Tyskland etter gjenforeningen. Men forskjellen har også sammenheng med at Federal Reserve og Bundesbank har reagert ulikt på lavkonjunkturen de to landene opplevde tidlig på 1990-tallet. Mens Federal Reserve svarte på den svake amerikanske veksten i 1991 og 1992 med å bringe realrenten relativt raskt ned til null, valgte Bundesbank å holde den kortsiktige realrenten på et høyere nivå da veksten i tysk økonomi var negativ i 1993. Det er også verdt å merke seg at til tross for at USA og Tyskland de siste årene har vært i ulike konjunkturfaser, har det ikke vært store forskjeller i realrentenivået i de to landene. Dette kan indikere at den pengepolitiske responsen til Federal Reserve og Bundesbank

er forskjellig. Økonometriske studier finner at det er interessante forskjeller i innretningen av amerikansk og tysk pengepolitikk²⁾. Det er blant annet på denne bakgrunn enkelte har hevdet at Bundesbank kunne gjort mer for å stimulere tysk økonomi. Andre legger imidlertid mer vekt på at Bundesbank har foretatt vesentlige reduksjoner i de administrerte rentene, og at det nå er over 15 år siden Tyskland sist hadde et så lavt nivå på de kortsiktige realrentene.

Langsiktige renter og valutakurser også viktig for konjunkturutviklingen

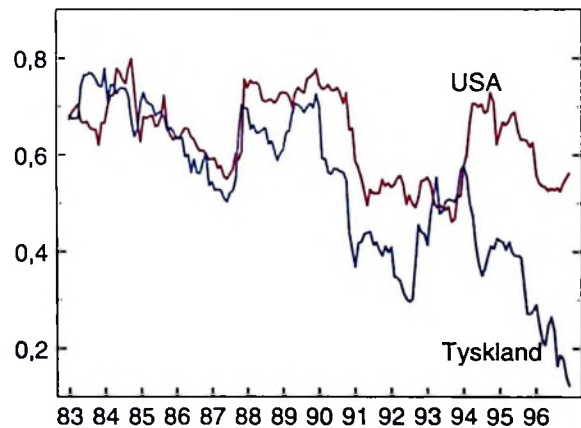
I hvilken grad pengepolitikken påvirker den økonomiske utviklingen avhenger ikke bare av hvordan myndighetene fastlegger de kortsiktige rentene. I mange land vil også endringer i valutakurs og langsiktige renter være av stor betydning når en skal vurdere virkningene av pengepolitikken. Tyskland er blant de landene der dette er viktig, både fordi tysk økonomi er relativt åpen, og fordi en betydelig del av lånene til tyske bedrifter og konsumenter er bundet til de langsiktige rentene.

Mens myndighetene i de tre store industrilandene har god kontroll over de kortsiktige rentene (gjennom pengepolitikken), har de mindre mulighet til systematisk å påvirke utviklingen i de langsiktige rentene. Det er derfor ikke opplagt hvilken samvariasjon en skulle vente å finne mellom kortsiktige og langsiktige renter i de enkelte land. I USA har disse rentene stort sett beveget seg i takt siden begynnelsen av 1980-tallet. Dette reflekteres i figur 3, som viser at det har vært en høy korrelasjon mellom kortsiktige og langsiktige amerikanske renter gjennom hele perioden. Den sterke samvariasjonen i disse rentene betyr at utviklingen i de langsiktige rentene som regel har bidratt til å forsterke virkningene av endringer i amerikansk pengepolitikk. I Tyskland er imidlertid bildet litt annerledes. Vi ser av figuren at korrelasjonen mellom kortsiktige og langsiktige renter har avtatt gjennom 1990-tallet, og at det har vært en relativt svak korrelasjon mellom disse rentene de siste årene. En skal ikke trekke sterke konklusjoner basert på figurer

som viser utviklingen i korrelasjonen mellom kortsiktige og langsiktige renter, fordi slike korrelasjoner ikke tar hensyn til andre forhold som også kan være viktige for å forklare sammenhengen mellom disse rentene. Men figuren gir likevel grunnlag for å stille spørsmål ved om virkningen av tysk pengepolitikk kan ha endret seg over tid, fordi samvariasjonen mellom kortsiktige og langsiktige renter i Tyskland synes å ha blitt svakere. En årsak til at samvariasjonen kan ha blitt svakere, er at de langsiktige rentene i større grad enn tidligere blir bestemt i globale finansmarkeder, og i disse markedene spiller utviklingen i amerikansk økonomi en helt sentral rolle. Denne forklaringen støttes av empiriske resultater, som viser at amerikanske langsiktige renter har hatt større innvirkning på utviklingen i langsiktige renter i Tyskland enn kortsiktige tyske renter³⁾.

3) R. Hammersland og B. Vikoren (1997): «Long-term interest rates in the US and Germany», upublisert notat. Norges Bank.

Figur 3. *Utviklingen i korrelasjonen mellom kortsiktige og langsiktige renter i henholdsvis USA og Tyskland, januar 1981 - desember 1996*



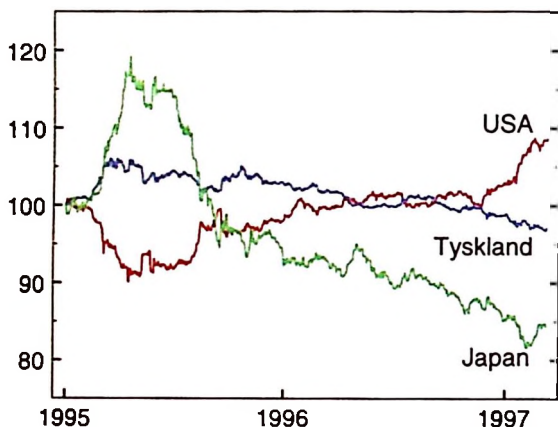
Figuren viser utviklingen over tid i korrelasjonskoeffisienten mellom endringer i kortsiktige (3 måneder) og langsiktige (10 år) renter. Hver korrelasjonskoeffisient er beregnet ved hjelp av observasjoner fra de siste 36 måneder. Det betyr at den første observasjonen i hver graf viser korrelasjonskoeffisienten i perioden januar 1981 til desember 1983, mens den siste observasjonen viser korrelasjonskoeffisienten i perioden januar 1994 til desember 1996. En korrelasjonskoeffisient på 0,5 betyr at en økning i den kortsiktige renten på 100 basispunkter (i løpet av en måned) i gjennomsnitt går sammen med en økning i den langsiktige renten på 50 basispunkter.

²⁾ Se R. Clarida og M. Gertler. «How the Bundesbank conducts monetary policy», NBER Working Paper No. 5581, 1996. Clarida og Gertler viser at mens Federal Reserve og Bundesbank reagerer likt på inflasjonspress, er Bundesbank mer forsiktig med å senke renten når inflasjonspresset har avtatt.

Selv om de langsiktige rentene blir påvirket av det som skjer i de globale finansmarkedene, er det fortsatt rom for visse forskjeller i renteutvikling mellom landene. Utviklingen det siste året viser det. Siden sommeren 1996 har de langsiktige rentene falt i USA, Japan og Tyskland, men størrelsen på fallet har variert mellom landene. Rentenedgangen har vært større i Tyskland og Japan enn i USA. De to landene med den svakest veksten har dermed fått de sterkeste vekstimpulsene gjennom reduksjonen i de langsiktige rentene.

De siste årene har det vært store kursbevegelser mellom de tre hovedvalutaene (se figur 4). Siden sommeren 1995 har japanske yen og tyske

Figur 4. Effektive nominelle valutakurser for amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen, 1995 - 1997 (daglige observasjoner)



Nominell effektiv valutakurs viser kursen for et lands valuta i forhold til valutakursen hos et gjennomsnitt av handelspartnere. En økning i den nominelle valutakursen innebærer at valutakursen har appresiert i forhold til handelspartnere. Gjennom første halvår 1995 var det en kraftig depresiering av amerikanske dollar, mens tyske mark, og spesielt japanske yen, appresierte. Denne valutakursutviklingen bidro til å forsterke forskjellene i konjunkturutviklingen i de tre store industrilandene. Gjennom andre halvår 1995 var det en reversering av kursutviklingen, som ble understøttet av rentenedsettelse i Japan og Tyskland, samt koordinerte valutaintervensjoner fra sentralbankene i USA, Japan og Tyskland. Etter en forholdsvis stabil utvikling i den nominelle effektive dollarkursen gjennom 1996, har dollaren styrket seg ytterligere siden fjerde kvartal i fjor. Japanske yen har depresiert betydelig siden andre halvår 1995, mens svekkelsen av tyske mark ikke har vært så markert.

mark svekket seg, mens amerikanske dollar har appresiert. Disse kursbevegelser har to viktige implikasjoner. For det første har de gjort at valutakursene nå reflekterer de underliggende fundamentale forhold bedre. Dette bekreftes i et kommuniqué fra G7-landene fra februar i år, der det sies at: «We believe that major misalignments in exchange markets, noted in our April 1995 communique, have been corrected». Det er nødvendig at vi har fått disse korreksjonene i valutakursene, fordi kurser som ikke samsvarer med fundamentale forhold, kan gi gale prissignaler, som igjen vil lede til feilinvesteringer og en lite effektiv ressursallokering. For det andre bidrar kursutviklingen den siste tiden til større konvergens i vekstratene. Svekkelsen av japanske yen og tyske mark vil virke positivt på den økonomiske aktiviteten i de to landene, blant annet fordi eksporten kan ventes å øke siden depresieringen bedrer konkurranseevnen. Tilsvarende vil appresieringen av amerikanske dollar dempe den sterke veksten i USA og bidra til å holde inflasjonen nede.

Innrettingen av pengepolitikken kan, sammen med nåværende kursforhold mellom hovedvalutaene og fallet i de langsiktige rentene den siste tiden, trekke i retning av mer like vekstrater i USA, Japan og Tyskland i tiden fremover. Men i hvilken grad den samlede økonomiske politikken sørger for konvergens i vekstratene, vil avhenge av virkningene av den strammere finanspolitikken. I vår siste oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi (Penger og Kreditt 3/1996) ble mulige konsekvenser av kontraktiv finanspolitikk drøftet. Vi fremholdt at konjunkturvirkningen av finanspolitisk konsolidering er avhengig av hvilke forventninger konsolideringen utløser om fremtidig politikk og av sammensetningen av innstrammingerne. Det betyr at med en fornuftig innretting av finanspolitikken i tiden fremover, kan det være rimelig å tro at den samlede økonomiske politikken virker ekspansivt i Tyskland og etter hvert også i Japan. I så fall kan vi vente å se en konvergens i vekstratene i de tre store industrilandene mot slutten av 1997 og inn i 1998.

3. Andre forhold som påvirker konjunkturutviklingen

Utviklingen i finansmarkedene

Konjunkturutviklingen i industrilandene er føl-

som for det som skjer i finansmarkedene. Den kraftige økningen i de langsiktige rentene gjennom 1994 og de store kursbevegelser mellom hovedvalutaene i første halvår 1995 fikk uten tvil konsekvenser for den realøkonomiske utviklingen i de tre store industrilandene.

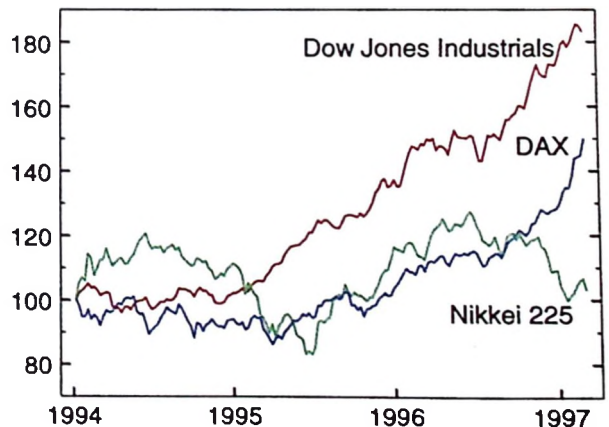
Vi har tidligere erfart at sjokk i de amerikanske finansmarkedene ofte forplantes til andre kontinenter. Dette er en av årsakene til at mye av oppmerksomheten i internasjonale finansmarkeder for tiden er rettet mot den høye kapasitetsutnyttelsen i amerikansk økonomi og mot hvilke konsekvenser en eventuell overoppheting vil få for obligasjons- og aksjekurser. Den amerikanske arbeidsledigheten har siden slutten av 1994 ligget rundt det nivået hvor en erfaringsmessig har sett at pris- og lønnsveksten tiltar. Noen mener imidlertid at de amerikanske arbeidsmarkedene har blitt mer fleksible, og at det dermed er mulig å unngå høyere lønns- og prisvekst selv ved dagens lave ledighetsnivå. Dersom vi likevel skulle få en kraftig økning i lønns- og prispresset, kan både kortsiktige og langsiktige amerikanske renter øke. For USA behøver ikke dette å være noe problem, fordi veksten i utgangspunktet er sterk. Men de siste årene har det vært en høy korrelasjon mellom langsiktige renter i USA og Europa. Dersom en oppgang i de langsiktige amerikanske rentene også driver opp de europeiske rentene, vil dette være svært uheldig for konjunkturutviklingen i de europeiske landene.

De siste årene har det vært en kraftig vekst i aksjekursene i flere av de store industrilandene (se figur 5). I USA har Dow Jones-indeksen økt med 79 prosent fra begynnelsen av 1995 til utgangen av februar i år, mens den tyske DAX-indeksen i samme periode steg med 54 prosent. Aksjekursutviklingen bidrar til usikkerhet, blant annet fordi det er vanskelig å avgjøre om kursutviklingen gjenspeiler fundamentale forhold i foretakene eller er et resultat av «overdreven optimisme»⁴⁾. Dersom det siste er tilfellet, vil kursoppgangen i USA og Tyskland før eller senere korrigeres. Det japanske aksjemarkedet skiller seg imidlertid ut. Etter et markert fall de siste seks månedene, lå Nikkei-indeksen ved utgang-

en av februar omtrent på samme nivå som ved begynnelsen av 1995.

De store kursbevegelser i aksjemarkedene har også bidratt til å rette oppmerksomheten mot de realøkonomiske virkningene av aksjekursendringer. Store kursendringer kan påvirke realinvesteringene fordi aksjekursene har betydning for bedriftenes kapitalkostnader. Andre virkninger av aksjekursendringer vil til en viss grad avhenge av strukturen i aksjemarkedene i de enkelte land. I USA eier husholdninger en stor andel av aksjene, og kursutviklingen påvirker derfor husholdningens formue. Mot slutten av fjoråret var amerikanske husholdningers aksjebeholdning verdt mer enn deres disponible inntekt. Det viser at store aksjekursendringer kan få innvirkning på det private konsumet. I Japan og Tyskland sitter bankene med betydelige aksjebeholdninger. I Japan har derfor aksjekursfallet de siste månedene bidratt til at flere banker har fått problemer med å tilfredsstille kapitaldekningskravet. Dette viser at aksjekursutviklingen kan ha viktige implikasjoner både for den realøkonomiske utviklingen og for stabiliteten i det finansielle system. Det vil av den grunn være viktig å følge nøye med på det som skjer i aksjemarkedene fremover.

Figur 5. Aksjekursutviklingen i USA, Japan og Tyskland, 1995 - 1997 (daglige observasjoner)

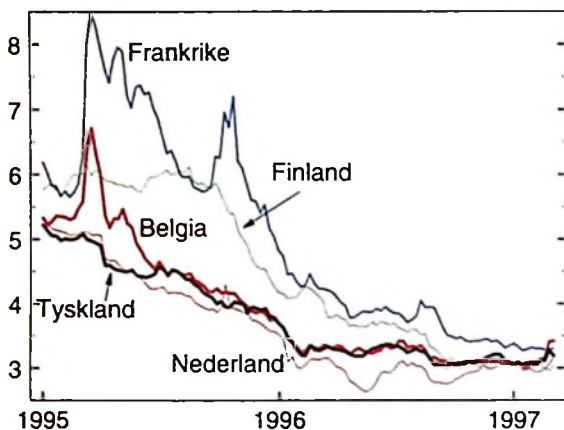


Dow Jones industriaksjeindeks omfatter de 30 største industriselskapene på New York-børsen, og representerer om lag 25 prosent av den samlede verdien på denne børsen. Nikkei-225 er de 225 største selskapene notert på Tokyo-børsen, og utgjør om lag 60 prosent av den samlede markedsverdien. DAX-indeksen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

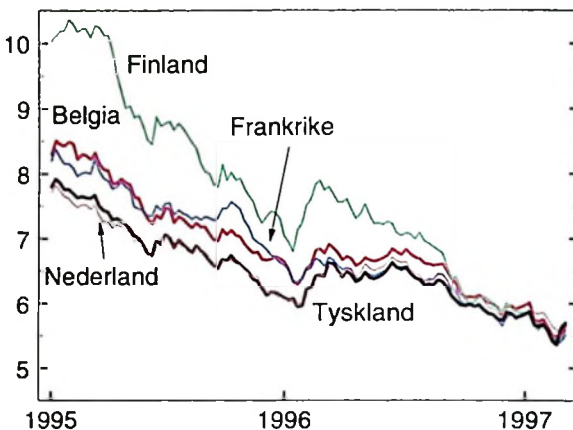
4) Sentralbanksjef Alan Greenspan i Federal Reserve i USA formulerte i desember i fjor dilemmaet med å spørre «How do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values». Greenspan gjentok sin bekymring over utviklingen i aksjemarkedet i sin Humphrey-Hawkins tale 27. februar i år.

Figur 6. Kortsiktige og langsiktige renter i Tyskland, Frankrike, Belgia, Nederland og Finland. 1995-1997 (daglige observasjoner)

a. Tre måneders eurorente



b. 10 års statsobligasjonsrente



Når kommer investeringsveksten i Kontinental-Europa?

For flere av landene i Kontinental-Europa er det ventet at eksportveksten etter hvert vil trekke i gang investeringene. Dette har vært det tradisjonelle konjunkturforløpet i disse landene. Foreløpig er det imidlertid ikke klare tegn til at investeringene øker. Det kan ha sammenheng med usikkerheten om gjennomføringen av ØMU. Siden det trolig er kort tid igjen til denne usikkerheten blir eliminert, kan det være rasjonelt for bedrifts-eierne å vente med investeringene til situasjonen er avklart. En annen mulig forklaring på at investeringsveksten uteblir, er at deler av investeringene kanaliseres til transformasjonsøkonomiene, der blant annet arbeidskraftskostnadene er lavere. På den annen side er det grunn til å tro at rentefallet den siste tiden vil stimulere investeringene. Dessuten er det i flere næringer behov for å erstatte utrangert kapitalutstyr etter flere år med lavt investeringsnivå. Det er også tegn til at bedriftslederne de siste månedene har fått økt tiltro til fremtiden.

Utviklingen i kortsiktige og langsiktige renter i Kontinental-Europa

I Kontinental-Europa har det de siste årene vært en klar konvergens både i kortsiktige og langsiktige renter (se figur 6). Fallende renter i Tyskland sammen med reduserte rentedifferanser overfor tyske renter har gitt markerte fall i både kortsiktige og langsiktige renter i flere europeiske land det siste året. Dette gir positive vekstimpulser i

tiden fremover. Konvergens i de kortsiktige rentene har vært mulig fordi det har vært lite spenninger mellom valutaene i ERM-samarbeidet den senere tid. Mange mener at konvergens i de langsiktige rentene reflekterer at markedsaktørene har fått økt tro på at ØMU etableres i 1999 med deltakere fra et større antall land. Det har sammenheng med at de langsiktige rentene er et veid gjennomsnitt av forventet renteutvikling før og etter etableringen av ØMU. Økt sannsynlighet for ØMU tilsier at markedet forventer mer like renter etter etableringen av felles valuta. Det gir konvergens i de langsiktige rentene i dag. Men en varig konvergens i langsiktige rentenivå er avhengig av at markedsaktørene, etter hvert som tidsfristen nærmer seg, fortsatt har tiltro til at ØMU realiseres som planlagt. Dersom markedet endrer syn på sannsynligheten for enkeltlands deltakelse i ØMU, vil dette kunne resultere i at langsiktige renter øker igjen i de landene som forventes å stå utenfor.

Høy arbeidsledighet i mange europeiske land

Det største økonomiske problemet for mange av de europeiske landene er den høye arbeidsledigheten. I flere av landene var ledigheten økende gjennom fjoråret. I Tyskland må en helt tilbake til mellomkrigstiden for å finne tilsvarende ledighetsrater som i dag (rundt 12 prosent). Den høye ledigheten fører til at husholdningene generelt har liten tillit til den økonomiske utviklingen, og dette kan bidra til å holde konsumet tilbake. Samtidig gir økende arbeidsledighet la-

vere skatteinntekter og større offentlige utgifter til ledighetstrygd. Siden de fleste europeiske land fortsatt må redusere sine budsjettunderskudd for å kunne være med i ØMU, betyr den økte arbeidsledigheten at myndighetene må redusere utgiftene på andre områder. Det kan svekke den realøkonomiske utviklingen ytterligere. Den høye arbeidsledigheten i mange av de europeiske landene understreker viktigheten av at myndighetene gjennomfører strukturreformer som bidrar til at arbeidsmarkedene blir mer fleksible. Det er liten tvil om at slike reformer vil gi høyere vekst på sikt. Men det er ikke like opplagt hvilke virkninger disse reformene har for arbeidsledighet og aktivitetsnivå på helt kort sikt.

4. Konjunkturutsiktene

Vi har ovenfor pekt på noen av de viktigste drivkreftene bak konjunkturutviklingen i industrilandene i tiden fremover. Forutsatt at det ikke skjer store endringer i valutakurser, obligasjonsrenter og aksjekurser, venter vi at disse drivkreftene samlet bidrar til at vekstratene etter hvert blir mer like i de store industrilandene. Det betyr at den solide veksten i USA vil fortsette, mens veksten i Tyskland vil tilta gjennom året. I Europa får vi trolig en ytterligere økning i veksten i Storbritannia, Danmark og Finland i inneværende år, mens veksten i Frankrike og Sverige etter hvert stabiliseres rundt 2 prosent. I Japan vil den økonomiske utviklingen i år bli noe svakere enn i de andre landene, men ved neste årsskifte venter vi at også Japan vil ha en vekst rundt 2 prosent.

Våre anslag for den økonomiske utviklingen i de enkelte landene gir en BNP-vekst for Norges handelspartnere på 2¹/₂ prosent i år og neste år. Dette er en økning i forhold til i fjor, da veksten var 1,9 prosent. Økningen i vekstraten skyldes først og fremst høyere vekst i Tyskland, Frankrike og Norden.

Det er lite prispress i industrilandene, kanskje med unntak av de landene som ligger lengst fremme i konjunktursykel (som for eksempel USA og Storbritannia). I disse landene vil imidlertid appresieringen av valutaen bidra til å dempe prispresset. Vi tror derfor at inflasjonen hos Norges handelspartnere vil være lav i tiden fremover. På grunn av at engangseffekter som dempet prisveksten i Sverige og Finland i 1996, faller bort, vil prisveksten øke fra 1³/₄ prosent i fjor til 2¹/₄ prosent både i år og neste år.

Tabell 1 og 2 oppsummerer våre anslag for

Tabell 1. Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra forrige år

	1994	1995	1996	1997	1998
USA	3,5	2,0	2,4	2 ¹ / ₂	2 ¹ / ₄
Japan	1,4	0,9	3,6	1 ¹ / ₂	2 ¹ / ₂
Tyskland	2,9	1,9	1,3	2 ¹ / ₄	2 ¹ / ₂
Frankrike	2,9	2,2	1,3	1 ³ / ₄	2
Storbritannia	3,8	2,4	2,3	3	3
Sverige	3,3	3,6	1,1	2	2
Finland	4,4	4,5	3,2	4	3 ¹ / ₂
Danmark	4,4	2,7	2,2	3	3
Norges handelspartnere	3,0	2,5	1,9	2 ¹ / ₂	2 ¹ / ₂

Kilde: IMF, OECD, Concensus Forecasts, egne anslag.

Tabell 2. Anslag for konsumpriser. Prosentvis vekst fra forrige år

	1994	1995	1996	1997	1998
USA	2,6	2,8	2,9	3	3
Japan	0,7	-0,1	0,1	1 ¹ / ₄	1
Tyskland	2,7	1,8	1,5	2	2
Frankrike	1,7	1,9	2,0	1 ³ / ₄	1 ³ / ₄
Storbritannia	2,5	3,4	2,4	3	3 ¹ / ₄
Sverige	2,2	2,9	0,7	1 ¹ / ₂	2
Finland	1,1	1,0	0,6	1 ¹ / ₂	2
Danmark	2,0	2,1	2,1	2 ¹ / ₂	3
Norges handelspartnere	2,3	2,4	1,8	2 ¹ / ₄	2 ¹ / ₄

Kilde: OECD, Concensus Forecasts, egne anslag

BNP-vekst og inflasjon for våre viktigste handelspartnere. Nedenfor gis en nærmere begrunnelse for anslagene for de enkelte landene.

I USA var den sterke veksten mot slutten av fjoråret særlig drevet av eksport og privat konsum. Den kraftige appresieringen av amerikanske dollar det siste året vil trolig moderere eksportveksten gjennom 1997. Den sterke veksten i sysselsettingen ventes å bidra til fortsatt høy vekst i privat konsum. Dette, sammen med en oppgang i investeringene, gjør at BNP ventelig vil vokse med rundt 2¹/₂ prosent i år og neste år. Selv om den langvarig høye kapasitetsutnyttelsen etter hvert kan resultere i noe sterkere prispress gjennom året, vil dollarappresieringen bidra til at importerte konsumvarer blir billigere. Vi anslår derfor prisveksten til 3 prosent både i 1997 og 1998.

Finanspolitiske tilstramminger vil dempe den

økonomiske veksten i *Japan* i år. En økning i merverdiavgiften og bortfall av midlertidig letelse i inntektsskatten vil bidra til at privat konsum utvikler seg svakt. Depresieringen av japanske yen vil gjøre at eksporten tar seg opp. Rentene vil, i lys av den vanskelige situasjonen i finansinstitusjonene, trolig forbli lave og dermed stimulere investeringene. Vi anslår at veksten i BNP reduseres til i underkant av 1 $\frac{1}{2}$ prosent i år. Til neste år ventes veksten i privat konsum å ta seg opp, slik at BNP-veksten øker til 2 $\frac{1}{2}$ prosent. Som følge av fjorårets oppgang i oljeprisene og svekkelsen av japanske yen har konsumprisfallet i Japan nå stoppet. Økningen i merverdiavgiften i april i år samt depresieringen av japanske yen vil bidra til at prisveksten kommer opp i 1 $\frac{1}{4}$ prosent. Vi venter imidlertid at inflasjonen faller til 1 prosent neste år.

Korttidsstatistikken fra *Tyskland* spiker noe, men det synes som om utviklingen i konkurranseutsatte sektorer er positiv, og ordreinngangen har vært sterk. Vi venter derfor at veksten vil ta seg opp gjennom 1997, først og fremst drevet av eksport, men også av at investeringene etter hvert kommer i gang, slik at BNP vokser med 2 $\frac{1}{4}$ prosent. Til neste år ventes konsumet å ta seg noe opp og bidra til at BNP-veksten øker til 2 $\frac{1}{2}$ prosent. Det er mye ledig kapasitet i tysk økonomi og nærmest fravær av prispress. Den senere tids depresiering av tyske mark vil imidlertid bidra til noe høyere prisvekst, og vi venter at inflasjonen blir i underkant av 2 prosent både i år og neste år.

I *Frankrike* er bildet mer usikkert enn i Tyskland. BNP-veksten i fjor ble drevet av privat konsum, som var sterkt stimulert av en panteordning for eldre biler, men også nettoeksporten bidrog. I år er det først og fremst eksporten, men også investeringene, som ventes å bidra til at BNP vokser med 1 $\frac{3}{4}$ prosent. Neste år vil en noe mer positiv utvikling i arbeidsmarkedet bidra til en større økning i privat konsum, og til at BNP vokser med 2 prosent. Prisveksten er svært moderat, og selv om depresieringen av franske franc vil medvirke til noe sterkere oppgang i prisene, venter vi likevel at inflasjonen vil bli 1 $\frac{3}{4}$ prosent både i 1997 og 1998.

I *Storbritannia* er bildet et helt annet. Veksten har ligget rundt 2 $\frac{1}{2}$ prosent de siste to årene, og arbeidsledigheten har falt til under 7 prosent. Vi venter økende økonomisk aktivitet i år og neste år, med en BNP-vekst rundt 3 prosent. Det er

særlig privat konsum, men også investeringene, som vil gi positive vekstbidrag. Appresieringen av britiske pund vil på sin side dempe bidraget fra nettoeksporten. Prisveksten har vært noe tiltakende i Storbritannia, og selv om appresieringen av pundet vil bidra til å dempe prisveksten fremover, anslår vi inflasjonen til 3 prosent i år og 3 $\frac{1}{4}$ prosent neste år.

I *Sverige* venter vi at den sterke appresieringen av kronen gjennom 1995-96 samt høy lønnsvekst vil gi redusert vekstbidrag fra eksporten. Lavere renter, økte formuesverdier og senere års høye private sparerate har lagt forholdene til rette for at økt privat konsum kan komme til å ta over som en viktig drivkraft bak veksten, selv om arbeidsledigheten fortsatt vil holde seg høy. Vi anslår at BNP-veksten øker til rundt 2 prosent i år og neste år. Prisstigningen var svært lav i 1996 som følge av nedgang i boliglånsrenter (som virker direkte på konsumprisene gjennom lavere husleie), appresieringen av svenske kroner samt redusert moms på matvarer. Noe av dette er engangseffekter som gradvis faller bort, men det er ellers få tegn til inflasjonspress i svensk økonomi. Dersom den høye lønnsveksten fra de senere år fortsetter, kan dette etter hvert bidra til en oppgang i inflasjonen. Vi venter at prisveksten blir i overkant av 1 $\frac{1}{2}$ prosent i år, og at den øker til 2 prosent i 1998.

I *Danmark* venter vi solid vekst drevet av innenlandsk etterspørsel. Redusert arbeidsledighet, økte realinntekter og økt formue på grunn av økte boligpriser vil stimulere privat konsum. Høy kapasitetsutnyttelse og lave renter vil gi vekst i investeringene. Vi anslår at BNP-veksten blir 3 prosent i år og neste år. Høy sysselsettingsvekst og press i enkelte sektorer kan bidra til noe økende prispress, og prisveksten forventes å øke fra 2 $\frac{1}{2}$ prosent i år til nesten 3 prosent neste år.

Bortsett fra den høye arbeidsledigheten, er de fundamentale økonomiske forhold i *Finland* relativt gode. Bruttonasjonalproduktet er nå tilbake på nivået fra tidlig på 1990-tallet. Vi legger til grunn at økende innenlandsk etterspørsel og eksportvekst vil gi en BNP-vekst på 4 prosent i år. I 1998 ventes veksten å bli 3 $\frac{1}{2}$ prosent. Prisstigningen vil normaliseres etter at effekten av lavere matvarepriser som følge av EU-medlemskapet og fallende renter, som bidrog til svært lav prisvekst i fjor, avtar. Vi anslår inflasjonen til 1 $\frac{1}{2}$ prosent i år, økende til 2 prosent neste år.

Aktuell utdypning: Representerer den sterke veksten i utviklingsland og transformasjonsøkonomier en trussel for industrilandene?

Flere grupper av land vil i årene fremover vokse raskere enn industrilandene. Etter noen år med produksjonsnedgang i transformasjonsøkonomiene, begynner nå omleggingen av den økonomiske kursen å vise seg i form av høyere vekstrater. IMF venter at en i perioden fremover vil se høyere vekstrater i disse økonomiene enn i industrilandene. Også andre grupper av land har høye vekstrater. Mange asiatiske land har en BNP-vekst på rundt 8 prosent i året, mens Afrika som helhet vokser med om lag 5 prosent pr. år. I tillegg til disse høye vekstratene er den globale veksten i internasjonal handel sterkere enn den globale veksten i BNP. Økonomiene blir med andre ord mer åpne og sammenvevde. Endringene i verdensøkonomien bidrar således til en forskyvning av økonomiske tyngdepunkter sammenlignet med strukturen vi kjenner i dag.

Hvordan finne konsekvenser for industrilandene?

Konsekvensene for industrilandene av denne utviklingen kan analyseres på to måter. Den første er å bruke økonomisk teori for å forutsi virkningene, den andre er å studere empiri. Her vil vi bruke en kombinasjon av de to. Vi vil se på teoretiske mekanismer for hvordan vekst og vel-

stand i ulike land virker inn på hverandre. Disse mekanismene kan undersøkes empirisk ved å se på land som allerede har vokst raskere enn industrilandene. Først og fremst er det de nyindustrialiserte landene i Øst-Asia⁵⁾ som har vokst raskere enn industrilandene. Skal en trekke empiriske slutninger om hvordan høy vekst i nye land påvirker industrilandene, er det derfor disse det er naturlig å konsentrere seg om.

I en egen ramme gir vi en oversikt over de sentrale temaer som behandles i denne aktuelle utdypningen. Først i utdypningen gjengis kort de tradisjonelle økonomiske argumenter for hvorfor alle land kan tjene på økt internasjonal handel. Vi går så videre og spør om de nye landene med sterk vekst likevel kan representere en trussel for industrilandene. Etter at vi har drøftet to sentrale teoretiske argumenter for dette, undersøkes hva empiri kan bidra med for å besvare spørsmålet. Mot slutten diskuteres de endringer i næringsstruktur og inntektsfordeling som følger av endringene i verdensøkonomien. Til slutt gis en kort konklusjon.

⁵⁾ IMF har nylig omdefinert de fire asiatiske landene Taiwan, Hong Kong, Singapore og Sør-Korea, samt Israel, fra utviklingsland til industriland.

Oversikt over temaer som diskuteres i den aktuelle utdypningen.

- 1 Den tradisjonelle effekten av internasjonal handel – økt handel kan gi velferdsgevinster for alle land
- 2 Kan nye land med sterk vekst likevel representere en trussel for industrilandene?
 - 2.1 Nettohandelseffekten (volumeffekten)
 - bidrar landene med mer eksport enn import?
 - nettohandelseffekten viktigere på kort sikt enn på lang sikt
 - empiri om overgangen fra kort til lang sikt
 - utgjør nettohandelseffekten en trussel for industrilandene?
 - 2.2 Konkurransoeffekten (priseffekten)
- 3 Næringsstruktur og inntektsfordeling.
 - utkonkurrering av bedrifter og næringer
 - inntektsfordeling
- 4 Konklusjon
 - hvordan påvirker landene industrilandenes eksport- og importpriser?
 - handelsmønster og bytteforhold
 - empiri om bytteforholdet til nyindustrialiserte land
 - empiri om bytteforholdet til industrialiserte land
 - utgjør konkurranseffekten en trussel for industrilandene?

1. Den tradisjonelle effekten av internasjonal handel

I industrilandene synes det i enkelte kretser å herske en viss bekymring over den økonomiske suksess til de nyindustrialiserte land i Asia og den forventede fremtidige vekst i transformasjonsøkonomiene. Denne bekymringen har sin bakgrunn i en frykt for at veksten til de «nye» økonomiene skal gå på bekostning av vekst og velstand i de industrialiserte landene. I et historisk perspektiv kan en slik bekymring synes noe merkelig. Tidligere har det i stor grad vært en bekymring for det motsatte som har gjort seg gjeldende: Under debatten om Ny økonomisk verdensordning på 1970-tallet var argumentet at vekst i industrilandene går på bekostning av vekst i fattigere land. Selv om de to synspunktene er forskjellige, bygger de på en felles underliggende antakelse: At vekst i enkelte land kan være uheldig for andre land. Synet om at sterkere internasjonal konkurranse fører til at noen blir vinnere og andre tapere, kan synes vanskelig å finne igjen i økonomisk teori. Hovedresultatet her er at i økonomisk forstand er konkurranse noe alle landene tjener på.

Gjennom internasjonal handel kan land eksportere varer de produserer effektivt i forhold til andre land, og importere varer de produserer mindre effektivt. På denne måten bidrar internasjonal handel til en effektiv arbeidsdeling mellom landene. Produksjonen blir bedre fordelt mellom land, noe som i neste omgang kan gi høyere vekst i alle landene. Fordelen ved internasjonal handel er større jo større handelsmulighetene er. Handel kan således representere en motor for økonomisk vekst, og det finnes empirisk støtte for at land som har vært mer åpne for handel, også har vokst raskere⁶⁾. Videre vil internasjonal handel også bidra til å spre kunnskap, og derigjennom virke positivt inn på produktivitetens utviklingen til de enkelte land. Enkelte mener å ha funnet støtte for at FoU (forskning og utvikling) i andre land virker mer positivt inn på produktivitetens utviklingen i et land jo mer åpent det er for internasjonal handel⁷⁾.

Disse momentene trekker i retning av at når flere land får sterk økonomisk vekst, representerer dette en fordel også for industrilandene. Dersom så er tilfellet, skulle derfor de Øst-Asiatiske landenes vekstsuksess, og andre økonomiers forventede høye vekst i årene fremover, være positivt for industrilandene.

2. Kan nye land med sterk vekst likevel representere en trussel for industrilandene?

På tross av de økonomiske argumentene om sammenhengen mellom handel og velstand, føler nok mange at landene likevel kan representere en trussel for industrilandene. Bak dette ligger antakelig en frykt for at den økte eksport landene står for, skal utkonkurrere produksjonen fra industrilandene. Teoretisk sett kan det finnes argumenter for at dette kan være tilfellet. Handelen fra de rasktvoksende landene påvirker industrilandene på to måter. Den første kan vi kalle nettohandelseffekten, den andre konkurranseeffekten. Nettohandelseffekten kan enklest ses på som en volumeffekt, hvor det sentrale er om det er eksporten eller importen til landene som øker mest. Konkurranseeffekten kan enklest ses på som en priseffekt, hvor det sentrale er hvordan handelen til landene påvirker industrilandenes eksport- og importpriser. Vi skal drøfte disse to effektene etter tur.

2.1. Nettohandelseffekten

Nettohandelseffekten avhenger av eksportvolumet i forhold til importvolumet til de nye landene som vokser raskt. Siden økt vekst og eksport i landene også innebærer økte inntekter og formuer, vil dette i neste omgang øke importen. Dersom eksportøkningen fra landene er sterkere enn importøkningen til landene, bidrar landene med en mindre etterspørselsøkning enn tilbudsøkning på verdensmarkedet. I motsatt fall er etterspørselsøkningen større enn tilbudsøkningen. Dette har betydning for hvordan nettoetterspørselen rettet mot industrilandene utvikler seg, og nettohandelseffekten avhenger derfor av om det er eksporten eller importen til de nye landene som øker mest.

På lang sikt er det lite rimelig å anta at nettohandelseffekten vil være av veldig stor betydning. Grunnen til dette er at dersom et land på lang sikt bidrar med stadig mer eksport og stadig mindre import på verdensmarkedet, betyr dette at landet i et stadig høyere tempo akkumulerer formue overfor utlandet. Det er lite sannsynlig at dette ikke etter hvert gir seg utslag i økt import.

6) J. Frankel og D. Romer: Trade and growth: An empirical investigation, NBER Working Paper No. 5476, 1997.

7) D.T. Coe og E. Helpman: International R&D spillovers, *European Economic Review* 39, 859-887, 1995.

På den annen side, dersom landet på lang sikt bidrar med stadig mer import og mindre eksport på verdensmarkedet, betyr det at landets utenlandsgjeld vokser stadig raskere. Dette er en situasjon som over tid ikke kan vedvare.

At nettohandelseffekten ikke vil være av stor betydning på lang sikt, betyr ikke at den er uten betydning på kort sikt. På kort sikt kan forskjellen mellom eksport og import være betydelig. Det sentrale spørsmålet blir da hvor lang tid det vil ta før en inntektsøkning som følge av økt eksport også genererer økt import av om lag samme omfang. Dette spørsmålet kan studeres ved å se på erfaringene til de landene som allerede har vokst raskere enn industrilandene.

Tall for eksport i prosent av import for de fire nyindustrialiserte landene som har vokst raskest⁸⁾ (Taiwan, Hong Kong, Singapore og Sør-Korea), er vist i figur 1. Fram til 1994 var eksporten fra landene større enn importen til landene. I denne perioden bidrog derfor landene mer med økt tilbud enn økt etterspørsel på verdensmarkedet. Imidlertid ser vi at etter 1994 har landene hatt større import enn eksport. Således har den domi-

nerende virkningen de siste årene vært at landene har bidratt til høyere nettoetterspørsel på verdensmarkedet.

Vi ser av figuren at det i hele perioden har vært en vedvarende nedgang i eksporten målt som andel av importen. Utviklingen er typisk for land med eksportledet vekst. I de første faser vokser økonomien ved hjelp av nettoeksport. Dette gir overskudd på driftsbalansen, og landene akkumulerer derfor formue over tid. Etter hvert som formuen og inntektene i landene øker, øker også etterspørselen innenlands, og dermed importen. Basert på erfaringene fra disse landene, synes denne prosessen å gå rimelig raskt.

Om nye land skulle oppleve sterk vekst ved hjelp av nettoeksport, ser vi altså at det både teoretisk og empirisk er gode grunner for å anta at dette forholdsvis raskt vil generere økt import i omtrent samme omfang. Dette trekker i retning av at nettohandelseffekten ikke representerer noen stor fare for den økonomiske aktiviteten i industrilandene.

8) I en egen ramme diskuteres hvorfor landene har vokst så raskt.

Hvorfor har nyindustrialiserte land i Øst-Asia vokst så raskt?

Den økonomiske utviklingen i enkelte asiatiske land betegnes ofte som det Øst-Asiatiske vekstmirakel. Betegnelsen er nok valgt av flere grunner. Rangerer en land etter hvor raskt BNP pr. capita har vokst fra 1960 og fremover, vil en se at fire av de fem første plassene inntas av nyindustrialiserte land i Øst-Asia: Taiwan, Hong Kong, Singapore og Sør-Korea (det femte landet er Botswana i Afrika). I tillegg til at landene har vokst raskere enn de fleste, har de også klart å opprettholde «uforklarlig» høye vekstrater over lang tid. Gjennomsnittlig prosentvis vekst i BNP pr. capita har ligget i størrelsesorden 6-7 prosent pr. år i hele tidsperioden. Vi vil her se nærmere på hva som kan forklare den sterke og vedvarende veksten.

Grovt sett kan en dele inn kildene til et lands økonomiske vekst i to. For det første at landet tar i bruk mer av de to produksjonsfaktorene arbeidskraft og kapital. For det andre at landet over tid får mer produksjon ut av en gitt mengde produksjonsfaktorer, dvs. produktivitetsvekst. Den første kilden til vekst vil være lettere å forklare enn den andre. Bak begrepet «mirakel» lig-

ger nok også en antakelse om at de nyindustrialiserte landene har vokst så raskt takket være en høyere produktivitetsvekst enn andre land.

Tabell 1 viser BNP-vekst i landene fra 1966 og fremover⁹⁾. For Taiwan og Sør-Korea har vi også tatt med tall for BNP-veksten dersom vi ser bort fra produksjon i jordbrukssektoren. Veksten målt på denne måten er større enn veksten i totalt BNP. Med andre ord er veksten i «moderne» sektorer som industri og service sterkere enn i jordbrukssektoren.

Tabell 1. Vekst i BNP og de enkelte komponenters vekstbidrag. Alle tall er oppgitt i gjennomsnittlig vekst i prosent pr. år

	Taiwan (1966-90)	Hong Kong (1966-91)	Singapore (1966-90)	Sør-Korea (1966-90)
BNP	9,0	7,6	8,9	8,9
BNP u/fj.brak	10,1	ikke tilgj.	ikke tilgj.	11,0
Vekstbidrag				
-arbeidskraft	3,4	1,7	2,2	3,8
-arb.kr.kval.	0,5	0,4	0,6	0,9
-kapital	3,7	3,1	6,4	4,6
-produktivitet	2,5	2,4	-0,3	1,7

I tabell 1 har vi gjengitt tall som viser vekstbidraget fra de enkelte komponenter i perioden. For å illustrere hvordan tallene er presentert, betrakt følgende enkle talleksempel: Dersom mengden av arbeidskraft i gjennomsnitt har vokst med for eksempel 4 prosent pr. år i perioden, og produksjonen vokser med 0,75 prosent for hver prosent økning av arbeidskraften, er vekstbidraget fra arbeidskraften i gjennomsnitt $4 \times 0,75 = 3$ prosent pr. år i perioden. Summen av de ulike vekstkomponentene for et land i tabell 1 er derfor lik landets totale vekstrate i perioden.

Vi ser at i alle de fire landene forklarer tilgang på arbeidskraft en vesentlig del av den økonomiske veksten. I Hong Kong forklarer økt mengde arbeidskraft i gjennomsnitt en vekst på 1,7 prosent pr. år, mens i Sør-Korea forklarer dette en vekstrate på hele 3,8 prosent pr. år. Grovt sett kan vi si at mer arbeidskraft forklarer bortimot 1/3 av den økonomiske veksten i perioden. Det er to hovedgrunner til den sterke økningen i arbeidskraft. Den første er endret befolknings sammensetning i den forstand at en stadig større del av befolkningen i disse landene er kommet i yrkesaktiv alder. Den andre er at andelen av de i yrkesaktiv alder som deltar i arbeidslivet, har vokst.

Korrigerer vi for den kvalitetsheving som har vært av arbeidskraften gjennom at stadig flere har fått stadig bedre opplæring og skolegang, forklarer dette ytterligere mellom 0,4 og 0,9 prosentpoeng av vekstratene i perioden.

En tredje viktig forklaring på den sterke veksten er at landene har spart og investert en stor andel av BNP. Økt kapitalmengde er for alle landene den viktigste enkeltkomponenten i å forklare den økonomiske veksten. Kapitalen har bidratt minst til vekst i Hong Kong, men selv her forklarer større kapitalmengde 3,1 prosentpoeng av en vekstrate på 7,6 prosent. I Singapore bidrar kapitalen med hele 6,4 prosent vekst pr. år i perioden.

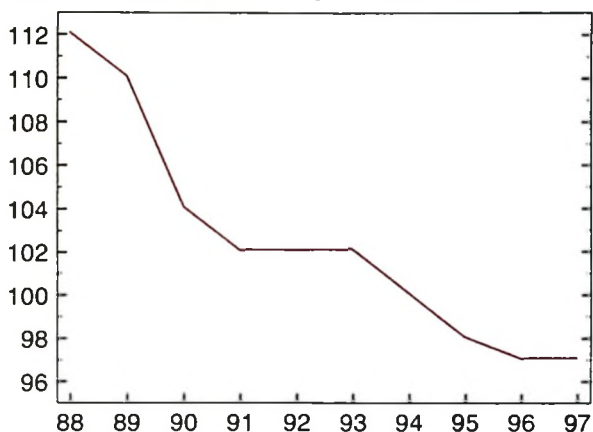
Det gjenstående bidraget fra produktivitetsvekst er overraskende lite, iallfall om en har den formening at det er produktivitetsveksten som skiller de Øst-Asiatiske landene fra andre land. Vi ser at i Singapore har bidraget fra produktivitet vært negativt, mens det har bidratt mest til økonomisk vekst i Taiwan, hvor det forklarer 2,5 prosentpoeng av vekstraten. Men selv i Taiwan har ikke produktivitetsvekst bidratt mer til den økonomiske veksten enn hva som er tilfellet i mange industriland.

Den noe overraskende konklusjonen er altså at veksten i de Øst-Asiatiske økonomiene ikke er noe «mirakel», men lar seg forklare med en imponerende akkumulering av produksjonsfaktorene arbeidskraft og kapital. Denne konklusjonen har implikasjoner både for den fremtidige veksten i landene selv og for de utfordringer som industrilandene står overfor. Implikasjonen for den fremtidige økonomiske veksten i landene er at den vil stagnere noe. Grunnen til dette er at det er grenser for hvor mye en kan vokse med økt bruk av innsatsfaktorer. Den enorme økningen i andelen av befolkningen i disse landene som deltar i arbeidslivet, må ses på som et engangsfenomen. Videre vil en stadig høyere kapitalmengde forde større investeringer for å motvirke utrangering. Selv om investeringsnivået holder seg høyt, vil en mindre del av investeringene bidra til økt kapitalmengde.

Den viktige observasjonen fra den Øst-Asiatiske veksterfaringen er først og fremst at en økonomi kan vokse mye og lenge ved å ta i bruk tilgjengelig arbeidskraft og ha høyt nivå på sparing og investeringer. I dette ligger to viktige utfordringer for industrilandene. Mens økningen i befolkningen i yrkesaktiv alder har gitt høyere produksjonen i de Øst-Asiatiske landene, har den i stor grad gitt høyere arbeidsledighet i mange av industrilandene. Den første utfordringen er derfor å skape arbeidsmarkeder som gjør at en større del av befolkningen i yrkesaktiv alder kan delta i arbeidsstyrken. Den andre utfordringen knytter seg til sparing og investering. De Øst-Asiatiske landene har spart og investert en høy og økende andel av BNP. I f.eks. Sør-Korea og Singapore er opp mot 40 prosent av BNP blitt investert de siste årene. I industrilandene har sparingen og investeringene vist en svakt fallende trend. Andelen av BNP som investeres, ligger her på om lag 20 prosent. Snarere enn et «mirakel», er vekstforskjellen mellom industrilandene og de Øst-Asiatiske landene først og fremst et resultat av disse forskjellene.

9) Tallene i tabell 1 er regnet ut på bakgrunn av A. Young: The tyranny of numbers: Confronting the statistical realities of the East-Asian growth experience, NBER Working Paper No. 4680, 1994. Merk at enkelte i andre sammenhenger omtaler produktivitetsvekst som det vekstbidraget som er igjen etter at en har trukket fra veksten i arbeidsstyrken. Produktivitetsvekst definert på denne måten er noe annet enn det som menes med produktivitetsvekst her.

Figur 1. Eksport i prosent av import (Taiwan, Hong Kong, Singapore og Sør-Korea).



Kilde: IMF og Norges Bank.

2.2. Konkurransoeffekten

Selv om eksportvolumet er noenlunde lik importvolumet for de landene som vokser raskt, kan industrilandene påvirkes ved at prisene på deres eksportvarer og importvarer endres. Denne effekten betegner vi konkurranseeffekten. Dersom de nye landene eksporterer de samme varer som industrilandene, betyr det at det blir sterkere konkurranse på deres felles eksportmarkeder, noe som kan gi seg utslag i reduserte priser. Tilsvarende vil vi ha at dersom de nye landene importerer de samme varene som industrilandene, gir dette større etterspørsel på landenes felles importmarkeder, noe som kan gi seg utslag i økte priser. Industrilandene kan således bli påvirket ved at prisene på deres eksportprodukter faller, mens prisene på deres importprodukter stiger.

Konkurranseeffekten avhenger altså av hvordan eksportprisene og importprisene til industrilandene utvikler seg. Utviklingen i eksportpriser relativt til importpriser betegnes ofte som bytteforholdet overfor utlandet: Bytteforholdet sier hvor mange enheter en kan importere for hver enhet en eksporterer. En bedring i bytteforholdet overfor utlandet impliserer at en kan kjøpe mer importvarer for hver enhet eksportvare.

Dersom landene som vokser raskt i stor grad har samme handelsmønster som industrilandene, har dette to implikasjoner for utviklingen i bytteforholdet til industrilandene. For det første vil utviklingen i bytteforholdet til industrilandene utvikle seg i takt med bytteforholdet til de rasktvoksende landene, siden de eksporterer og

importerer de samme varer. For det andre vil denne felles utviklingen i bytteforholdet være karakterisert ved en nedadgående trend, siden økt konkurranse på landenes felles eksportmarkeder presser eksportprisene ned, og økt etterspørsel etter landenes felles importvarer presser importprisene opp. Jo mer lik varesammensetningen i handelen til landene med sterk vekst og industrilandene er, jo sterkere er disse effektene.

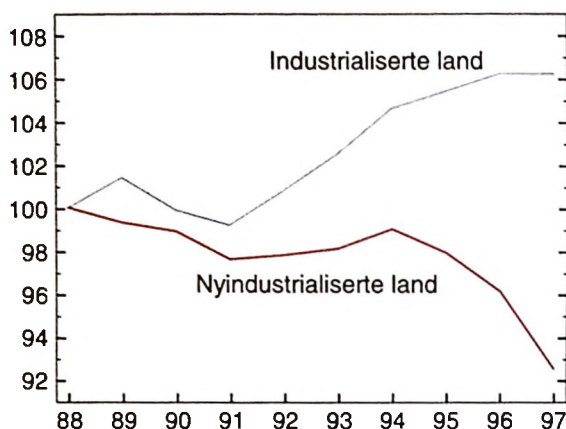
En del økonomer er av den oppfatning at de raskt voksende landene er en økonomisk trussel for industrilandene *kun* i den grad dette fører til at bytteforholdet til industrilandene forverres. På samme måte er handelen en fordel for industrilandene dersom bytteforholdet forbedres. Argumentasjonen for dette synet er som følger: Dersom økt handel fra nye land ikke påvirker bytteforholdet til de industrialiserte landene, betyr det at de sistnevnte kan eksportere og importere til de samme priser som før. Industrilandene kan altså, dersom de ønsker det, på alle måter tilpasse seg som før. Men da kan heller ikke handelen til landene som vokser raskt være en økonomisk fare for industrilandene. Dersom industrilandene tilpasser seg på andre måter enn før, betyr dette bare at de har utnyttet de nye muligheter situasjonen gir.

Empiri om bytteforholdet

Skal en empirisk belyse konkurranseeffekten, er det naturlig å studere utviklingen i bytteforholdet til industrilandene og de landene som har vokst raskt. Tall for utviklingen i bytteforholdet for industrilandene og de fire raskest voksende økonomiene i Asia er gitt i figur 2. Vi ser at bytteforholdet for de såkalte nyindustrialiserte landene er blitt forverret fra 1987 og fram til i dag. Til sammen er svekkelsen på over 7 prosent i det siste tiåret. Faktisk svekket bytteforholdet seg også i flere år før den perioden figuren dekker. I gjennomsnitt ble bytteforholdet svekket med 0,8 prosent i året i perioden 1978-87. Konklusjonen fra økonomisk teori om at den eksportledede veksten til de nyindustrialiserte landene gjør at bytteforholdet forverres for disse landene, synes derfor å stemme med den faktiske utviklingen.

Betrakter vi bytteforholdet for industrilandene, ser vi imidlertid for det første at dette ikke synes å utvikle seg i takt med bytteforholdet til de nyindustrialiserte landene, og for det andre at det er en gjennomgående tendens til bedring i bytteforholdet over tid. I perioden 1978-87 bedret

Figur 2. Utvikling i bytteforhold overfor utlandet. 1987 = 100.



Kilde: IMF og Norges Bank.

bytteforholdet seg med i gjennomsnitt 0,9 prosent i året, og som vi ser av figuren, har bytteforholdet fra 1987 og fremover forbedret seg ytterligere med i underkant av 5 prosent.

Tallene tyder altså på at bytteforholdet til de nyindustrialiserte landene har svekket seg, men at bytteforholdet til industrilandene har bedret seg. At bytteforholdet beveger seg i motsatt retning for de nyindustrialiserte landene og industrilandene, ville en ikke forvente dersom landene i stor grad eksporterte de samme varer og importerte de samme varer. Utviklingen i bytteforholdet vist i figur 2 indikerer derfor at handelsstrukturen i landene synes å være tilstrekkelig forskjellig til at forverret bytteforhold for nyindustrialiserte land ikke fører til et forverret bytteforhold for industrilandene. Dette trekker i retning av at de nyindustrialiserte landene først og fremst representerer en mulighet for økt velstand i industrilandene, og i mindre grad en trussel.

Teorien og empirien vi har sett på, indikerer altså at på aggregert nivå er vekst i enkelte land en økonomisk fordel for andre. Dette betyr ikke at nye land med sterk vekst ikke oppleves som en trussel av enkeltbedrifter eller endog enkelt næringer. Dette kan imidlertid være noe ganske annet enn en fare for et lands økonomi som helhet.

3. Næringsstruktur og inntektsfordeling

Det at en bedrift eller næring utkonkurreres, betyr at til de gjeldende lønninger i hjemlandet er

ikke bedriften eller næringen produktiv nok til å generere et tilstrekkelig overskudd. Fra bedriftens synspunkt er det altså prisene på innsatsfaktorene som er for høye til at bedriften er konkurransedyktig. Det at prisene på innsatsfaktorene er for høye, kan tilskrives to forhold.

Det første er at lønningene er så høye fordi arbeidskraften har en høy alternativ avkastning i annen virksomhet. Når en bedrift eller næring da blir utkonkurrert, betyr det at verdiskapningen blir høyere ved å bruke ressursene i andre bedrifter eller næringer. For landet som helhet er det en fordel å få overflyttet arbeidskraften til de virksomheter hvor den kaster mest av seg. Følgelig kan det at bedrifter og næringer blir utkonkurrert være en nødvendig og ønskelig utvikling sett fra et samfunnsøkonomisk perspektiv.

Den andre muligheten for at prisene på innsatsfaktorene er for høye, er at markedene for disse ikke er velfungerende, for eksempel ved at arbeidsmarkedet ikke er fleksibelt nok. Når en bedrift eller næring da blir utkonkurrert, kan dette føre til at omfanget av den økonomiske aktiviteten i landet går ned. På denne måten kan virkningen av strukturelle ubalanser i økonomiene bli forsterket når nye land får høy vekst. I så fall kan det argumenteres for at det da ikke er veksten og eksporten i andre land som er hovedproblemet. Problemet ligger i landet selv, som ikke har organisert økonomien på en slik måte at de økonomiske mulighetene det står overfor, utnyttes.

Inntektsfordeling

Selv om en ikke ser på sterk vekst i nye land som et problem for økonomiene i industrilandene på aggregert nivå, kan likevel eksport fra disse landene isolert sett ha virkninger som kan oppfattes som negative. Enkelte hevder at globaliseringen av verdensøkonomien, koblet med sterk vekst i nye grupper land, vil gjøre inntektsfordelingen innad i industrilandene mer ujevn. Grunnen er at industrilandene i økende grad møter konkurranse på varer som er relativt intensive i bruk av ufaglært arbeidskraft, og relativt lite intensive i bruk av høyt kvalifisert arbeidskraft. I så fall vil etterspørselen etter arbeidskraft i industrilandene vris i retning av relativt mer etterspørsel etter høyt kvalifisert arbeidskraft, og relativt mindre etterspørsel etter ufaglært arbeidskraft. Vridningen i etterspørsel kan gjøre at inntektsfordelingen i industrilandene blir mer ujevn.

Dette synspunktet har vært hevdet som forklaring på økte inntektsforskjeller i USA fra 1970-tallet og fram til i dag, samt som forklaring på økt arbeidsledighet i Europa. Dersom det er en bekymring at inntektsforskjellene eller arbeidsledigheten øker som et resultat av økt eksport fra andre land, er imidlertid ikke den optimale politikkrespons å søke å hindre eksporten fra disse landene. Snarere bør en sette politikkvirkemidlene inn mot det som er årsakene til bekymringen. Mener en at en eventuell økning i inntektsforskjellene er uheldig, må derfor politikkvirkemidlene settes direkte inn mot dette. En mulighet er å foreta en inntektsomfordeling i favør av de med lavest inntekt. En annen mulighet er å påvirke den relative tilgangen på ulike typer arbeidskraft i samme retning som endringen i etterspørsel ved å sørge for at en større del av arbeidskraften er høyt kvalifisert.

4. Konklusjon

Diskusjonen over indikerer at vekst og velstandsutvikling i ulike land virker gjensidig stimulerende. Bildet av at internasjonal handel er en krig hvor noen land taper det andre land vinner, synes ikke å stemme så godt med økonomisk teori og empiri. Selv om landenes vekst totalt sett virker positivt inn på hverandre, betyr ikke dette at alle grupper i hvert land automatisk tjener på utviklingen. På kort sikt kan strukturelle stivheter føre til økt arbeidsledighet, og utviklingen kan medføre økte inntektsforskjeller i industrilandene. Ønsker en å hindre eventuelle uønskede bivirkninger, må en rette politikkvirkemidlene direkte og målrettet mot det som er den uønskede virkningen. Innretter en politikken på denne måten, bør en se positivt på utviklingen i retning av nye og større handelsmuligheter, selv om dette krever omstilling, restrukturering og forandring.

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 6. februar 1997

Bakgrunn

Det vil formodentlig være klare forventninger om at jeg denne gangen i første rekke skal behandle de særlige utfordringer vi står overfor i penge- og valutapolitikken.

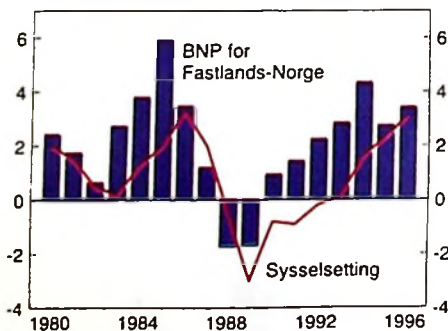
Jeg vil innlede mine betraktninger over dette temaet med en velkjent anekdote som kanskje kan være med på å belyse situasjonen sett fra sentralbankens side. Historien forteller at mens de mest intense forhandlingene rundt unionsoppløsningen pågikk, sendte Bjørnstjerne Bjørnson et telegram til statsminister Christian Michelsen som lød: «Nu gjelder det at holde sammen!». Michelsen - som selvsagt var personlig involvert i forhandlingene med svenskene og dessuten hadde inngående kjennskap til Bjørnsons noe kraftfulle temperament - telegraferte etter sigende tilbake følgende svar: «Nu gjelder det at holde kjæft!».

Historien tier om hva vår store forfatter foretok seg i sakens anledning, men sentralbanken har i hvert fall i den senere tid med velberådd hu lagt daværende statsminister Michelsens oppfordring til grunn.

Omstendighetene i valutamarkedet kunne kanskje tilsi at jeg også i dag burde fulgt dette gode råd - og holdt foredrag over et annet tema enn penge- og valutapolitikk. Det ville imidlertid i seg selv trolig vakt en viss oppsikt. Jeg håper at jeg her i kveld kan bidra til å skape forståelse for situasjonen i pengepolitikken slik den fremstår for Norges Bank. Samtidig vil jeg søke å belyse det avhengighetsforhold som hersker mellom pengepolitikken og de øvrige områdene av den økonomiske politikken.

De begivenhetene vi har vært vitne til i penge- og valutamarkedene, skjer på bakgrunn av en meget gunstig utvikling i norsk økonomi de senere år - faktisk så gunstig at vi nærmer oss en situasjon der økonomien opererer på kapasitetsgrensen med fare for tiltakende pris- og kostnadsvekst. Fra 1993 til

Figur 1.
BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting
Årlig prosentvis vekst



Kilde: SSB og Norges Bank

1996 vokste fastlandsøkonomien med over 10 prosent, og det er i dag rundt regnet 150 000 flere sysselsatte enn for tre år siden. Veksten i sysselsettingen i denne treårsperioden har vært like sterk som under høykonjunkturen midt på 1980-tallet. Det er også store overskudd på driftsbalansen med utlandet og på statsbudsjettet.

I de senere årene har den økonomiske politikken i Norge vært bygget opp rundt tre hovedpilarer: Finanspolitikken er innrettet mot langsiktig balanse i statsfinansene, og den er tilagt hovedansvaret for å stabilisere veksten i økonomien. Penge- og valutapolitikken rettes inn mot å stabilisere kronekursen, og bidrar dermed til å gi en forankring for inntektsoppgjørene og for den innenlandske prisstigningen. Det inntektspolitiske samarbeidet, som ble konkretisert i det såkalte Solidaritetsalternativet, skal sikre næringslivets kostnadsmessige konkurransevne gjennom en moderat lønnsvekst.

Utviklingen hittil i 1990-årene skulle tyde på at denne fordelingen av ansvar har vært vellykket. Gjennom fjoråret kom imidlertid de første signaler om nye ubalanser i den økonomiske utviklingen. Det var tegn til mangel på arbeidskraft i deler av arbeidsmarkedet, til tross for at arbeidsledigheten samlet sett fortsatt var høy etter norsk målestokk. I enkelte regioner og sektorer i økonomien var produksjonen kommet svært nær full kapasitetsutnyttning. Det var dessuten sterk vekst i prisene på formuesobjekter som boliger og aksjer.

I løpet av 1996 økte også påkjennningene på alle de tre hovedelementene i den økonomiske politikken. Lønnsveksten ble høyere enn tidligere, og en kraftig reallønnsvekst bidro til ytterligere økning i det private forbruket. Det viste seg også vanskeligere enn tidligere å få tilslutning til et finanspolitisk opplegg som var tilstrekkelig stramt, konjunktursituasjonen tatt i betraktning. Selv om det endelige budsjettet kom i havn omtrent slik som forutsett i det opprinnelige budsjettforemlegget, er det vel ingen stor hemmelighet at Norges Bank gjerne hadde sett et enda strammere opplegg, med klarere «sikkerhetsmarginer» i forhold til utviklingen i etterspørselen innenlands.

Utover høsten og vinteren ble kronekursen utsatt for et vedvarende og stadig sterkere press, med klare underliggende forventninger om en styrkelse av kronekursen. Til tross for at Norges Bank satte ned renten flere ganger for å stabilisere utviklingen og intervenerte i valutamarkedet for betydelige beløp, styrket kronen seg, og vi fant det til sist nødvendig i en periode å avstå fra ytterligere omfattende intervensjoner - for øvrig i samsvar med de retningslinjer som er nedfelt i valutakursforskriften.

En skal kanskje ikke undre seg for mye over denne utviklingen. Norge har opparbeidet store driftsoverskudd overfor utlandet. Selv om en del av dette overskuddet motsvares av en kapitalutgang via petroleumsfondet, tas også deler av overskuddet hjem og veksles om til kroner. Blant annet har både eksportindustrien og oljeselskapene krone-utbetalinger som må dekkes av opptjeningen i utenlandsk valuta. Med betydeli-

ge overskudd i utenriksøkonomien kan det dermed fra tid til annen oppstå stor etterspørsel etter kroner. I en slik situasjon skal det heller ikke så mye til før både norske bedrifter og andre aktører i valutamarkedet forserer omvekslingen for å sikre seg mot valutarisiko.

De store overskuddene i både utenriksøkonomien og statsbudsjettet er dessuten, sammen med en gunstig utvikling i produksjon og sysselsetting, faktorer som tradisjonelt signaliserer økende velstand. For aktørene i markedet kan det være naturlig å anta at en slik økt velstand vil slå ut i en sterkere krone.

Dette betyr på ingen måte at utviklingen i penge- og valutamarkedene er uproblematisk. Styrkelsen av kronen vil i utgangspunktet ha konsekvenser for næringslivets konkurranseevne. En annen og litt mer indirekte virkning er at den innenlandske etterspørselen øker, fordi Norges Bank er nødt til å holde en meget lav rente ut fra hensynet til kronkursen. Det er en risiko for at en lav rente i verste fall kan lede oss inn i en uholdbar vekst i etterspørselen rettet mot skjernet produksjon. Samtidig kan en høy kronkurs medføre dårligere lønnsomhet i den delen av næringslivet som er utsatt for internasjonal konkurranse.

Vi står med andre ord overfor to viktige utfordringer: For det første; å unngå en vesentlig og langvarig svekkelse av næringslivets konkurranseevne. For det andre; å unngå en overoppheting av økonomien med en påfølgende markert konjunkturedgang. Dette siste kan Norges Bank gjøre lite med så lenge virkemidlene i pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere kronkursen. Det betyr at andre virkemidler - først og fremst finanspolitikken - må innrettes med sikte på å dempe veksten i etterspørselen innenlands.

Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken har vært et sentralt tema for meg ved flere anledninger, og vil være det også i kveld. Jeg vil søke å belyse

- hvilke faktorer som påvirker utviklingen i konkurranseevnen
- om pengepolitikken kan bidra til å forklare konjunkturbevegelsene,

og til slutt

- hvordan innretningen av finans- og pengepolitikken samlet sett virker på den økonomiske utviklingen.

Før jeg kommer tilbake til dette, vil jeg imidlertid kommentere utviklingen i valutamarkedet noe nærmere.

Innretningen av pengepolitikken

Gjennom de tre siste månedene i fjor og fram til og med 9. januar solgte Norges Bank til sammen over 75 milliarder kroner mot utenlandsk valuta. Renten ble i samme periode satt

ned to ganger med til sammen 1 prosentpoeng for å redusere lønnsomheten av kroneplasseringer.

Denne meget kraftige virkemiddelbruken kunne likevel ikke forhindre en gradvis styrking av kursen. Da presset i valutamarkedet i løpet av de første dagene av januar tiltok vesentlig, fant Norges Bank det ikke lenger forsvarlig å selge store kronebeløp for å stabilisere kursen. 10. januar ble intervensjonene i valutamarkedet stanset inntil videre. Foliorenten, som danner det effektive «rentegulvet» i det norske pengemarkedet, ble samtidig redusert med ytterligere $\frac{1}{4}$ prosentpoeng til $3\frac{1}{4}$ prosent. Norsk pengemarkedsrente er nå vel et halvt prosentpoeng lavere enn ECU-renten og blant de laveste i Europa.

Kronen har siden 10. januar styrket seg med knapt 3 prosent, og kronekursen lå i begynnelsen av februar i år vel 7 prosent høyere enn ett år tidligere. Kronen er nå tilbake om lag på den kursen den hadde mot ECU ved inngangen til 1990-årene.

Når vi sammenligner med andre land, må vi kunne si at den norske kronen fremtrer som en meget stabil valuta. Eksempelvis har både Sverige og Finland hatt større svingninger i valutakursen. Selv når vi sammenligner med danske kroner, som gjennom hele 1990-tallet har vært med i det europeiske valutasystemet ERM, viser ikke kursen på vår valuta vesentlig større svingninger.

Valutakursforskriften som ble fastsatt i mai 1994, definerer Norges Banks mandat i utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Det heter i forskriften blant annet at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet».

Jeg vil knytte to kommentarer til akkurat dette forholdet:

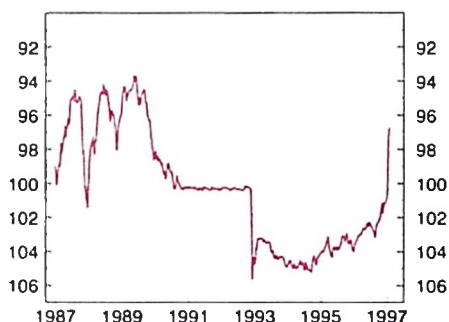
For det første er dagens situasjon altså ikke mer unik enn at en eksplisitt forutså muligheten for avvik fra kursleiet da retningslinjene for pengepolitikken ble utarbeidet. Det burde da heller ikke overraske noen at vi i en situasjon med frie kapitalbevegelser, der hele verden i utgangspunktet har adgang til markedet for norske kroner, av og til vil oppleve at kursen beveger seg noe. Det er en vesentlig forskjell mellom den gjeldende retningslinjen om en stabil valutakurs og et rendyrket fastkursregime - der sentralbanken i utgangspunktet er legalt forpliktet til å holde kursen innenfor på forhånd fastsatte og snevre svingningsmarginer.

For det andre vil jeg gjøre det klart at Norges Bank vil innrette sin virkemiddelbruk med sikte på å oppfylle målet om en stabil krone overfor europeiske valutaer. Dette er som nevnt blant annet bakgrunnen for at rentenivået i Norge ble justert ned til godt under ECU-renten i begynnelsen av januar.

Jeg vil imidlertid også understreke at ingen, heller ikke Norges Bank, kan forutsi eksakt hvordan kronekursen vil utvikle seg over en begrenset periode. Målet og retningen står klart, men vi må likevel være forberedt på at «vær og vind» vil påvirke oss under marsjen.

Jeg fornemmer en stemning i dagens situasjon hvor det av enkelte fremholdes at kronekursen er styrket på varig basis og

Figur 2.
ECU-indeksen
Januar 1987 – januar 1997



Kilde: Norges Bank

Figur 3.
Nordiske lands valutaer mot ECU-indeksen
22. oktober 1990 = 100.
Uke 43 1990 – uke 5 1997



Kilde: Norges Bank

ikke vil komme tilbake til det tidligere leiet på lang tid. Jeg tror disse står i fare for å overse noen viktige momenter, som jeg gjerne vil trekke fram.

Presset på kronkursen de siste månedene kan i noen grad skyldes forhold som ikke uten videre vil vedvare. Den forholdsvis høye oljeprisen slår ut med stor tyngde på vårt overskudd på driftsbalansen overfor utlandet, og også på statsbudsjettet. Den gunstige konjunktursituasjonen kan også - kanskje særlig for aktører i utlandet - skape et inntrykk av soliditet i økonomien og statsfinansene som i hvert fall delvis er et resultat av uvanlig kraftig vekst og høy skatteinngang.

Noe av årsaken til interessen for kronen er nok dessuten å finne i forhold utenfor landets grenser, spesielt knyttet til den svake økonomiske utviklingen på kontinentet.

Ikke minst i Tyskland har det vist seg vanskelig å få til en tilfredsstillende vekst. Dette har ført til et lavt tysk rentenivå og svekkelse av D-marken mot dollar. Situasjonen i tysk økonomi og de store bevegelsene mellom dollar og mark har også ført til at D-marken har svekket seg mot andre europeiske valutaer, som for eksempel britiske pund. Det har også funnet sted en svekkelse av D-marken mot valutaer innenfor ERM-systemet. Det er altså ikke bare den norske kronen som har styrket seg mot D-mark i den senere tid.

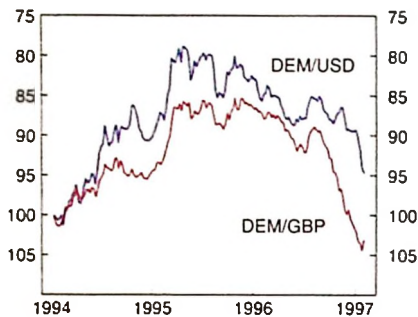
Vi kan kanskje si at kronen i noen grad er blitt offer for svingninger i de internasjonale valutamarkedene. Utviklingen i Tyskland og USA har drevet fram svingninger i kursen mellom dollar og D-mark. I neste omgang har det oppstått et press også mellom D-marken og andre valutaer i Europa.

Veksten i de andre landene på kontinentet har imidlertid heller ikke vært imponerende de siste årene. Denne utviklingen, og dessuten usikkerheten knyttet til den europeiske monetære union, kan ha drevet en del investorer ut av finansmarkedene på kontinentet og ut på leting etter alternative plasseringer. Følgen har vært at de kontinentale valutaene har hatt en tendens til å svekke seg, både mot dollar og mot andre europeiske valutaer - herunder den norske kronen.

Dette betyr at den store kapitalinngangen til Norge - og dermed også presset i retning av en sterkere krone - i noen grad kan tilskrives svakheten i de store økonomiene på kontinentet og usikkerhet om deres fremtidige valutakursutvikling. I så fall er det også mulig at en del av kapitalen vil vende tilbake til de sentrale europeiske valutaene når den økonomiske utviklingen på kontinentet normaliseres og situasjonen rundt den europeiske monetære union blir mer avklart, med de virkninger dette kan ha for kronkursen.

På den annen side innebærer dette også at kursutviklingen for norske kroner blir påvirket av internasjonale forhold som vi til dels har lite herredømme over. Vi deler denne skjebne med alle andre små land i verden, og det ville være galt å gi inntrykk av noe annet. Noen av de mest avgjørende faktorene for norsk økonomi - som for eksempel oljeprisen - blir fastsatt uten at Norge kan sies å ha særlig innflytelse over utviklingen. Andre nasjoners økonomiske situasjon påvirker vår *relative*

Figur 4.
D-mark mot dollar og pund
Indeks uke 1 1994 = 100.
Uke 1 1994 - uke 5 1997



Kilde: Norges Bank

posisjon internasjonalt, og når norsk næringsliv gjør det godt mens mange andre gjør det dårlig, er det kanskje ikke så rart at noen markedsaktører kom på den tanke at vår valuta var undervurdert.

Det er ikke uvanlig at industriland med relativt stor råvarebasert eksport får et visst press mot valutaen når råvareprisene øker og bytteforholdet mot utlandet styrkes. For noen land kan dette til og med oppfattes som gunstig, fordi en slik utvikling kan motvirke at en sterk økning i lønnsomhet og inntekter i sysselsettingsintensiv råvareproduksjon leder til en overoppheting av økonomien.

Norge står i en annen stilling. Økningen i eksportinntektene av olje påvirker i liten grad lønnsomheten i næringslivet. Inntektene tilfaller i all hovedsak staten og påvirker dermed ikke umiddelbart etterspørselen i økonomien. I Norge tilsier derfor hensynet til stabile og forutsigbare rammevilkår for konkurranseutsatt næringsliv at en søker å opprettholde en relativt stabil valutakurs over tid.

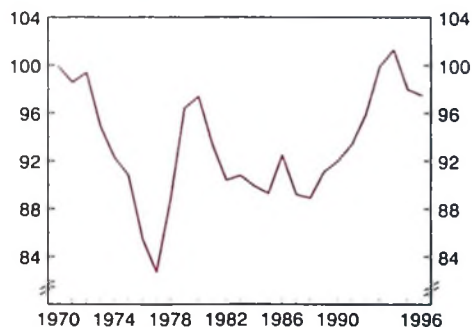
Hvilke faktorer påvirker konkurransevnen?

Enkelte uttalelser den senere tid synes å tyde på at det er utviklingen i valutakursen som først og fremst er av betydning for næringslivets kostnadsmessige konkurransevne. Konkurransevnen påvirkes imidlertid også av flere andre faktorer enn bare valutakursen. I et *langsiktig* perspektiv må stabiliteten i økonomien generelt, og opprettholdelsen av et konkurranseutsatt næringsliv spesielt, særlig ses i sammenheng med hvordan bruken av oljeinntektene påvirker økonomien.

Dette kan illustreres ved et tilbakeblikk på vår nære økonomiske historie. Etter 1970 har vi hatt to perioder med klar svekkelse av konkurransevnen. Den første fant sted på 1970-tallet, da konkurransevnen - målt ved relative lønnskostnader i felles valuta - svekket seg med nærmere 20 prosent. Forverringen av konkurransevnen i denne perioden skyldtes en kombinasjon av motkonjunkturpolitikk, vedvarende press i arbeidsmarkedet og dessuten at vi over en periode var knyttet til tyske mark - og dermed fikk en styrkelse av kronkursen i forhold til mange av våre øvrige handelspartnere. Bakgrunnen for denne utviklingen var blant annet det faktum at Norge var blitt en oljenasjon, noe som også gjorde det mulig å finansiere underskudd i statsfinansene med låneopptak i utlandet til gunstige rentevilkår.

Den andre perioden med svekkelse av konkurransevnen omfatter mesteparten av 1980-årene. Også da var norsk økonomi preget av oljerikdom, sterk vekst i etterspørselen og etter hvert også knapphet på arbeidskraft. Fra 1980 til 1988 ble kronkursen overfor våre handelspartnere svekket med til sammen 12 prosent, noe som isolert sett burde ha bidratt til å bedre konkurransevnen overfor utlandet. Men svekkelsen av kronkursen kunne likevel ikke hindre at konkurransevnen - denne gangen på grunn av en vedvarende høy lønnsvekst - ble forverret med nærmere 10 prosent fra 1980 og fram til og med 1988.

Figur 5.
Konkurransevne målt ved relative lønnskostnader i felles valuta
Indeks 1970 = 100.



Kilde: OECD, IMF, SSB, Finansdepartementet og Norges Bank.

Konkurransevnen er i figuren målt ved industriens effektive kronkurs deflatert med relative lønnskostnader. Når indeksen faller i figuren, svekkes konkurransevnen. Målt på denne måten, er konkurransevnen nå om lag på samme nivå som ved begynnelsen av 1970-tallet.

Utviklingen i konkurranseevnen gikk i 1980-årene med andre ord i motsatt retning av det den nominelle kronkursen skulle tilsi. Dessuten ble den norske prisstigningen også vesentlig høyere enn blant våre handelspartnere.

I de to periodene med sterk bedring av konkurranseevnen - i slutten av 1970-årene og mellom 1988 og 1994, var lønnsveksten i Norge derimot klart lavere enn hos handelspartnerne. Heller ikke i disse periodene var det noen entydig sammenheng mellom utviklingen i kronkursen og utviklingen i konkurranseevnen. Riktignok kan bedringen av konkurranseevnen mot slutten av 1970-årene, i tillegg til blant annet en pris- og lønnsstopp, i noen grad forklares med en viss svekkelse av kronen. Men den vesentlige forbedringen som fant sted i 1990-årene, skjedde som vi vet på bakgrunn av en i all hovedsak stabil kronkurs.

Noe av årsaken til dette er å finne i måten arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen har fungert på. Knapphet på arbeidskraft og kraftig vekst i etterspørselen - og dessuten en betydelig prisstigning - er faktorer som gjennomgående tilsier en betydelig forverring av konkurranseevnen. Tilsvarende viser erfaringene at konkurranseevnen har en tendens til å bedres når arbeidsmarkedet er mindre stramt, veksten i etterspørselen er dempet og prisstigningen er lav.

Disse faktorene har tradisjonelt vært sterkt påvirket av hvordan finanspolitikken innrettes. Økt bruk av oljeinntektene vil føre til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra skjermte næringer, og dermed redusere de ressursene i økonomien som er tilgjengelige for konkurranseutsatt virksomhet. Hvis det på denne måten oppstår et press i økonomien, vil pris- og kostnadsveksten etter hvert øke og konkurranseevnen svekkes. Særlig erfaringene fra 1980-årene tyder på at en slik forverring kan inntreffe nokså uavhengig av hva som på kort sikt skjer med kronkursen.

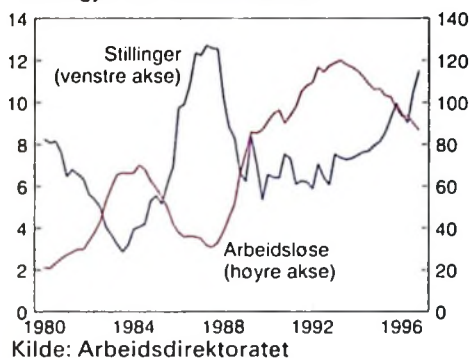
Jeg ønsker ikke med dette å si at kronkursen er uten betydning for konkurranseevnen. Men våre tidligere erfaringer er nødvendige å ha med seg når en skal vurdere de samlede virkningene av den økonomiske politikken. Disse erfaringene viser at det hjelper lite å få kronkursen tilbake på plass, dersom vi ikke samtidig makter å gjennomføre en tilstrekkelig stram finanspolitikk.

Konjunkturer og pengepolitikk

I dagens situasjon vil en innretning mot kursstabilitet innebære at pengepolitikken virker i retning av å stimulere den rentefølsomme etterspørselen innenlands. Finanspolitikken må dermed innrettes med sikte på å motvirke store utslag i konjunktorene, slik at veksten i etterspørselen ikke blir for sterk.

For å understreke betydningen av dette, kan det være verd å minne om at slike store konjunkturutslag tidligere har hatt langvarige effekter på sysselsettingen, både i Norge og i andre land. Det er en internasjonal erfaring at arbeidsledigheten går lettere opp enn ned. Det kan se ut til at perioder med høy

Figur 6.
Arbeidsløse og ledige stillinger
Sesongjustert. Antall i tusen



arbeidsledighet bidrar til å svekke kompetansen i deler av arbeidsstyrken og øke faren for mistilpasninger på arbeidsmarkedet. I tillegg kan stivheter i arbeidsmarkedet gjøre at lønningene tilpasses et sysselsettningsnivå tilsvarende de som er i arbeid, og ikke det som sikrer lav ledighet. Slike mekanismer har trolig bidratt til at arbeidsledigheten i Europa har hatt en tendens til å øke over tid.

Også i Norge kan en nå spore mistilpasninger i arbeidsmarkedet. Det har lenge vært mangel på arbeidskraft innenfor helse- og omsorgssektoren. Det nye er at til tross for fortsatt høy ledighet, synes det nå å være knapt med ledig arbeidskraft innenfor blant annet bygg og anlegg og deler av industrien. En annen indikasjon på at mistilpasningen kan ha økt i løpet av de siste ti årene, får vi hvis vi sammenlikner forholdet mellom ledige stillinger og antallet registrerte arbeidsledige nå og under forrige høykonjunktur midt på 1980-tallet.

Selv om vi skal være forsiktige med å tolke disse tallene, er antallet registrerte arbeidsledige fortsatt nær tre ganger så høyt som midt på 1980-tallet, mens antallet ledige stillinger nå er nær toppnivået i 1987. Denne utviklingen kan tyde på at noe av arbeidsledigheten skyldes at ledige jobber i stigende grad ikke passer til de lediges kvalifikasjoner, eller at det er store forskjeller mellom arbeidsmarkedene i ulike deler av landet. I så fall er kanskje dagens arbeidsmarked i større grad preget av knapphet på arbeidskraft enn en skulle tro ut fra nivået på arbeidsledigheten.

Et tilleggsmoment er at yrkesdeltakingen i Norge - på nærmere 73 prosent av hele befolkningen mellom 16 og 74 år - nå er rekordhøy. Vi kan dermed ikke basere oss på at veksten i sysselsettingen i samme grad som hittil vil motsvares av en sterk økning i arbeidsstyrken.

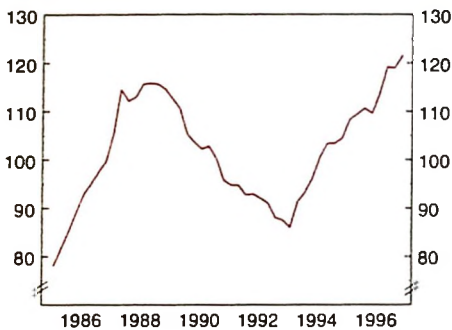
Samlet sett er det grunn til å regne med at en ytterligere sterk vekst i etterspørselen i tiden fremover raskere vil kunne slå ut i pris- og kostnadsvekst enn det vi har sett hittil i 1990-årene.

Norges Banks anslag - som er basert på utviklingen før de siste rentenedsettelsene - indikerer en moderat, men jevn økning i lønns- og prisveksten i de nærmeste årene, slik at prisstigningen ved århundreskiftet vil kunne ligge rundt 3 prosent. At prisstigningen likevel vil kunne holde seg så vidt lav etter nærmere et tiår med vekst, skyldes i stor grad at landene rundt oss fortsatt ser ut til å få meget lav prisstigning i årene fremover.

Det er vanskelig å vurdere hvor store de realøkonomiske effektene blir av nedgangen i rentenivået den senere tiden. Effektene avhenger blant annet både av utslagene i prisene på ulike formuesobjekter og hvordan økningen i formuesprisene slår ut i forbruk og investeringer.

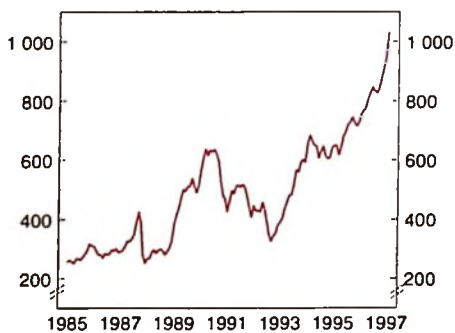
I Norge formidles en stor del av virkningen av renten via boligmarkedet. Renten påvirker kostnadene ved å kjøpe bolig, og dermed også prisen som boligkjøperne har mulighet til å betale. Siden den samlede boligmassen er tilnærmet gitt på

Figur 7.
Boligpriser
Indeks 1990 = 100



Kilde: ECON

Figur 8.
Oslo Børs totalindeks
Januar 1985 – januar 1997



Kilde: Oslo Børs

kort sikt, fører dermed en rentenedgang til en økning i boligprisene. Først etter noe tid gir dette opphav til en økning i boligbyggingen og til en utvidelse av boligmassen.

Når boligprisene øker, betyr det for de aller fleste husholdninger at deres samlede formue også øker, siden de fleste norske husholdninger eier sin egen bolig. Slik formuesøkning har erfaringsmessig slått ut i høyere privat forbruk over tid. For noen innebærer den en anledning til å refinansiere boligen og derved oppnå rimeligere lånevilkår, noe som i neste omgang kan slå ut i økt forbruk. Noen vil også kunne ta opp nye lån med pant i boligen for å finansiere andre investeringer, for eksempel kjøp av bil eller andre varige forbruks-goder.

Generelt medfører en rentenedgang at husholdningene får økt sine muligheter til å betjene en større gjeld, i hvert fall på kort sikt. Men heri ligger også en risiko for at husholdningenes finansielle situasjon kan bli svekket når renten igjen måtte stige.

Prisene på bruktboliger - målt i nominelle termer - økte med 11 prosent på årsbasis fram til og med fjerde kvartal i fjor. Husholdningenes boligformue kan forsiktig anslås til rundt 700 milliarder kroner. Boligprisveksten det siste året har dermed gitt husholdningene en nominell formuesgevinst på om lag 70 milliarder kroner. Over tid må vi altså regne med at noe av denne formuesgevinsten fører til en økning i det private forbruket.

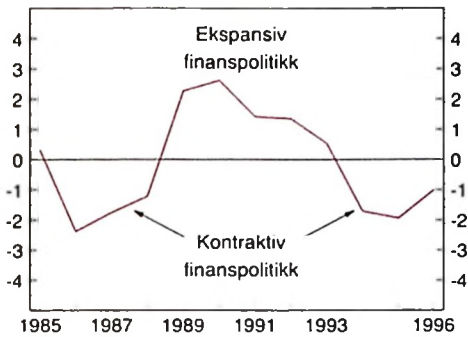
Lignende mekanismer gjør seg gjeldende i andre deler av økonomien, blant annet knyttet til egenkapitalsituasjonen i næringslivet og kommunenes finansieringskostnader. Både bedriftenes og kommunenes investeringsnivå blir også påvirket av rentendringer. Størrelsen på disse virkningene er imidlertid svært usikker.

En indikator på utviklingen i publikums og næringslivets finansformue, og også på muligheten til å få inn ny egenkapital, kan være utviklingen i aksjeverdier. Aksjeverdier på Oslo Børs steg i løpet av 1996 med over 30 prosent. Med unntak av Helsinki og Reykjavik var dette den sterkeste verdistigningen på noen europeisk børs.

Når formuesprisene vokser så sterkt, kan det tyde på en økende risiko for «finansielle bobler», der den nominelle verdiveksten ikke nødvendigvis representerer en tilsvarende permanent økning i underliggende realverdier. Dette kan være en ustabil situasjon. Risikoen stiger for at bedrifter og husholdninger overvurderer sine reelle formuer, og eksponerer seg for mye på gjeldssiden.

Vi har dårlig veiledning i våre modeller og annet erfaringsmateriale til å tallfeste virkningene av rentendringer. Det skyldes dels at det generelt er vanskelig å finne stabile sammenhenger som kan forklare utviklingen i den finansielle sparingen og i investeringene. Dels er det også slik at vi gjennom de store endringene i finansmarkedene det siste tiåret ikke nødvendigvis kan trekke sterke konklusjoner på grunnlag av tidligere erfaringer, spesielt ikke erfaringene fra før kredittreguleringen ble opphevet midt på 1980-tallet.

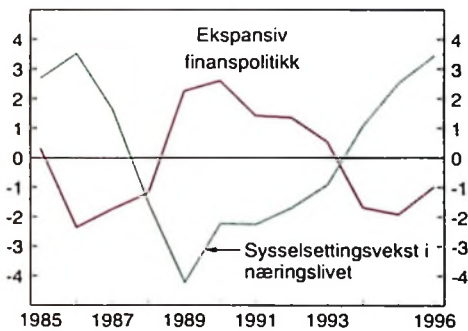
Figur 9.
Endring i aktivitetskorrigert underskudd
Prosent av BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet

Innretningen av finanspolitikken er målt ved endringer i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte budsjettunderskuddet som andel av BNP for Fastlands-Norge. Positive tall innebærer økt underskudd og en ekspansiv finanspolitikk. Negative tall innebærer redusert underskudd og en kontraktiv finanspolitikk.

Figur 10.
Finanspolitikk og sysselsetting
Prosent av BNP for Fastlands-Norge og
årlig prosentvis vekst



Kilde: Finansdepartementet, SSB og Norges Bank

Figuren viser endring i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte underskuddet (jf. figur 9) og vekstrater for sysselsettingen i næringslivet. Ekspansiv finanspolitikk har gjennomgående falt sammen med nedgang i sysselsettingen (negative vekstrater), mens kontraktiv finanspolitikk gjennomgående har falt sammen med vekst i sysselsettingen.

Samspeillet mellom finans- og pengepolitikken

Derimot gir våre erfaringer et - riktig nok noe usikkert - grunnlag for å analysere sammenhengene mellom finans- og pengepolitikken og hvordan disse to delene av den økonomiske politikken har påvirket konjunkturutviklingen det siste tiåret.

Norge sto i en relativt gunstig statsfinansiell situasjon ved utgangen av 1980-årene, blant annet takket være de høye oljeinntektene. Dette gjorde det mulig å legge om finanspolitikken i ekspansiv retning i 1989. Målt ved det aktivitetskorrigerte underskuddet, gav finanspolitikken en stimulans til den samlede etterspørselen på over 7 prosent av BNP for Fastlands-Norge i årene 1989-1992. Sysselsettingen i staten og i kommunene økte betydelig. Samtidig stimulerte denne politikken den private delen av økonomien.

Til tross for den ekspansive finanspolitikken, fortsatte imidlertid lavkonjunkturen i Norge fram til og med 1991, og ledigheten nådde sitt høyeste nivå - på om lag 6 prosent - først i 1993. Sysselsettingen i næringslivet begynte ikke å vokse for alvor før i 1994. En viktig årsak til at nedgangen ble så langvarig, var den kraftige gjeldskonsolideringen som fant sted i privat sektor. De ekspansive impulsene fra finanspolitikken, som normalt ville gitt økt sysselsetting også i næringslivet, ble mer enn oppveiet av denne gjeldskonsolideringen.

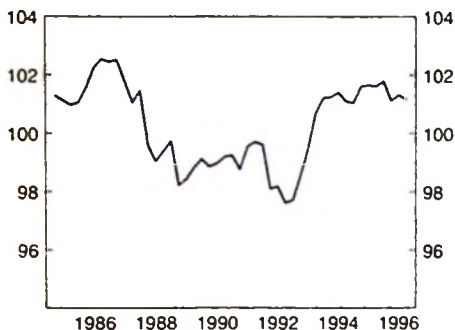
Når konsolideringen av gjelden tok så lang tid, hang det også sammen med innretningen av penge- og valutapolitikken i denne perioden. Norge fulgte, i likhet med de andre nordiske landene, en fastkurspolitikk som bandt pengepolitikken til renteutviklingen i Tyskland og resten av Europa. På grunn av høykonjunkturen i forbindelse med den tyske samlingen, var rentenivået i Tyskland høyt ved inngangen til 1990-årene. Dette førte til at land som var knyttet til D-marken også fikk høye realrenter.

Når en sammenholder innretningen av pengepolitikken med utviklingen i sysselsettingen, synes det nokså klart at pengepolitikken gjennomgående har virket ekspansivt i høykonjunkturer og kontraktivt i lavkonjunkturer.

Det er med andre ord et gjennomgående trekk at innretningen av pengepolitikken i Europa har ført til at pengepolitikken i Norge ikke har vært tilpasset den norske konjunktursituasjonen. I midten av 1980-årene var den norske høykonjunkturen langt mer markert enn ellers i Europa og prisveksten sterkere. Dette førte til at realrenten ble lav i Norge, og pengepolitikken virket ekspansivt. Mot slutten av 1980-årene og først på 1990-tallet var det lavkonjunktur i Norge, mens høykonjunkturen i Tyskland gav et høyt norsk realrentenivå og en kontraktiv pengepolitikk. Nå er situasjonen igjen den at Norge er i en høykonjunktur, samtidig som lav vekst på kontinentet bidrar til relativt lave realrenter og en ekspansiv pengepolitikk i Norge.

Vi kan altså konstatere at pengepolitikken i Norge de siste ti årene gjennomgående har medvirket til å forsterke konjunkturutviklingen, og derved stort sett motvirket de stabiliserende effektene av finanspolitikken. Jeg kan vel trygt si at dette fortsatt er tilfellet, etter at vi nå har redusert renten betydelig.

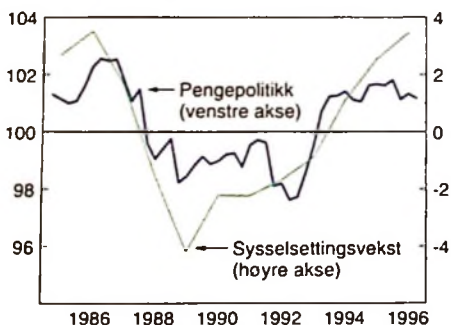
Figur 11.
Pengepolitikk
Indeks 1993 = 100



Kilde: Norges Bank

Den samlede innretningen av pengepolitikken er beregnet med utgangspunkt i Norges Banks monetære indeks (MCI). Realrenten etter skatt er gitt vekt 3/4 og reell effektiv valutakurs (industriens effektive kronkurs deflatert med relativ prisvekst) er gitt vekt 1/4. Når indeksen stiger, virker pengepolitikken ekspansivt, og motsatt; når indeksen faller, virker pengepolitikken kontraktivt.

Figur 12.
Pengepolitikk og sysselsetting
Indeks og årlig prosentvis vekst



Kilde: SSB og Norges Bank

Figuren viser indeksen for pengepolitikken (jf. figur 11) og vekstrater for sysselsettingen i næringslivet. Målt på denne måten, har ekspansiv pengepolitikk gjennomgående falt sammen med vekst i sysselsettingen, mens kontraktiv pengepolitikk gjennomgående har falt sammen med nedgang i sysselsettingen (negative vekstrater).

Et spørsmål man kan stille seg er om pengepolitikken ikke bare har forsterket konjunktorene, men også i betydelig grad vært noe av drivkraften bak. Dette spørsmålet er ikke enkelt å besvare. Også andre faktorer - som blant annet oljeinvesteringer og konjunktorene i utlandet - er med og påvirker konjunkturutviklingen i Norge. Det som synes klart, er at de kraftige endringene i realrenten må ha spilt en vesentlig rolle for styrken både i oppgangs- og nedgangs-konjunktorene.

Et moment som kan bidra til å belyse dette spørsmålet, er hvordan utviklingen i den rentefølsomme delen av næringslivet har bidratt til svingningene i sysselsettingen. Jeg tror spesielt utviklingen i bygg- og anleggsnæringen, som er blant våre mest rentefølsomme sektorer, kan illustrere dette. Sysselsettingen i bygg og anlegg steg med nær 25 000 personer fra gjennomsnittsnivået først på 1980-tallet til 1987, med et påfølgende fall på over 50 000 personer til 1993, da sysselsettingen nådde et bunnpunkt.

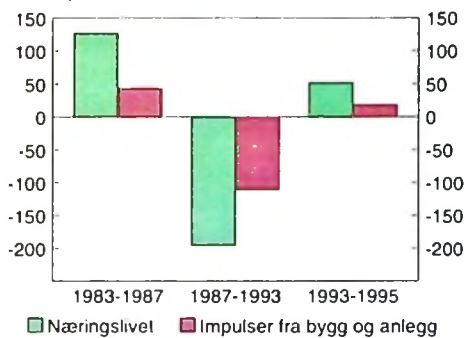
Gjennom varekryssløpet mellom ulike produksjonssektorer kan en endring i etterspørselen som direkte sysselsetter tusen personer i bygg- og anleggsnæringen, anslås å bidra med rundt 750 arbeidsplasser i resten av næringslivet - hovedsakelig innen industri, varehandel og transport. Ringvirkningene av svingninger i bygg- og anleggssektoren er således betydelige. Når vi tar hensyn til disse ringvirkningene, har bygg- og anleggssektoren stått for mellom 30 og 50 prosent av svingningene i den samlede sysselsettingen i næringslivet de siste femten årene.

Før noen trekker forhastede slutninger på grunnlag av disse betraktningene, vil jeg minne om at forholdet mellom penge- og finanspolitikken samlet sett må vurderes i lys av erfaringene tidlig i 1980-årene. Satt inn i denne sammenhengen, må vi kunne si at penge- og valutapolitikken de siste ti årene på mange måter har vært vellykket. Vi har maktet å bringe prisstigningen ned på et lavt nivå, rentedifferansen mot utlandet er eliminert og næringslivets konkurransevne er bedret. Vi har med andre ord lyktes i å gjenvinne troverdigheten i pengepolitikken, og en stabil valutakurs har fungert som et nominelt anker for inntektsoppgjørene.

Jeg mener imidlertid også det er grunnlag for å si at denne innretningen av pengepolitikken har hatt en kostnad. Som vi har sett, tyder mye på at pengepolitikken i betydelig grad har vært med på å forsterke de store konjunkturutslagene vi har hatt i Norge de siste ti årene. At slike effekter vil kunne forekomme når en velger et kursmål i pengepolitikken, er verken nytt eller overraskende. Det er et moment som inngår i avveiningen av sterke og svake sider ved ulike regimer i pengepolitikken.

Et system med stabil valutakurs innebærer at ansvaret for stabiliseringspolitikken tillegges finanspolitikken. Finanspolitikken har da også gjennomgående motvirket konjunktorene det siste tiåret, og således virket stabiliserende. En viktig erkjennelse ser imidlertid ut til å være at selv ikke betydelige

Figur 13.
Sysselsettingsvekst
 1000 personer



Kilde: SSB og Norges Bank

omlegginger av finanspolitikken i denne perioden har kunnet forhindre relativt store konjunkturutslag.

En utfordring

Det synes klart at pengepolitikken i den nærmeste tiden vil bidra til ytterligere vekst i etterspørselen innenlands. Dersom denne innretningen av pengepolitikken får slå gjennom i den innenlandske økonomien, må vi regne med at høykonjunkturen i sektorer rettet mot innenlandske markeder kan bli mer markert. Vi må også regne med at denne høykonjunkturen kan bli avløst av en lavkonjunktur og nedgang i sysselsettingen. Både i Norge og i andre land har vi erfaring for at slike svingninger i økonomien har varige virkninger, blant annet i form av en permanent økning i arbeidsledigheten. På bakgrunn av de erfaringene vi har med samspillet mellom finans- og pengepolitikken, mener jeg det er grunn til å understreke den utfordringen som innretningen av pengepolitikken nå stiller finanspolitikken overfor.

Utfordringen blir ikke mindre av at finanspolitikken også har andre oppgaver. Gjennom budsjettprosessen fastlegges de økonomiske rammevilkårene for fordelingspolitikken og for produksjonen av en rekke offentlige tjenester. Hensynet til økonomisk effektivitet og forutsigbarhet i rammevilkårene legger dessuten begrensninger på hvor langt vi kan gå i retning av sterke endringer i skatte- og stønadssatser.

Jeg må si at vanskelighetene med å tilpasse finanspolitikken til konjunktursituasjonen, som nettopp oppstår fordi finanspolitikken skal ivareta flere hensyn, gir grunn til en viss uro. Vi har vel alle i klar erindring at reduksjonen av rentefradraget i 1980-årene - som var helt nødvendig av hensyn til den langsiktige balansen i vår økonomi - ikke akkurat traff helt godt rent tidsmessig i forhold til konjunkturutviklingen. Eventuelle reformer i boligbeskatningen kan bli et parallelt eksempel, om enn ikke av samme dimensjon som de tidligere reformene av skattesystemet. I lys av hvordan pengepolitikken er innrettet, ville eventuelle lettelser i boligbeskatningen nå ikke akkurat bidra til å dempe presset i boligmarkedet.

Den nettopp avsluttede høstsesjonen i Stortinget avdekket hvilke vanskelige avveininger vår nasjonalforsamling må gå gjennom hver høst i et forsøk på å imøtekomme alle de ambisjoner og ulike hensyn som legges til grunn i utformingen av finanspolitikken.

I mitt foredrag her for et år siden la jeg vekt på å få fram hvilke langsiktige utfordringer den norske velferdsstaten står overfor, og hva som kan bli krevet av prioriteringer for at det offentlige skal kunne utføre sine oppgaver i fremtiden. Jeg forsøkte å peke på en del vanskelige avveininger vi står overfor på lang sikt, knyttet til prioriteringer av ulike offentlige ytelser som for eksempel helsetjenester og pensjoner. Disse langsiktige utfordringene legger føringer på hvordan det offentliges midler kan fordeles i fremtiden, og dermed også på mulighetene en har til å endre vesentlig på ulike budsjettposter.

Jeg søkte i min redegjørelse i fjor også å påvise at hensynet til økonomisk effektivitet legger begrensninger på muligheten for en ytterligere økning i det alminnelige skatte- og avgiftsnivået. Skatte- og avgiftskostnadenes rent konkurransemessige betydning synes dessuten stadig mer fremtredende i en verden preget av frie vare- og tjenestestrømmer og store kapitalbevegelser over landegrensene.

Generelt kan vi kanskje si at langsiktige hensyn tilsier et behov for noenlunde forutsigbare og stabile rammevilkår. Dette setter særlige krav til utformingen av en finanspolitikk som samtidig er tillagt ansvaret for stabiliseringspolitikken - et hensyn som tilsier at innretningen av finanspolitikken må kunne variere mye. Det sier seg selv at det ikke alltid vil være like enkelt å kombinere disse to hensynene.

En alternativ fremgangsmåte kunne være at en i utformingen av pengepolitikken i større grad avveiet hensynet til kursutviklingen mot hensynet til stabiliteten i økonomien for øvrig. Formålet ville være å unngå at pengepolitikken i for stor grad forsterket konjunktursvingningene, slik at realøkonomien og sysselsettingen i mindre grad ble utsatt for «sjokk» via renten, og slik at belastningen med å gjennomføre stabiliseringspolitikken i noen grad kunne fordeles mellom finans- og pengepolitikken.

Ulempen med en slik mer aktiv utforming av pengepolitikken er først og fremst at valutakursen i større grad vil følge de konjunkturrelle svingningene i økonomien. I store land, der utenrikshandelen utgjør en relativt liten andel av samlet BNP, vil valutakursendringer ha liten effekt på den generelle økonomiske utviklingen. Stabilitet i valutakursen kan dermed tillegges begrenset vekt i de store økonomiene, mens den interne stabiliteten må tillegges stor vekt. I små land med en relativt stor utenriksøkonomi vil derimot valutakursendringer ha større betydning for den innenlandske utviklingen, spesielt dersom eksportsektorene også står for en betydelig andel av sysselsettingen. Det er dermed heller ikke mulig ukritisk å overføre erfaringene fra store land med en - relativt sett - liten utenriksøkonomi til små land, som Norge, med en åpen økonomi.

Jeg innledet mine betraktninger her i kveld med å fremholde at sentralbanken har fulgt det råd som Christian Michelsen etter sigende skal ha gitt til Bjørnstjerne Bjørnson: «Nu gjelder det at holde kjæft!». Dette er selvsagt en meget kortsiktig strategi. De utfordringene vi nå står overfor gjør det kanskje like naturlig å følge Bjørnsons råd: «Nu gjelder det at holde sammen!». Eller rettere sagt: Nå gjelder det å få systemet til å holde sammen!

Da må vi først erkjenne at alle de tre hovedpilarene i den økonomiske politikken er under press fra ulike hold. Jeg har forsøkt å få fram at selv om presset akkurat nå kanskje er mest akutt på kronekursen, er problemene i vel så stor grad knyttet til den generelle stabiliseringen av den økonomiske utviklingen. I et system med stabil valutakurs er dette først og fremst finanspolitikken oppgave.

Med stabil valutakurs fungerer dessuten kursnivået som en nominell forankring for inntektsoppgjørene ved at lønnsutviklingen slår direkte gjennom på den kostnadmessige konkurranseevnen. Det er vesentlig at en nå makter å videreføre lønnsmoderasjonen, slik at ikke den sterke etterspørselsveksten slår ut i økende lønns- og prisstigning.

Samtidig må vi erkjenne at også partene i arbeidslivet har begrensede virkemidler til rådighet, og at de ikke med bindende virkning kan fastlegge lønnsutviklingen. Partene utøver sin innflytelse i første rekke i de sentrale inntektsoppgjørene, mens vi må anta at markedsforhold har en betydelig innvirkning når de lokale oppgjørene gjennomføres. Selv om forståelsen for lønnsmoderasjon etter hvert synes grunnfestet i store deler av befolkningen, vil en økende knapphet på arbeidskraft i forskjellige regioner og blant ulike yrkesgrupper derfor kunne påvirke lønns- og kostnadsutviklingen for næringslivet betydelig.

Jeg vil understreke at retningslinjen om stabil valutakurs ligger fast. Norges Bank har innrettet - og vil fortsatt innrette - virkemidlene i pengepolitikken i tråd med retningslinjene i valutaforskriften. Vi må samtidig innse at det å holde en stabil valutakurs ikke er noen enkel oppgave i en verden der markedets vurderinger av kursen kan slå gjennom med stor tyngde. Selv om sentralbanken eller andre kan mene og vite at markedet tar feil, vil ikke det i seg selv nødvendigvis føre til en korleksjon i markedet. For at systemet skal holde sammen, gjelder det derfor å utøve pengepolitikken med atskillig tålmodighet.

Som jeg har forsøkt å belyse her i kveld, er en stabil nominell valutakurs dessuten ikke noen garanti verken mot svingninger i konkurranseevnen eller i den økonomiske utviklingen mer generelt. Erfaringene tilsier tvert imot at en slik utforming av pengepolitikken kan forsterke de realøkonomiske svingningene, og dermed øke påkjenningene på finanspolitikken og inntektspolitikken. Dersom en i utformingen av de øvrige elementene i den økonomiske politikken ikke makter å ta høyde for de ekspansive impulsene fra pengepolitikken, vil svingningene i etterspørselen før eller senere også slå ut i pris- og kostnadsveksten innenlands, med den følge at konkurranseevnen og grunnlaget for sysselsettingen svekkes.

For at et system med stabil valutakurs skal fungere etter hensikten, er det derfor en grunnleggende forutsetning at myndighetene gjennom andre virkemidler i den økonomiske politikken lykkes i å stabilisere den økonomiske utviklingen.

NY 50-KRONESEDDDEL



Som seddel nr. 2 i seddelutgave VII ble den nye 50-kroneseddelen satt i omløp 20. januar 1997.

Det er vanlig at seddelutgavene fornyes med visse mellomrom. Dette har dels sammenheng med at produksjonsteknikkene utvikler seg etter hvert og at det stilles nye krav til f. eks. sikkerhet mot forfalskninger, og dels fordi brukernes behov forandrer seg. Utgave VII vil bestå av 5 sedler med klart forskjellige farger og størrelser, og sedlene vil øke i størrelse med stigende verdi.

200-kroneseddelen kom ut i 1994 som den første i den nye utgaven, og det tas sikte på at utskiftningene er fullførte før tusenårsskiftet.

Den nye seddelen har portrett av Peter Christen Asbjørnsen (1812-1885) på forsiden. Sammen med Jørgen Moe samlet som kjent Asbjørnsen vesentlige deler av den folkelige fortellertradisjon og ga stoffet nytt liv. Takket være denne innsatsen har vi bevart mange av våre folkeeventyr, myter og sagn for ettertiden. Illustrasjonene på seddelen tar utgangspunkt i fortellingen «En sommernatt på Krokskogen», som Asbjørnsen fikk utgitt i 1845. Seddelen er utformet av Norges Banks egne grafikere. Forsiden er 1. grafiker Sverre Morkens verk, og på baksiden har 2. grafiker Arild Yttri brukt vannliljer på et tjern for å illustrere fortellingen. Vignetten til venstre på forsiden er en vidjespenning.

På alle sedlene i utgave VII vil sentralban-

kens navn stå på begge målformene.

Det er bygget inn en rekke sikkerhetslementer i seddelen. Flere av dem kan kontrolleres med det blotte øye eller ved hjelp av enkle tekniske hjelpemidler. Portrettet er gjengitt som et løpende vannmerke på siden av seddelen utenfor illustrasjonene, og kommer fram sammen med en sikkerhetstråd om seddelen holdes opp mot lyset. Opp mot lyset vil videre den geometriske figuren bak portrettets nakkeparti ses sammen med den tilsvarende figuren på baksiden og fortone seg helt utfylt og symmetrisk. Spindelvevet på forsiden inneholder en skjult N som fremkommer om seddelen holdes på skrå opp mot lyset, og trykkmotoden gir portrettet en spesiell skarphet og klarhet. Seddelpapir lages av bomull, som fører til at det føles hardt og «knytrende». Papiret har UV-fluorescerende trykk på begge sider, som vil lyse opp sammen med enkelte papirfibre om seddelen utsettes for ultrafiolett lys fra en UV-lampe. Slike lamper finnes i bankene og på postkontorene.

Den nye 50-kroneseddelen er noe mindre enn forgjengeren, som hadde portrett av Aasmund Olavsson Vinje: 128x60 mm mot 135x67 mm. Den gamle seddelen er gyldig som betalingsmiddel i ett år etter kunngjøring i Norsk Lovtidend 28.01.97, og vil kunne veksles inn i Norges Bank i ytterligere ti år etter det.

NY 5-KRONEMYNT / POSTEN 350 ÅR



Advers



Revers

Posten, en av landets aller eldste bedrifter, feirer i år sitt 350-årsjubileum. Jubileet vil bli markert gjennom en rekke aktiviteter, seminarer og andre arrangementer over hele landet, med en jubileumsutstilling i Sjølystsenteret i Oslo i tiden 16.-21. april som hovedarrangement.

Det var ønsket om en hurtigere postgang som var drivkraften bak utviklingen av landets infrastruktur innen samferdsel. Allerede fra 1642 var det blitt arbeidet med å få til en postrute mellom København og Christiania, men starten på det egentlige Postverket i Norge skjedde 17. januar 1647, da hollenderen Henrik Morian fikk i oppdrag å sette i gang Københavnruten og tre ruter innenlands. Senere befalte de dansk-norske myndighetene at veiene i Norge skulle utbedres for å få posten raskere frem, og i 1827 ble Postverket landets første dampskipsreder da «Constitutionen» og «Prinds Carl» ble anskaffet for Postens regning. Da jernbanen kom i 1854, fastslo jernbaneloven at posten over land skulle sendes med jernbanen, og at poståpneriene skulle legges til jernbanestasjonene. Den første telegraflinjen ble opprettet i 1855 mellom Christiania og Drammen, og i løpet av 15 år var alle landets byer og ladesteder forenet via telegraf. Telegrafnet ble opprinnelig lagt direkte inn under Postvesenet. Ønsket om en raskere postgang mellom Sør- og Nord-Norge var en sterkt medvirkende årsak til at Hurtigruten ble etablert i 1893. I 1920 fikk Posten vinger, da den første flyruten ble opprettet mellom Oslo, Horten, Arendal og Kristiansand. Postens distribusjonsnett er under stadig omlegging for å tilpasse seg tidenes vekslende behov. Ved utgangen av 1998

vil det i Norge være omkring 900 postkontorer og 450 postfilialer drevet i samarbeid med andre, samt 2.500 landpostbud.

Som en markering av Postjubileet gir Norges Bank 5-kronemynten 1997 en spesiell utforming av preget. Hovedmotivet på revers en postrytter etter en elfenbenstatuett fra slutten av 1600-tallet. Opprinnelsen til statuetten er noe uklar, men det antas at den er skåret ut av Halvor Andersen. Den befinner seg i dag i Videnskapsmuseet i Trondheim.

Norges Bank setter mynten i sirkulasjon 16. april, i forbindelse med åpningen av jubileumsutstillingen på Sjølyst. Den ordinære 5-kronemynten blir ikke preget i 1997.

Den Kongelige Mynt planlegger i år å produsere 90 000 vanlige myntsett og 12 000 proofmyntsett der denne 5-kronemynten inngår, den blir dessuten pakket i plastkassetter i et antall av 12 000.

Myntens data:

Diameter:	29,5 mm
Vekt:	11,5 g
Legering:	75%Cu, 25%Ni

Preg:

Advers: Den norske løve.

Til venstre NORGE plassert vertikalt med nedre bokstavlinje mot motivet. Under motivet valørbetegnelsen 5 og KR delt av løvens venstre bakben. Bak løven Den Kongelige Mynts merke - korslagt hammer og bergsjern - over myntdirektørens merke JEJ (Jan Erik Johansen).

Revers: En postrytter etter en elfenbenstatuett fra slutten av 1600-tallet, med omskriften POSTEN SKAL FRAM og årstallene 1647 · 1997. Bak hestens venstre forben kunstnerens signatur: IAR (Ingrid Austlid Rise).

Rand: Glatt

Rådgiver Harald Karlsen, rådgiver Sindre Weme og konsulent Inger Anne Nordal, Avdeling for finansiell analyse og struktur i Norges Bank

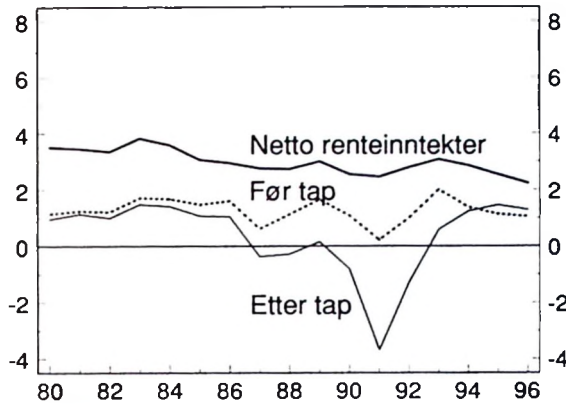
Artikkelen inneholder en gjennomgang av resultatutvikling, balanseutvikling og kapitaldekning i forretningsbankene, sparebankene, kredittforetakene og finansieringsselskapene. Hovedvekten er lagt på utviklingen i 1996 sammenlignet med året før. Avsnitt 1 inneholder en oppsummering av hovedinntrykkene for 1996. Avsnitt 2 gir en relativt detaljert omtale av resultatutvikling, balanseutvikling og kapitaldekning i de fire institusjonsgruppene, med hovedvekt på bankene. Analysene er basert på foreløpige tall for 1996 fra finansinstitusjonene. Det er foretatt beregninger av hva bankenes resultater ville blitt i en situasjon med et «normalt» tapsnivå. Avsnitt 3 inneholder en nærmere omtale av utviklingen i bankenes utlån.

1 Hovedinntrykk

- Den positive utviklingen i norsk økonomi fortsatte i 1996, med høy BNP-vekst. Oljeprisen lå i 1996 i gjennomsnitt ca. 24 prosent over 1995-prisen, samtidig som utvinningen økte. Det var også relativt stor vekst i privat konsum og boliginvesteringer. Eksporten av tradisjonelle varer økte i forhold til 1995. Investeringsveksten i Fastlands-Norge fortsatte i 1996, og det forventes en fortsatt økning i 1997, men deretter avtagende vekst.
- 1996 var et år med høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi. Dette resulterte i økt transaksjonsvolum og kredittetterspørsel. Utlånene fra finansinstitusjonene har samlet sett økt markant i løpet av 1996. Utlånsveksten skyldes den generelt positive økonomiske utvikling og det lave rentenivået. Det er også mulig at det fremdeles er et oppdemmet behov for investeringer i både næringsliv og husholdninger, og at dette er medvirkende til utviklingen.
- Utlånsveksten i kroner har i 1996 vært betydelig sterkere enn innskuddsveksten, og finansieringsgapet er for en stor del finansiert med innskudd fra utenlandske investorer. Valutainnskudd er i hovedsak valutakurssikret. Sparebankene har også finansiert en vesentlig del av kapitalbehovet i sertifikat- og obligasjonsmarkedene.
- Sparebankene fikk en lavere vekst i innskudd i 1996, og det er ikke usannsynlig at bankene vil få redusert innskuddsvekst framover. Det lave rentenivået stimulerer til andre former for sparing enn den tradisjonelle banksparing. Dette vil kunne føre til et ytterligere press på rentemarginen hvis husholdningene øker sparingen i spareformer med andre avkastnings-/risikokarakteristika enn det tradisjonelle bankinnskuddet. Rentemarginen på innskudd ble kraftig svekket i fjerde kvartal 1996.
- Gjeldsbetjeningsevnen for husholdninger og foretak forble i gjennomsnitt relativt uendret i 1996. Den sterke økonomien og rentefallet har ført til en fortsatt stigning i eiendomsprisene i 1996 og således bedret bankenes pantegrunnlag. God gjeldsbetjeningsevne og økt verdi på en stor del av pantesikkerhetene gjorde at bankene i 1996 kunne bokføre tap rundt null. Det er imidlertid en trend i retning av økende gjeldsfinansiering i så vel foretak som husholdningssektoren, og dette øker sektorenes renteeksponering. De årsresultat for 1996 som hittil er publisert for børsnoterte foretak, har i sum vist en negativ utvikling i forhold til 1995. Hvis resultatutviklingen ikke snus, vil svakere resultater over tid kunne øke bankenes tap. Et siste moment er at tilbakeføringer av tidligere års tapsavsetninger er sterkt redusert, og en må derfor forvente økte tap i fremtiden. Denne trenden ble tydeliggjort i siste kvartal 1996 for sparebankene, som hadde en klar økning i tap på utlån og garantier. Normaliserte tap antas å være mellom 0,5 og 0,8 prosent av utlånene.

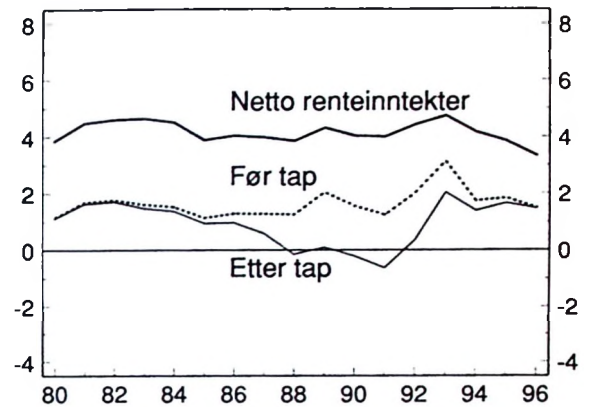
Figur 1. Netto renteinntekter og driftsresultat i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

a. Forretningsbanker



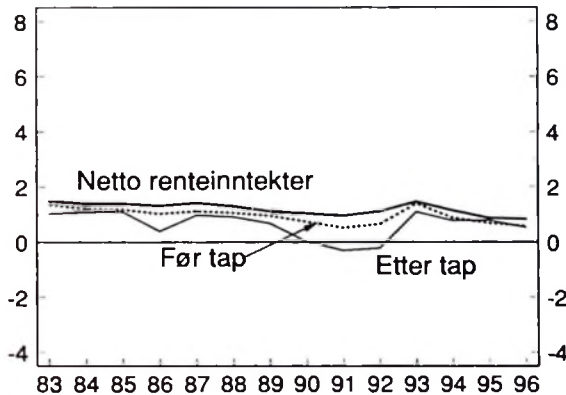
Forretningsbankenes driftsresultat etter tap nådde et toppnivå i 1983 og var deretter i en fallende trend fram til 1991. I 1991 nådde driftsresultatet etter tap et bunn-nivå som følge av store tap og nedskrivninger på anleggsmidlene. Siden 1993 har forretningsbankene hatt et positivt driftsresultat etter tap. Driftsresultatet etter tap var svakere i 1996 enn i 1995. Dette skyldes i hovedsak svakere rentenetto og reduserte tilbakeføringer på tidligere års tapsavsetninger. Tapene i forretningsbankene var fremdeles negative i 1996.

b. Sparebanker



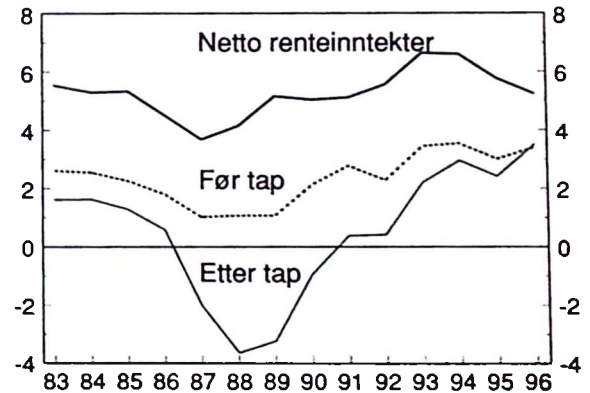
Sparebankenes driftsresultat etter tap nådde et toppnivå i 1982 og var deretter i en fallende trend fram til 1991. 1991 var bunnåret også for sparebankene, som i likhet med forretningsbankene også bokførte store tap og tok nedskrivninger på anleggsmidlene. Sparebankene har siden 1992 hatt et positivt driftsresultat etter tap. Driftsresultatet etter tap var svakere i 1996 enn i 1995. Årsaken til dette er i hovedsak en fortsatt svekkelse av rentenettoen p.g.a. betydelig redusert rentemargin på innlånsiden. Dette gjelder også for forretningsbankene.

c. Kredittforetak



Kredittforetakene som gruppe hadde positivt driftsresultat etter tap på hele 1980-tallet. I perioden 1990-92 var driftsresultatet negativt som følge av store tap. Kredittforetakene har siden hatt et positivt driftsresultat etter tap, men 1996 var resultatmessig et dårligere år enn 1995 grunnet redusert rentenetto og en økning i tapene. Kredittforetakene har også redusert sin forvaltningskapital de siste år som følge av omstruktureringer i finansnæringen.

d. Finansieringsselskap



Finansieringsselskapenes driftsresultat etter tap lå tidlig på 1980-tallet på linje med bankenes. Finansieringsselskapene møtte problemene på 1980-tallet tidligere enn bankene og hadde negativt driftsresultat etter tap i perioden 1986-91. Finansieringsselskapene har hatt positive resultater etter tap siden 1991. 1996 ble et resultatmessig vesentlig bedre år for finansieringsselskapene enn 1995. Årsaken til dette er reduserte driftskostnader, reduserte tap og en økning i verdipapirgevinstene. Rentenettoen ble svekket også i 1996.

— Konkurransen i det norske finansmarkedet er blitt ytterligere skjerpet i 1996. Dette er en følge av stadig større internasjonal konkurranse og økt konkurranse i form av etableringen av finanskonsern som konkurrerer i hele markedsspektret. Et eksempel på dette er de forsikringseide bankene. Konkurransen fra utenlandske banker er særlig intens i verdipapirmarkedet og i forholdet til de store foretakene. Rentemarginen har vist en nedadgående trend siden 1993. Flere aktører i næringen har møtt utviklingen ved å iverksette tiltak som kostnadskutt, økte teknologiinvesteringer og innovativt arbeid for å øke andre typer inntekter. De største finansinstitusjonene synes å ha en likeartet strategi, som innebærer å være en «full service»-bank, dvs. tilby alle produkter. Den økte konkurransen og internasjonaliseringen har satt fart i debatten om fremtidig struktur i finansmarkedet.

De viktigste momentene i finansinstitusjonenes utvikling i 1996 kan beskrives slik:

- Forretningsbankene hadde i 1996 et resultat av ordinær drift på 5 885 millioner kroner, tilsvarende 1,28 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK). Sparebankenes resultat var 4 429 millioner kroner, tilsvarende 1,46 prosent av GFK. Begge gruppers resultat gikk ned i prosent av GFK i forhold til 1995, med størst svekkelse i sparebankene. Nedgangen skyldes for begge grupper i hovedsak reduksjon i rentenettoen. Sparebankene hadde en liten økning i andre inntekter og forretningsbankene en mindre reduksjon, begge grupper reduserte kostnadene noe som andel av GFK. Det ble også i 1996 avsatt betydelige midler til omstillingstiltak. Forretningsbankene bokførte negative tap og sparebankene marginalt positive tap.
- Nedgangen i rentenettoen utgjorde h.h.v 0,18 og 0,39 prosentpoeng for forretnings- og sparebankene. Nedgangen i rentenettoen skyldes redusert rentemargin på innskuddsiden som følge av økt konkurranse. I innskuddsmarkedet møter bankene en stadig hardere konkurranse fra andre spareformer, særlig sparing i verdipapirfond har vist en sterk økning i 1996.
- Tapssituasjonen i 1996 må betraktes som

ekstraordinær med negative bokførte tap i størrelsesorden 0,19 prosent av GFK i forretningsbankene. Størrelsen på de negative tapene er imidlertid redusert i forhold til 1995. Sparebankenes bokførte tap var 0,08 prosent av GFK.

De lave tapene skyldes tilbakeføringer på tidligere års tapsavsetninger og reduksjon i tap som ikke er dekket av tidligere tapsavsetninger.

- Normale tap antas å utgjøre mellom 0,5 og 0,8 prosent av utlån. Normale tap ville brakt egenkapitalrentabiliteten før skatt i både forretnings- og sparebankene ned til noe over 9 prosent hvis høyeste tapsanslag legges til grunn. Tallene ovenfor er også basert på en normalisering av valuta- og verdipapirgevinstene, dette gjør dog små utslag i 1996. Beregninger viser at nærmere halvparten av forretningsbankene og ca. 65 prosent av sparebankene ville ha fått en egenkapitalrentabilitet etter skatt lavere enn 10 prosent dersom en legger til grunn normaliserte tap på 0,2 prosent av brutto utlån til personmarkedet og 0,7 prosent av brutto utlån til næringsmarkedet, og samtidig legger til grunn normaliserte skatter.
- Kredittforetakene og de 16 største finansieringsselskapenes resultat av ordinær drift var i 1996 på henholdsvis 0,53 og 3,48 prosent av GFK. Kredittforetakenes resultat ble redusert med 0,22 prosentpoeng i forhold til 1995, mens finansieringsselskapene økte med 0,97 prosentpoeng. Begge grupper reduserte sin forvaltningskapital i hovedsak som følge av at noen finansforetak helt eller delvis er innlemmet i morbank.
- Utlånsveksten i 1996 var relativt høy og økte i forhold til 1995. Forretnings- og sparebankene hadde en utlånsvekst (ekskl. utlån til finansinstitusjoner) på henholdsvis 14,6 og 12,4 prosent. Dette er den høyeste utlånsveksten siden 1987. Tallene for forretningsbankene er i noen grad påvirket av at noen finansforetak helt eller delvis er innlemmet i morbank. Kredittforetakene og finansieringsselskapene reduserte følgelig sine utlån i 1996.
- Kapitaldekningen i 1996 tilfredsstilte de formelle krav med god margin for alle fire grupper av finansinstitusjoner.

2 Utviklingen i de enkelte finansinstitusjonsgruppene

Forretningsbanker

Resultat. Forretningsbankenes (morbank)¹⁾ resultat av ordinær drift var i 1996 på 5 885 millioner kroner (1,28 prosent av GFK) mot 5596 millioner kroner (1,40 prosent av GFK) i 1995. Samtlige forretningsbanker med unntak av to, hadde et positivt resultat av ordinær drift. Den ene av de to var en mindre nyetablert norsk bank, mens den andre var en filial av en utenlandsk bank. Hovedtallene for resultatregnskapet er satt opp i tabell 1, jf. også tabell 2.

Tabell 1. Resultatregnskap forretningsbanker (morbanker). Millioner kroner

	1995	1996
Netto renteinntekter	9 674	10 264
Andre driftsinntekter	4 735	5 304
- herav verdipapirgevinster	556	658
Andre driftskostnader	9 979	10 807
Driftsresultat før tap	4 429	4 761
Tap	-1 290	-856
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	123	-268
Resultat av ordinær drift	5 596	5 885

¹⁾ Tallene inkluderer filialer av utenlandske banker.

Forretningsbankene hadde også i 1996 ekstraordinært lave bokførte tap på utlån, og resultatet av ordinær drift bærer preg av dette. Gruppen kunne foreta en inntektsføring over tapskontoen («negative tap») svarende til 0,19 prosent av GFK. Dette har funnet sted til tross for at tilbakeføring av tidligere tapsavsetninger er redusert og inngangen på tidligere konstaterte tap viser nedgang. Det er således et beskjedent behov for nye tapsavsetninger som er hovedforklaringen på at de bokførte tapene er lave. Bakgrunnen for dette er den sterke utviklingen i norsk økonomi, som har resultert i lav tilgang på nye problemengasjementer i bankene, samtidig som pantsikkerhetene generelt er bedret som følge av rentefallet og den positive utviklingen i eiendomsmarkedene. Dette underbygges av at det i løpet av året har vært en ytterligere nedgang i misligholdte lån, men nedgangen ser imidlertid ut til å avta. Lenger fram i konjunktursykkelen vil en måtte forvente økning i omfanget av problemengasjementer og derfor økte bokførte tap.

Forretningsbankene hadde fra 1995 til 1996 en nedgang i driftsresultatet før tap målt i forhold til GFK. Driftsresultatet før tap var i 1996 på 4 761 millioner kroner, som utgjorde 1,04 prosent av GFK. Den underliggende inntjeningen i forretningsbankene synes å være noe svak til å kunne møte en situasjon med et normalt tapsnivå.

Tiltakende konkurranse i både innskudds- og utlånsmarkedene de siste årene har resultert i

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

	Forretningsbanker konsern			Forretningsbanker morbank			De tre største forretningsbankene			Forretningsbankene ekskl. de 3 største		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Rente- og kreditt- provisjonsinntekter	7,14	7,17	6,71	7,35	7,11	6,51	7,24	7,02	6,53	7,73	7,40	6,46
Rentekostnader	4,42	4,68	4,40	4,49	4,69	4,28	4,27	4,48	4,24	5,28	5,41	4,41
Rentenetto	2,72	2,49	2,31	2,85	2,41	2,23	2,97	2,54	2,29	2,45	2,00	2,06
Andre driftsinntekter	1,20	1,36	1,26	0,97	1,18	1,15	1,12	1,35	1,33	0,45	0,61	0,64
Verdipapirer	-0,08	0,19	0,15	-0,13	0,14	0,14	-0,16	0,09	0,12	-0,01	0,29	0,21
Valutagevinster	0,30	0,21	0,15	0,32	0,22	0,16	0,38	0,26	0,18	0,07	0,09	0,11
Andre driftskostnader	2,52	2,63	2,46	2,40	2,49	2,35	2,57	2,73	2,50	1,78	1,68	1,92
Personalkostnader	1,25	1,19	1,15	1,17	1,12	1,11	1,27	1,23	1,22	0,79	0,77	0,80
Driftsresultat før tap	1,40	1,23	1,12	1,43	1,10	1,04	1,51	1,16	1,13	1,12	0,93	0,78
Tap på utlån/garantier	0,07	-0,34	-0,15	0,14	-0,32	-0,19	0,12	-0,46	-0,29	0,21	0,15	0,11
Nedskrivning og gevinst/ tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	0,02	-0,01	-0,03	0,10	0,03	-0,06	0,04	0,04	-0,08	0,32	-0,01	0,02
Resultat av ordinær drift	1,31	1,58	1,30	1,19	1,40	1,28	1,35	1,58	1,50	0,60	0,78	0,65

svekkede rentemarginer for bankene. Dette har bidratt negativt til bankenes rentenetto. Mens forretningsbankene i 1995 hadde en gjennomsnittlig rentemargin på 3,8 prosent, var den i 1996 kommet ned i 3,5 prosent, jf. tabell 3. Rentemarginen på innskudd²⁾ svekket seg med 0,4 prosentpoeng, mens rentemarginen på utlån³⁾ bedret seg med 0,06 prosentpoeng.

Tabell 3. Gjennomsnittlige rentesatser i 1995 og 1996

	Utlåns- ¹⁾ rente		Utlåns- ²⁾ rente		Innskudds- rente		Rente- margin ³⁾	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Forretnings- banker	7,85	7,16	7,67	7,05	4,05	3,68	3,82	3,48
Sparebanker	7,96	7,24	7,85	7,17	4,04	3,74	3,94	3,54

1) Uten nullstilte lån.

2) Medregnet nullstilte lån.

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

På innskuddsmarkedet har pris- og volumendringene ført til en netto reduksjon i bidrag til rentenettoen, mens det motsatte er tilfellet for utlånsmarkedet. Her har en marginal bedring i rentemarginene kombinert med sterk vekst i utlånsvolumet gitt positive bidrag til rentenettoen. I tillegg har bankenes egenkapital økt i ikke ubetydelig grad, noe som har hatt positiv effekt på rentenettoen. Videre har det vært en nedgang i beholdning av lavt forrentede aktiva (nullstilte lån og overtatte eiendeler), men de positive effektene av slike forhold er mer begrensede i 1996 sammenliknet med tidligere år.

De samlede effekter for forretningsbankene har ført til at rentenettoen økte fra 9674 millioner kroner i 1995 til 10264 millioner kroner i 1996, men målt som andel av GFK ble den svekket med 0,18 prosentpoeng til 2,23 prosent av GFK.

Forretningsbankene hadde fra 1995 til 1996 en økning i andre driftsinntekter fra 4735 millioner kroner til 5304 millioner kroner. Dette utgjør en svak nedgang i forhold til GFK sammenliknet med foregående år. Mer enn halvparten av andre driftsinntekter kommer fra provisjonsinntekter, og disse ble svakt redusert som andel av GFK gjennom 1996. Videre fikk forretningsbankene en relativt svakere inntjening fra valutaområdet i 1996. Gjennom 1996 var det en viss reduksjon i det generelle rentenivået, og dette har medført at

forretningsbankene har kunnet realisere gevinster på sin obligasjonsportefølje. Den positive utviklingen i aksjemarkedene har også hatt betydning for forretningsbankene. Samlet sett ligger bidraget fra verdipapirområdet målt som andel av GFK på et noe høyere nivå enn i 1995 når en også tar med de verdipapirer som holdes på lang sikt (anleggsaktiva). Ved utgangen av 1996 var det ikke vesentlige merverdier utover bokført verdi knyttet til verdipapirbeholdningene i forretningsbankene (morbank).

Andre driftskostnader viste en betydelig nominell stigning fra 1995 til 1996. Som andel av GFK gikk imidlertid kostnadene ned med 0,14 prosentpoeng til 2,35 prosent. Ved utgangen av 1995 foretok flere av de største bankene avsetninger til omstillingstiltak. I tillegg ble det utgiftsført kostnader i forbindelse med innføring av ny teknologi, oppgradering av systemer, utvidelse av antall forretningsområder og etablering av filialer i utlandet. Dette representerer i noen grad engangskostnader. Også i 1996 ble det utgiftsført kostnader av ovennevnte art, men i et noe mindre omfang i forhold til foregående år. Slik sett kan bedringen i kostnadene (målt i prosent av GFK) i 1996 overvurdere bedringen i kostnadssituasjonen. De ulike effektiviserings tiltakene og programmene som bankene er i ferd med å iverksette, vil imidlertid ikke gi full effekt før om noe tid. På sikt bør en derfor kunne forvente at forretningsbankene vil kunne absorbere et høyere forretningsvolum med relativt lavere kostnader enn i dag. Automatisering og effektivisering av arbeidsrutiner vil over tid føre til et redusert bemanningsbehov i bankene, og personalkostnadene som andel av GFK forventes derfor å vise en nedgang over tid. I 1996 var det kun en marginal reduksjon i personalkostnadene som andel av GFK.

På konsernnivå hadde forretningsbankene i 1996 et resultat av ordinær drift på 6425 millioner kroner (1,30 prosent av GFK). Dette er marginalt høyere enn i morbank.

De tre største forretningsbankene hadde i 1996 et resultat av ordinær drift på 5 101 millioner kroner, som utgjorde 1,50 prosent av GFK.

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

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

De tre største forretningsbankene hadde ved utgangen av 1996 71,4 prosent av gruppens samlede forvaltningskapital. Dette representerer en ikke uvesentlig nedgang i forhold til utgangen av 1995, da de tre største forretningsbankene hadde 75,6 prosent av gruppens samlede forvaltningskapital.

I forhold til de øvrige forretningsbankene hadde de tre største høyere rentenetto, betydelig høyere andre driftsinntekter og lavere tap. Andre driftskostnader var imidlertid betydelig lavere i de øvrige forretningsbankene. For en rekke av resultatpostene er det følgelig store forskjeller mellom de tre største forretningsbankene og de øvrige. En finner grunn til å fremheve at det er store forskjeller mellom de øvrige forretningsbankene. Her inngår en bank som er et omdannet kredittforetak, utenlandske nisjebanker og tradisjonelle forretningsbanker.

Ved utgangen av 1996 var det fem utenlandsk-eide forretningsbanker i Norge, hvorav tre var filialer og to var datterbanker. De fem bankene hadde ved utgangen av 1996 en forvaltningskapital på 54,9 milliarder kroner, mer enn en fordobling i forhold til året før. Utlånsandelen var imidlertid på kun 32,7 prosent, dvs. betydelig lavere enn for de øvrige forretningsbankene. Gruppen hadde i 1996 et svakt resultat av ordinær drift (0,30 prosent av GFK). Resultatet er preget av et ikke ubetydelig underskudd i en av bankene. Dersom en holder denne banken utenfor, øker driftsresultatet etter tap til 0,55 prosent av GFK, noe som er vesentlig lavere enn driftsresultatet etter tap i de norskeide forretningsbankene.

Normalisering. 1996-resultatet i forretningsbankene var sterkt preget av de unormalt lave tapene på utlån. Tilgangen på nye problemengasjementer må over tid forventes å øke, kombinert med at tilbakeføringene etter hvert vil reduseres. En må derfor forvente at bokførte tap vil øke. Gruppen hadde i 1996 større gevinster på verdipapirer enn det en kan regne med i en «normalsituasjon», mens kursgevinster på valuta var spesielt lave. Ekstraordinære avsetninger i forbindelse med planlagte bemanningsreduksjoner og effektiviseringsstiltak antas over tid å gi bedre kostnadseffektivitet. I tabell 4 har vi forsøkt å beregne et normalisert resultat for forretningsbankene (morbank) for 1996, hvor vi har justert for de nevnte forhold.

Tabell 4. Normalisert resultat i forretningsbankene (morbank) for 1996

	Mill.kr.	% av GFK
Netto renteinntekter	10 260	2,23
Andre driftsinntekter	5 590	1,22
Andre driftskostnader	10 300	2,24
Driftsresultat før tap	5 550	1,21
Tap	1 700-3 000	0,40-0,65
Resultat av ordinær drift	3 850-2 550	0,84-0,55

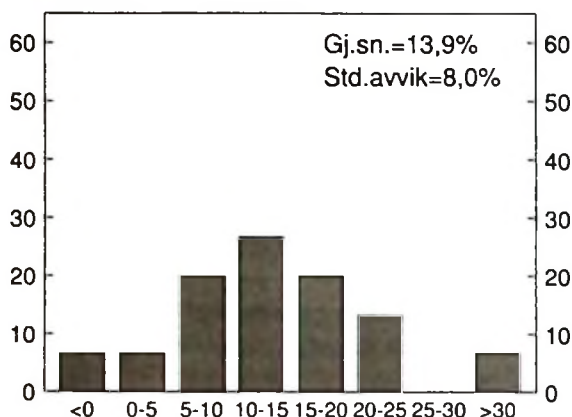
Vi har sett på tapsnivået over 10 år (1983-92) i land som det er naturlig å sammenligne Norge med. Blant annet ut fra dette antar vi at et normalt tapsnivå for forretningsbanker vil ligge i området 0,5-0,9 prosent av brutto utlån. Med en tapsprosent på 0,9 ville forretningsbankene fått bokførte tap i 1996 på 3000 millioner kroner (0,65 prosent av GFK) mot faktiske tap på -856 millioner kroner (-0,19 prosent av GFK). Med en tapsprosent på 0,5 ville forretningsbankene fått bokførte tap på 1700 millioner kroner (0,37 prosent av GFK).

Under posten andre driftsinntekter er det kursgevinst/tap på verdipapirer og valuta som varierer mest fra år til år. Vi har «normalisert» disse postene med utgangspunkt i resultatene over en lengre tidsperiode. Dette ville i 1996 gitt forretningsbankene andre driftsinntekter på ca. 5600 millioner kroner (1,22 prosent av GFK), mens de faktisk var på 5304 millioner kroner (1,15 prosent av GFK). Forskjellen ligger i at kursgevinster på valuta i 1996 var betydelig lavere enn normalt. Dette ble delvis motvirket av noe høyere kursgevinster på verdipapirer enn normalt.

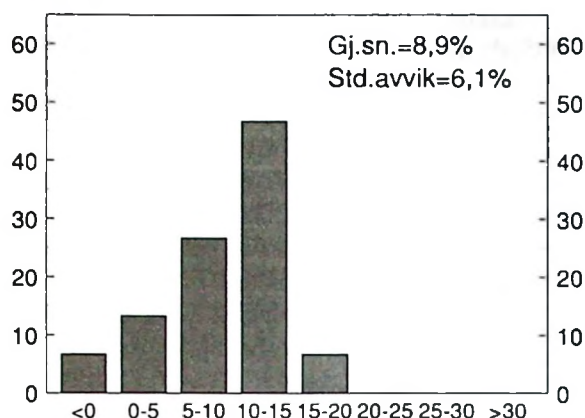
Forretningsbankenes normaliserte resultat av ordinær drift blir dermed på 2550 millioner kroner (0,55 prosent av GFK) med bruk av høyeste tapsprosent på utlån (0,9) og 3850 millioner kroner (0,84 prosent av GFK) med en tapsprosent på 0,5. Dette ville gitt en egenkapitalrentabilitet før skatt på h.h.v 9,4 og 14,2 prosent. Vi har i normaliseringen brukt den faktiske rentenettoen for 1996. Siden rentemarginen falt gjennom 1996, ville rentenettoen blitt lavere dersom rentemarginen ved utgangen av 1996 var lagt til grunn.

Figur 2. Faktisk og «normalisert» egenkapitalrentabilitet etter skatt. Forretningsbanker 1996

a. Faktisk



b. Normalisert



Figur 2 viser egenkapitalrentabiliteten⁴⁾ i forretningsbankene i 1996 beregnet på grunnlag av faktiske resultater og korrigerte resultater. I det korrigerte resultatet har en lagt til grunn normaliserte tap og skatter. Figuren viser at om lag en fjerdedel av bankene hadde en egenkapitalrentabilitet etter skatt på mellom 10 og 15 prosent i 1996, og at hovedtyngden av bankene faller i intervallet 5-20 prosent. En bank hadde negativ rentabilitet, og en bank oppnådde en egenkapitalrentabilitet større enn 30 prosent. Egenkapitalrentabiliteten var i gjennomsnitt (uveid) på 13,9 prosent.

Fordelingen av bankene etter normalisert egenkapitalrentabilitet viser et skift i retning av gjennomgående lavere rentabilitet i forhold til faktiske tall, da de fleste bankene har hatt faktiske tap som er lavere enn «normale tap». Halv-

parten ville ha oppnådd en egenkapitalrentabilitet på mellom 10 og 15 prosent, og flere banker ville ha fått positiv, men svak rentabilitet (0-10 prosent).

Med dagens sterke konkurranse i finansmarkedet, synes det fremover lite sannsynlig med noen særlig økning i rentemarginen eller priser på andre tjenester. Det er også klare begrensninger på hva en kan oppnå av volumøkninger. Tapene antas som nevnt etter hvert å øke. Denne

4) Egenkapitalrentabiliteten er her definert som resultatet av ordinær drift etter tap og skatt i forhold til gjennomsnittlig kjernekapital. Normale tap er beregnet som summen av 0,2 prosent av brutto utlån til personmarkedet og 0,7 prosent av brutto utlån til næringsmarkedet. Ved beregningen av normalisert egenkapitalrentabilitet er skattene justert for endringer i driftsoverskuddet. Andre driftsinntekter er forutsatt konstante. Forretningsbankgruppen består av 15 banker, idet en har valgt å utelate en nyetablert norsk bank fra utvalget.

Tabell 5. Utvalgte balanseposter for forretningsbanker. Milliarder kroner og endring i prosent

	Forretningsbanker konsem			Forretningsbanker morbank			De tre største forretningsbankene			Forretningsbankene ekskl. de 3 største		
	1995	1996	% endr.	1995	1996	% endr.	1995	1996	% endr.	1995	1996	% endr.
Gjennomsnittlig												
forvaltningskapital	417,4	495,6	18,8	401,0	459,8	14,6	308,9	339,7	10,0	92,1	120,1	30,4
Forvaltningskapital	407,1	529,5	30,1	388,9	492,8	26,7	295,5	351,4	18,9	93,4	141,4	51,4
Brutto utlån til kunder	333,6	404,6	21,3	312,7	358,3	14,6	241,3	266,6	10,5	71,4	91,7	28,4
Herav												
Lån til personmarkedet i %	-	-	-	34,7	34,8	0,1 ²⁾	39,4	39,8	0,4 ²⁾	32,9	33,9	1,0 ²⁾
Lån til næringsmarkedet i %	-	-	-	45,7	43,3	-2,4 ²⁾	47,2	44,8	-2,4 ²⁾	57,3	53,4	-3,9 ²⁾
Lån til andre i %	-	-	-	19,6	21,9	2,3 ²⁾	13,4	15,4	2,0 ²⁾	9,8	12,7	2,9 ²⁾
Utlånsandel i % av FVK1)	81,9	76,4	-5,5 ²⁾	80,4	72,7	-7,7 ²⁾	81,7	75,9	-5,8 ²⁾	76,4	64,9	-11,5 ²⁾
Innskudd fra kunder	226,8	257,5	13,6	226,1	254,9	12,7	182,3	203,7	11,7	43,9	51,2	16,7
Kundeinnskudd i % av												
brutto utlån	68,0	63,7	-4,3 ²⁾	72,3	71,2	-1,1 ²⁾	75,5	76,4	0,9 ²⁾	61,4	55,8	-5,6 ²⁾
Kapitaldekning	12,6	10,7	-1,9 ²⁾	11,9	11,6	-0,3 ²⁾	11,9	11,8	-0,1 ²⁾	12,1	11,0	-1,1 ²⁾

1) Brutto utlån til andre enn kredittinstitusjoner i prosent av forvaltningskapital.

2) Prosentpoeng.

situasjonen fører til at det fortsatt vil være fokus på kostnadsreduksjoner.

Balanse. Tabell 5 viser utvalgte balanseposter for forretningsbankene. Morbankenes forvaltningskapital (FVK) økte i løpet av 1996 med hele 26,7 prosent til 492,8 milliarder kroner. Vi må helt tilbake til 1986 for å finne en like sterk vekst i forvaltningskapitalen (28,8 prosent for forretnings- og sparebankene samlet). Noe av veksten skyldes at noen finansforetak helt eller delvis er innlemmet i morbank. Brutto utlån til andre enn finansinstitusjoner økte i 1996 med 14,6 prosent til 358,3 milliarder kroner.

De tre største forretningsbankene (morbank) hadde i 1996 også betydelig vekst i forvaltningskapitalen (18,9 prosent), men markert lavere enn

de øvrige forretningsbankene (51,4 prosent). Om lag halvparten av den svært sterke veksten hos de øvrige forretningsbankene kan henføres til de utenlandske bankene.

Kapitaldekning. Forretningsbankene (morbank) hadde ved utgangen av 1996 en samlet kapitaldekning på 11,6 prosent mot 11,9 prosent ett år tidligere, jf. tabell 6. Reduksjonen skyldes en økning i beregningsgrunnlaget og at de uspesifiserte tapsavsetningene ikke lenger kan medregnes i den ansvarlige kapitalen. I 1995 kunne en tredjedel av de uspesifiserte tapsavsetningene regnes med i den ansvarlige kapitalen. De to nevnte faktorene som isolert sett har ført til redusert kapitaldekning, er nesten i sin helhet blitt motvirket av en betydelig økning i kjernekapitalen.

Tabell 6. Ansvarlig kapital 1993-1996. Forretningsbanker. Milliarder kroner og i prosent av beregningsgrunnlaget

	Morbank				Konsern		
	31.12.93	31.12.94	31.12.95	31.12.96	% av beregningsgrunnlag (31.12.96)	31.12.96	% av beregningsgrunnlag
Kjernekapital	17,6	20,8	24,6	29,5	8,3	31,0	7,5
Tilleggskapital	12,7	11,3	10,3	12,2	3,4	14,6	3,5
Uspesifiserte tapsavs.	4,8	3,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Brutto ansvarlig kapital	35,1	35,2	36,1	41,7	11,7	45,5	11,0
Fradrag	0,1	0,0	0,3	0,3	0,1	1,4	0,3
Netto ansvarlig kapital	35,0	35,2	35,8	41,4	11,6	44,2	10,7
Beregningsgrunnlag	292,0	283,5	300,4	356,2		413,4	
Kapitaldekning	12,0%	12,4%	11,9%	11,6%		10,7%	
Forvaltningskapital	352,8	354,3	388,9	492,8	138,3	529,5	128,1
Beregningsgrunnlagets andel av forvaltningskapital	82,8%	80,0%	77,2%	72,3%		78,1%	
Overdekning	11,6	12,5	11,8	12,9	3,6	11,1	2,7

Kjernekapitaldekningen for gruppen viste en marginal økning fra 1995 til 1996 og var 8,3 prosent. Alle 14 forretningsbanker⁵⁾ oppfylte lovens kapitaldekningskrav på åtte prosent. Åtte av bankene oppfylte kravet ved kjernekapitalen alene.

De tre største forretningsbankene (morbank) hadde ved utgangen av 1995 en gjennomsnittlig kapitaldekning på 11,8 prosent. Kjernekapitaldekningen var i gjennomsnitt 8,0 prosent, noe lavere enn i de øvrige forretningsbankene. På kon-

sernivå var kapitaldekningen ved utgangen av 1996 på 10,7 prosent, dvs. noe lavere enn i morbankene. Kjernekapitaldekningen var på samme tidspunkt 7,5 prosent.

Sparebankene

Resultat. Sparebankenes (morbank) resultat av ordinær drift var i 1996 på 4 429 millioner kroner, tilsvarende 1,46 prosent av GFK. Dette er en nedgang på 0,22 prosentpoeng i forhold til 1995. Samtlige sparebanker med unntak av to hadde et positivt resultat av ordinær drift i 1996. Hovedtallene fra sparebankenes resultatregnskap er gjengitt i tabell 7 og 8.

⁵⁾ Filialer av utenlandske banker er ikke inkludert.

Tabell 7. Resultatregnskap sparebanker (morbank). Millioner kroner

	1995	1996
Netto renteinntekter	10 347	10 086
Andre driftsinntekter	2 859	3 236
- herav verdipapirgevinst	402	336
Andre driftskostnader	8 166	8 794
Driftsresultat før tap	5 040	4 528
Tap	437	250
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	-52	-151
Resultat av ordinær drift	4 654	4 429

Den negative resultatutviklingen skyldes i hovedsak en betydelig nedgang i rentenettoen på 0,39 prosentpoeng. Nedgangen i resultatet er til en viss grad kompensert ved at andre driftsinntekter økte noe og ved at kostnadene ble litt redusert. Tapene gikk ytterligere ned i forhold til 1995, og bokførte tap på lån og garantier var i 1996 250 millioner kroner.

Netto renteinntekter (rentenettoen) ble i 1996 redusert fra 3,72 til 3,33 prosent av GFK. Hovedårsaken til den store nedgangen i rentenettoen er en nedgang i rentemarginen som følge av skjerpet konkurranse. Sparebankene hadde i 1996 en gjennomsnittlig rentemargin på 3,5 prosent, en nedgang på 0,4 prosentpoeng i forhold til 1995, jf. tabell 3. Dette er en fortsettelse av de siste års trend med stadig lavere marginer. Gjennomsnittlig rentemargin i innskuddsmarkedet var i 1996 1,2 prosent. Sparebankene har tradi-

sjonelt hentet en stor andel av sin finansiering ved innskudd fra publikum. Denne andelen er i det senere redusert. Finansiering fra utlandet og finansiering i obligasjons- og sertifikatmarkedet har økt for å kompensere for nedgangen i innskudd. Denne typen innskudd er normalt dyrere enn vanlige kundeinnskudd. For øvrig må det påregnes at det lave rentenivået bidrar til å kanalisere sparingen inn i andre former enn det tradisjonelle bankinnskuddet.

Rentemarginen på utlån var i 1996 gjennomsnittlig 2,3 prosent. Rentemarginen på utlån gikk marginalt opp i forhold til 1995, og det har samtidig vært en økning i rentebærende utlån fra 86,8 til 89,7 prosent av GFK. Både pris- og volumendringene har således bidratt positivt til rentenettoen. Dette bidraget oppveide ikke redusert margin og volum på innskuddssiden.

Andre driftsinntekter var relativt uendret fra 1995 til 1996, og utgjorde 1,07 prosent av GFK. Rentenivået gikk ytterligere ned i 1996, og bankene hadde en gevinst på obligasjonsporteføljen, om enn noe mindre enn i 1995. Provisjonsinntektene steg med 18,1 prosent i 1996, og utgjorde 65,2 prosent av andre driftsinntekter.

Andre driftskostnader viser en nominell økning, men har gått ned i forhold til GFK. Personalkostnadene stod for 41,9 prosent av disse kostnadene, en nedgang på 2,7 prosentpoeng i forhold til 1995. Flere av bankene har gjort avsetninger til omstillingstiltak i fjerde kvartal 1996, og det forventes at disse tiltakene vil bidra til ytterligere kostnadsreduksjoner.

Tabell 8. Resultatregnskap for sparebanker (morbank). Alle tall oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	Alle sparebanker			De 30 største			De øvrige		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Rente- og kredittprovisjonsinntekter	7,98	7,61	6,97	7,97	7,60	6,95	8,00	7,64	7,07
Rentekostnader	3,82	3,88	3,65	3,87	3,96	3,71	3,57	3,53	3,35
Rentenetto	4,16	3,72	3,33	4,10	3,64	3,24	4,43	4,11	3,72
Andre driftsinntekter	0,44	1,03	1,07	0,49	1,10	1,12	0,25	0,73	0,80
Verdipapirer	-0,31	0,14	0,11	-0,33	0,13	0,10	-0,24	0,20	0,18
Valutagevinster	0,06	0,07	0,06	0,06	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02
Andre driftskostnader	2,92	2,94	2,90	2,97	2,99	2,94	2,69	2,72	2,72
Personalkostnader	1,37	1,31	1,22	1,39	1,34	1,23	1,25	1,18	1,14
Driftsresultat før tap	1,69	1,81	1,49	1,62	1,75	1,43	1,99	2,12	1,80
Tap på utlån/garantier	0,34	0,16	0,08	0,36	0,14	0,07	0,28	0,24	0,15
Nedskrivning og gevinst/tap på verdipapirer som holdes på lang sikt	-0,04	-0,02	-0,05	-0,05	-0,02	-0,06	0,01	-0,02	0,00
Resultat av ordinær drift	1,38	1,68	1,46	1,31	1,63	1,42	1,70	1,90	1,65

Tap på utlån og garantier ble redusert i forhold til 1995, og utgjorde i 1996 kun 0,08 prosent av GFK. Reduksjonen i tapene skyldes lavere konstaterte tap som ikke er dekket av tidligere avsetninger, og et redusert behov for nye tapsavsetninger. Tapene har vært spesielt lave i en periode på grunn av den generelt positive utviklingen i norsk økonomi. På kort sikt vil tapene trolig fortsatt ligge på et lavt nivå. Det er på noe lengre sikt knyttet større usikkerhet til den videre tapsutviklingen i bankene. Anslag fra de største bankene har antydnet et normalt tapsnivå i intervallet 0,5 til 0,8 prosent av brutto utlån.

De 30 største sparebankene hadde i 1996 et resultat av ordinær drift på 3 541 millioner kroner, tilsvarende 1,42 prosent av GFK. Dette er en nedgang på 0,21 prosentpoeng i forhold til 1995, og er vesentlig svakere enn for de øvrige sparebankene, som hadde et 1996 resultat på 1,65 prosent av GFK. De 30 største sparebankene hadde ved utgangen av 1996 82,7 prosent av sparebankenes samlede forvaltningskapital, som er en liten økning i forhold til 1995. Sammenlignet med de øvrige sparebankene hadde de 30 største i 1996 betydelig lavere rentenetto, men høyere andre inntekter og høyere andre kostnader.

Normalisering. Sparebankenes 1996 resultat var som for fjoråret preget av svært lave utlånstap. Potensialet for store tilbakeføringer synes nå i ferd med å forsvinne, og det var en klar økning i tapene fra tredje til fjerde kvartal 1996. En må derfor forvente at bokførte tap vil øke til et 'normalt' nivå. Vi har lagt til grunn at normale tap

ligger mellom 0,5 og 0,8 prosent av utlånene. Tapene for 1996 ville da befunnet seg i intervallet 1 371 til 2 194 millioner kroner i stedet for faktisk bokførte tap i 1996 på 250 millioner kroner, jf. tabell 9.

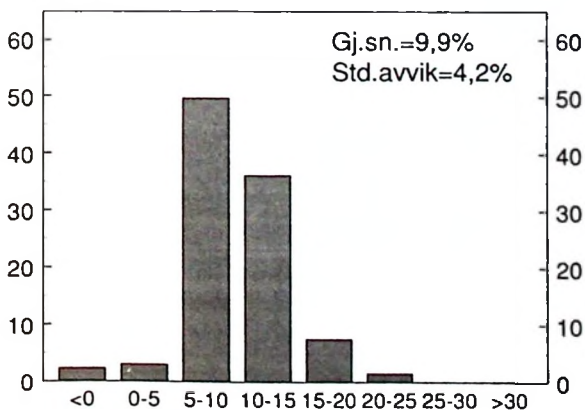
Tabell 9. Normalisert resultat i sparebankene (morbank) for 1996

	Mill.kr.	% av GFK
Netto renteinntekter	10 086	3,32
Andre driftsinntekter	3 251	1,07
Andre driftskostnader	8 794	2,90
Driftsresultat før tap	4 543	1,54
Tap	1 371-2 194	0,45-0,72
Resultat av ordinær drift	2 349-3 172	0,78-1,05

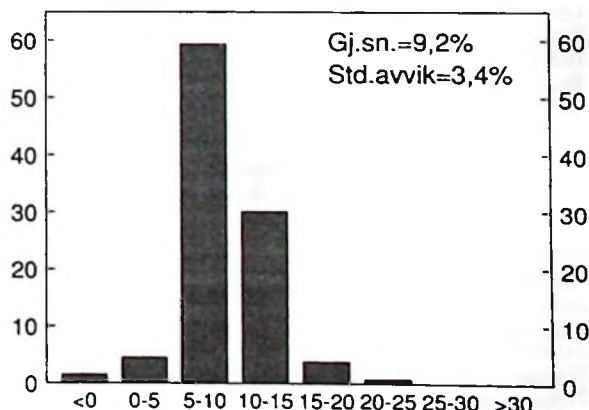
Kursgevinster/tap på verdipapirer, derivater og valuta varierer betydelig fra år til år. Normalisert verdi av disse ville i 1996 være en gevinst på 474 millioner kroner mot en faktisk gevinst på 501 millioner kroner. Den normaliserte verdien er basert på gjennomsnittet av kursgevinster/tap over en lengre periode. Normalisert resultat av ordinær drift for 1996 ville dermed utgjort mellom 2349 og 3172 millioner kroner, avhengig av om laveste eller høyeste tapsanslag legges til grunn. Dette ville gitt en egenkapitalrentabilitet før skatt på henholdsvis 9,1 og 11,3 prosent. Dette synes noe svakt, men hvilket nivå på egenkapitalrentabiliteten som skal anses som tilfredsstillende, vil avhenge av hvilke avkastningskrav som stilles.

Figur 3. Faktisk og «normalisert» egenkapitalrentabilitet etter skatt. Sparebanker 1996

a. Faktisk



b. Normalisert



Figur 3 viser egenkapitalrentabiliteten i sparebankene i 1996 beregnet på grunnlag av faktiske og korrigererte resultater. Figuren viser at halvparten av bankene hadde en egenkapitalrentabilitet etter skatt på mellom 5 og 10 prosent, og at ca. 35 prosent av bankene faller i intervallet 10-15 prosent. Det var med andre ord en vesentlig lavere spredning i egenkapitalrentabiliteten blant sparebankene enn blant forretningsbankene.

Fordelingen etter normalisert egenkapitalrentabilitet viser også for sparebankene et skift i retning gjennomgående lavere rentabilitet i forhold til faktiske tall, da de fleste bankene har hatt faktiske tap som er lavere enn «normale tap». Om lag 65 prosent av bankene ville ha oppnådd en egenkapitalrentabilitet på mellom 0 og 10 prosent, og ca. 30 prosent ville ha fått en egenkapitalrentabilitet på mellom 10 og 15 prosent hvis «normale tap» legges til grunn.

Balanse. Tabell 10 viser utvalgte balanseposter for sparebankene. Sparebankenes forvaltningskapital (FVK) var i 1996 ca. 319 milliarder kroner, en økning på 12,3 prosent i forhold til 1995. Veksten i 1995 var 7,3 prosent. Brutto utlån til andre enn kredittinstitusjoner var i 1996 ca. 274,3 milliarder kroner, en økning på 12,4 prosent i forhold til 1995. De 30 største sparebankene hadde en klart sterkere vekst i forvaltningskapital og utlån enn de øvrige sparebankene. Det vises for øvrig til avsnittet utlånsvekst og tapsutvikling.

Kundeinnskuddene fra andre enn finansinstitusjoner økte svakere enn utlånene i 1996. Innskuddsdekningen (innskudd i prosent av brutto utlån) gikk ned med 4,9 prosentpoeng til 82,7 prosent. Den reduserte innskuddsveksten kan skyldes at forbruksveksten er på vei opp, og at stadig større andeler av sparingen kanaliseres til spareformer med andre risiko-/avkastningskriterier, som f.eks. verdipapirfond. De minste sparebankene hadde en klart høyere innskuddsdekning enn de 30 største sparebankene, selv om også disse hadde redusert innskuddsdekning i 1996.

Kapitaldekning. Sparebankene hadde ved utgangen av 1996 en kapitaldekning på 15,1 prosent i 1996, mot 15,4 prosent ett år tidligere. Reduksjonen skyldes i hovedsak økning i beregningsgrunnlaget, og at uspesifiserte tapsavsetninger ikke lenger kan inkluderes i den ansvarlige kapitalen. Kjernekapitaldekningen gikk svakt ned og var 12,2 prosent ved utgangen av 1996. Soliditeten i sparebankvesenet er tilfredsstillende. De 30 største sparebankene hadde i 1996 en kapitaldekning og kjernekapitaldekning på henholdsvis 13,9 og 10,4 prosent. De mindre sparebankene lå til dels betydelig høyere enn dette, med en kapitaldekning på 20,8 prosent. Et trekk ved de mindre sparebankene er at hele den ansvarlige kapitalen er i form av kjernekapital.

Tabell 10. Utvalgte balanseposter for sparebanker (morbank). Milliarder kroner og endring i prosent

	Alle sparebanker			De 30 største			De øvrige		
	1995	1996	% endr.	1995	1996	% endr.	1995	1996	% endr.
Gjennomsnittlig forvaltningskapital	277,8	303,3	9,2	227,2	249,5	9,8	50,6	53,7	6,3
Forvaltningskapital	284,1	319,1	12,3	232,8	263,9	13,4	51,3	55,1	7,5
Brutto utlån til kunder	244,1	274,3	12,4	202,2	228,4	13,0	41,9	45,9	9,5
Herav									
Lån til personmarkedet i %	62,0	61,8	-0,2 ²⁾	60,2	59,8	-0,4 ²⁾	70,0	71,3	1,3 ²⁾
Lån til næringsmarkedet i %	34,0	33,7	-0,3 ²⁾	35,4	35,1	-0,3 ²⁾	27,9	26,9	-1,0 ²⁾
Lån til andre i %	4,0	4,5	0,5 ²⁾	4,4	5,1	0,7 ²⁾	2,1	1,8	-0,3 ²⁾
Utlånsandel i % av FVK 1)	85,9	86,0	0,1 ²⁾	86,9	86,6	-0,3 ²⁾	81,7	83,3	1,6 ²⁾
Innskudd fra kunder	213,7	226,9	6,2	171,4	181,8	6,0	42,2	45,1	6,9
Kundeinnskudd i % av brutto utlån	87,6	82,7	-4,9 ²⁾	84,8	79,6	-5,2	100,8	98,4	-2,4 ²⁾
Kapitaldekning	15,4	15,1	-0,3 ²⁾	14,2	13,9	-0,3 ²⁾	21,0	20,8	-0,2 ²⁾

1) Brutto utlån til andre enn kredittinstitusjoner i prosent av forvaltningskapital

2) Prosentpoeng

Tabell 11. Ansvarlig kapital 1993-1996. Sparebanker (morbank). Milliarder kroner og i prosent av beregningsgrunnlaget

	31.12.93	31.12.94	31.12.95	31.12.96	% av beregningsgrunnlag (31.12.96)
Kjernekapital	19,7	20,8	23,4	25,8	12,2
Tilleggskapital	3,9	5,9	5,3	6,5	3,1
Uspesifiserte tapsavs.	1,9	1,2	0,6	0,0	0,0
Brutto ansvarlig kapital	25,5	27,9	29,4	32,4	15,2
Fradrag	0,0	0,1	0,3	0,4	0,0
Netto ansvarlig kapital	25,5	27,8	29,1	32,0	15,1
Beregningsgrunnlag	166,7	175,6	189,2	212,3	
Kapitaldekning	15,3%	15,8%	15,4%	15,1%	
Forvaltningskapital	249,1	264,8	284,1	319,1	150,3
Beregningsgrunnlagets andel av forvaltningskapital	66,9%	66,3%	66,6%	66,5%	
Overdekning	12,1	13,7	14,0	15,0	7,1

Kredittforetak

Kredittforetakene fikk i 1996 et resultat av ordinær drift før skatt på 507 millioner kroner, tilsvarende 0,53 prosent av GFK, jf. tabell 12. Dette er en nedgang i forhold til 1995 på 0,22 prosentpoeng. Svekkelsen skyldes en kombinasjon av høyere tap på utlån, svakere rentenetto og lavere andre driftsinntekter. Andre driftskostnader var om lag uendret. Rentenettoen gikk ned fra 0,89 prosent til 0,83 prosent av GFK. Dette er en vesentlig mindre svekkelse enn i de to foregående år. Rentenettoen som andel av GFK har siden 1993 blitt redusert med hele 44 prosent. Dette er en merkbart større svekkelse enn i bankene, noe som har sammenheng med at etterspørselen etter kredittforetakenes fastrentelån har vært svært lav de siste årene.

Kredittforetakene hadde i 1996 også en nedgang i andre driftsinntekter, noe som først og

fremst skyldes lavere verdipapirgevinster. Kredittforetakene har lite verdipapirvirksomhet, og andre driftsinntekter ligger derfor på et vesentlig lavere nivå enn i bankene. Relativt svakere rentenetto og andre driftsinntekter kompenseres i forholdsvis stor grad av et lavere kostnadsnivå, og normalt også av et lavere tapsnivå enn i bankene. Etter to år med netto negative tap, ble bokførte tap i 1996 igjen positive i kredittforetakene, men tapsnivået er fortsatt ekstraordinært lavt.

Kredittforetakenes brutto utlån var ved utgangen av 1996 på 64,0 milliarder kroner, en nedgang på 10,6 prosent fra utgangen av 1995. Nedgangen har i vesentlig grad sammenheng med at DnB Boligkreditt er innfusjonert i DnB. Ved utgangen av 1996 var det åtte kredittforetak, og disse hadde en gjennomsnittlig kapitaldekning på 17,3 prosent mot 18,8 prosent ved utgangen av 1995, jf. tabell 13.

Tabell 12. Resultatregnskap for kredittforetak og finansieringsselskap¹⁾ (morselskap). Tallene er oppgitt i millioner kroner og i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	Kredittforetak				Finansieringsselskap			
	1995		1996		1995		1996	
	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK	mill.kr.	i % av GFK
Rentenetto	902	0,89	790	0,83	1385	5,61	1148	4,95
Andre inntekter	184	0,18	127	0,13	585	2,37	574	2,47
Driftskostnader	393	0,39	361	0,38	1209	4,89	958	4,13
Driftsresultat før tap	693	0,68	556	0,58	762	3,08	764	3,29
Tap på utlån	-76	-0,07	50	0,05	142	0,58	44	0,19
Resultat av ordinær drift	768	0,75	507	0,53	619	2,51	807	3,48

¹⁾ Tallene for finansieringsselskaper dekker 16 av de største morselskapene.

Tabell 13. Ansvarlig kapital. Kredittforetak (morselskap). Milliarder kroner og i prosent av beregningsgrunnlaget

	31.12. 1995	31.12. 1996	% av beregningss- grunnlaget
Kjemekapital	8,5	7,0	14,2
Medlemsinnskudd	0,0	0,0	0,0
Tilleggskapital	2,3	1,7	3,5
Gjensidig tilleggsansvar	3,3	0,0	0,0
Uspesifiserte tapsavsetninger	0,1	0,0	0,0
Brutto ansvarlig kapital	10,8	8,7	17,7
Fradrag	0,1	0,2	0,4
Netto ansvarlig kapital	10,7	8,5	17,3
Beregningsgrunnlag	56,9	49,2	
Forvaltningskapital	100,0	98,7	200,6
Beregningsgrunnlagets andel av forvaltningskapitalen	56,9	49,8	
Overdekning	6,2	4,6	9,3

Tabell 14. Ansvarlig kapital. Finansieringsselskap¹⁾. Milliarder kroner og i prosent av beregningsgrunnlaget

	31.12. 1995	31.12. 1996	% av beregningss- grunnlaget
Kjemekapital	3,0	3,2	14,8
Tilleggskapital	0,3	0,2	1,1
Uspesifiserte tapsavsetninger	0,1	0,0	0,0
Brutto ansvarlig kapital	3,3	3,5	15,9
Fradrag	0,0	0,0	0,1
Netto ansvarlig kapital	3,3	3,5	15,9
Beregningsgrunnlag	24,8	22,0	
Forvaltningskapital	27,3	24,5	111,7
Beregningsgrunnlagets andel av forvaltningskapitalen	90,8	89,5	
Overdekning	1,3	1,7	7,9

¹⁾ Omfatter 16 av de største morselskapene.

Finansieringsselskap

Etter svært svake resultater på slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet, har finansieringsselskapene de siste fire årene hatt meget gode resultater. Dette har sammenheng med at etterspørselen etter bil- og andre forbrukslån har økt de siste årene. Resultattallene i prosent av GFK for 16 av de største finansieringsselskapene (morselskap) er vist i tabell 12. Disse representerer ca. 70 prosent av finansieringsselskapenes samlede forvaltningskapital. Overføring av en vesentlig del av virksomheten fra Elcon Fi-

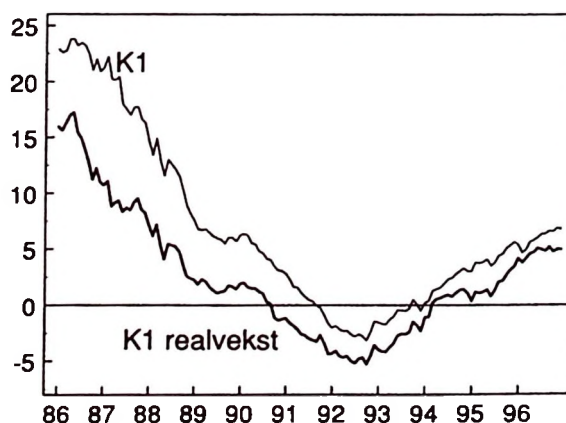
nans til Gjensidige Bank gjør at tallene for 1996 ikke er helt sammenliknbare med 1995.

De 16 finansieringsselskapene fikk i 1996 et resultat av ordinær drift før skatt på 807 millioner kroner, tilsvarende 3,48 prosent av GFK. Dette er en bedring i forhold til 1995 på 0,97 prosentpoeng, og det er det beste resultatet som er oppnådd på 90-tallet. Bedringen skyldes i første rekke en kombinasjon av lavere andre driftskostnader og reduserte bokførte tap. Bokførte tap gikk ned fra 0,58 prosent til 0,19 prosent av GFK. I likhet med de andre finansinstitusjonsgruppene har også finansieringsselskapenes rentenetto gått ned de siste årene. Fra 1995 til 1996 ble den redusert fra 5,61 prosent til 4,95 prosent av GFK. En reduksjon i andre driftskostnader på 0,76 prosentpoeng oppveide imidlertid for dette, slik at driftsresultatet før tap gikk opp.

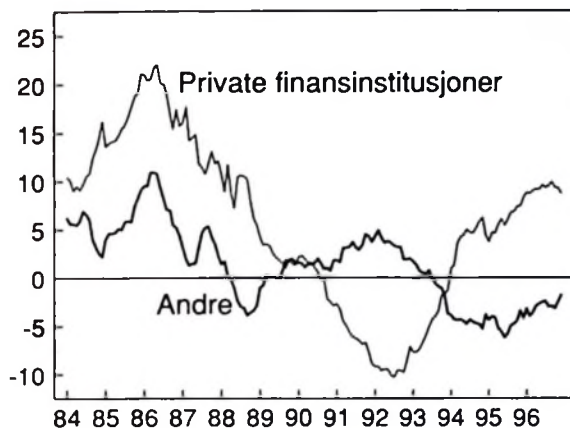
Som en følge av økt etterspørsel etter bil- og andre forbrukslån har finansieringsselskapenes forvaltningskapital og brutto utlån gått betydelig opp de siste årene. Fra utgangen av 1993 til utgangen av 1996 er brutto utlån (for de 16 finansieringsselskapene) økt med over 40 prosent, til tross for at utlånene gikk ned med vel 8 prosent siste år som følge av ovennevnte overførsel fra Elcon Finans til Gjensidige Bank. Ved utgangen av 1996 utgjorde forvaltningskapitalen 24,5 milliarder kroner og brutto utlån 24,6 milliarder kroner. Kapitaldekningen var på samme tidspunkt 15,9 prosent mot 13,3 prosent ved utgangen av 1995.

3 Utlånsvekst og tapsutvikling

Figur 4. Årlig vekst i publikums bruttogjeld i kroner (K1). Nominell- og realvekst



Figur 5. Årlig realvekst i kreditt fra private finansinstitusjoner og andre kilder i K1



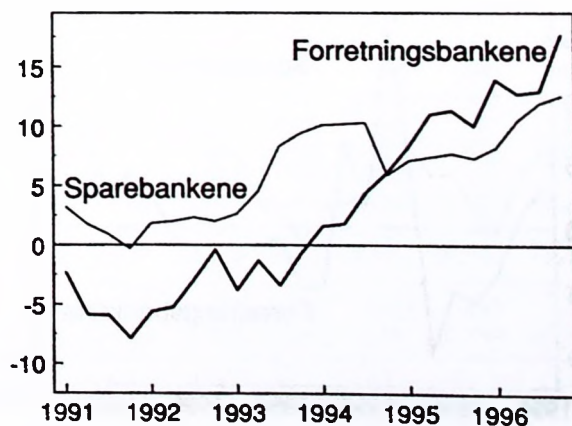
Til tross for høy utlånsvekst i bankene, var den samlede veksten i innenlandsk kreditt til publikum relativt moderat i 1996. Den nominelle tolv månedersveksten i publikums bruttogjeld i kroner (K1) var på 6,4 prosent pr. utgangen av 1996, mot 5,3 prosent ved utgangen av 1995. Deflatert med konsumprisindeksen var tolv månedersveksten ved utgangen av 1996 på rundt 4,5 prosent, og dette er vesentlig lavere enn midt på 1980-tallet. I 1986 var tolv månedersveksten oppe i vel 17 prosent. Figur 4 viser tolv månedersveksten i publikums bruttogjeld i kroner både nominelt og deflatert med konsumprisindeksen. Kredittveksten i 1996 synes også å være mer realøkonomisk forankret enn midt på 1980-tallet. BNP-veksten i Fastlands-Norge var i 1996 på 5,2 prosent, bare 1,2 prosentpoeng lavere enn den samlede kredittveksten. Den finansielle sparingen er relativt høy og husholdningenes disponible realinntekt er økt de siste årene.

Utlånsveksten i forretnings- og sparebankene (morbank) var i 1996 på henholdsvis 14,6 prosent og 12,4 prosent, samlet ca. 13,5 prosent⁶⁾, se tabellene 5 og 10. Dette er den høyeste veksten siden 1987. I 1995 var veksten i henholdsvis forretnings- og sparebankene på 7,7 prosent og 8,3 prosent. Sammenliknet med midt på 1980-tallet, da bankene i perioder hadde vekstrater på nærmere 30 prosent, er imidlertid utlånsveksten til kunder fremdeles forholdsvis moderat. Akkumulert vekst er så langt også lavere.

Den forholdsvis moderate veksten i innen-

landsk kreditt til publikum sammenliknet med bankenes utlånsvekst til kunder i 1996, indikerer at bankene har tatt markedsandeler fra andre långivere. I løpet av 1996 hadde livsforsikrings-selskaper, pensjonskasser, Husbanken og SND en utlånsreduksjon på til sammen 10,3 milliarder kroner. For statsbankenes del har nok dette sammenheng med at de på grunn av lite fleksible rammebetingelser har vært på etterskudd med å tilpasse rentene til det generelle rentenivået. Det kan være rimelig å anta at deler av denne nedgangen er refinansiering, og at dette delvis kan ha kommet de private bankene til gode. Utlånsreduksjonen i disse institusjonene tilsvare anslagsvis 1,8 prosentpoeng (hvorav 0,8 prosentpoeng i livsforsikringsselskapene og pensjonskassene) av bankenes samlede utlånsvekst til kunder. Reglene for Husbankens utlånsvirksomhet er nå endret. Dette vil trolig kunne føre til at Husbanken tar tilbake tapte markedsandeler. En god del av bankenes utlånsvekst i 1996 skyldes strukturendringer. DnB Boligkreditt ble fusjonert med DnB-morbank, og en vesentlig del av Elcon Finans' utlånsportefølje ble overført til Gjensidige Bank. Anslagsvis utgjør dette 3,4 prosentpoeng av forretningsbankenes utlånsvekst til kunder i 1996 (1,9 prosentpoeng av bankene samlet). Disse strukturelle endringene har ført til at finansieringsselskapene og bidratt til at kredittforetakene hadde lavere utlånsvolum ved utgangen av 1996 enn ved utgangen av 1995. Figur 5 viser realveksten i private finansinstitusjoner (banker og finansieringsforetak) og andre långiveres utlån fra 1984 til 1996. K1 omfatter kun innenlandsk kredittvekst. En del av bankenes utlånsvekst i 1996 skyldes også lån til utlandet.

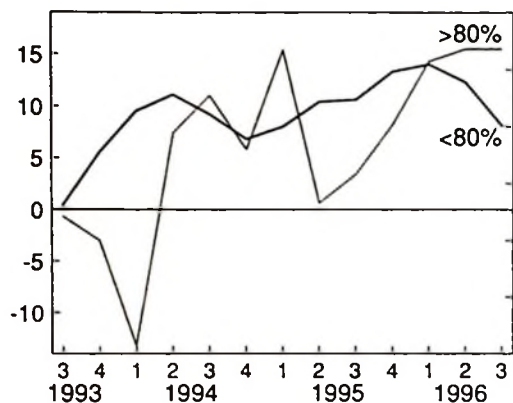
Figur 6. Årlig nominell vekst i bankenes brutto utlån til husholdninger



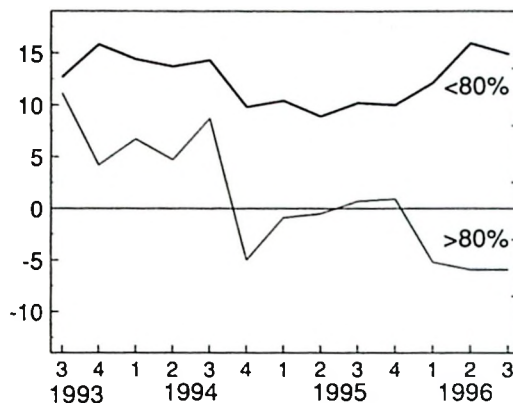
6) Brutto utlån til og fordringer på kunder eksklusive kredittinstitusjoner

Figur 7. Vekst i bankenes utlån med pant i bolig innenfor og utenfor 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag

a. Forretningsbankene



b. Sparebankene

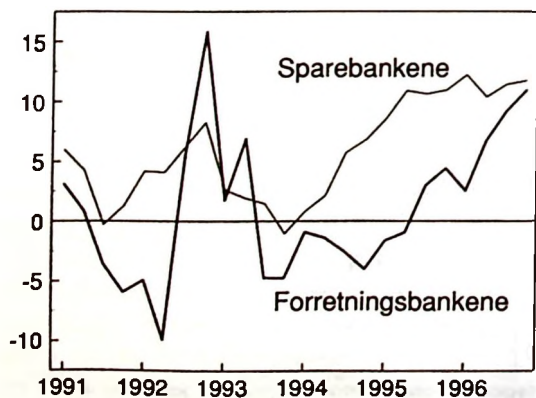


Forretnings- og sparebankenes utlån til personkunder økte i løpet av 1996 med henholdsvis 17,6 og 12,5 prosent⁷⁾, se figur 6. Nedgang i realrente etter skatt sammen med økt disponibel realinntekt har økt etterspørselen etter konsum av bolig tjenester. Av figur 7 fremgår det at andelen lån som er pantesikret ut over 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag, har økt i forretningsbankene, mens den er gått ned i sparebankene den siste tiden. Dette indikerer at kredittrisikoen er økt i forretningsbankene og gått ned i sparebankene. Tallene omfatter imidlertid både nye og gamle lån og sier ikke noe om i hvilken grad bankene har reklassifisert lånemassen etter hvert som boligprisene har steget. Økningen i boligpriser de siste årene og husholdningenes bedre evne til å betjene gjeld har sannsynligvis ført til

at risikoprofilen på lånemassen har bedret seg. I den grad boliglånskundene (og bankene i sin kredittvurdering) ikke tar høyde for at rentene kan øke, kan imidlertid en renteøkning med eventuelt påfølgende boligprisfall gi høyere tap i bankene. To utvalgsundersøkelser⁸⁾ tyder på at nye engasjementer i større grad er blitt fullfinansiert de siste årene. Det blir imidlertid antatt at det i betydelig omfang er stilt sidesikkerhet.

Forretnings- og sparebankenes utlånsvekst til foretakssektoren (innenlandske sektorer) var i 1996 på henholdsvis 10,9 og 11,7 prosent, se figur 8⁹⁾. Både forretnings- og sparebankene hadde økning til alle sektorer. Forretningsbankene hadde den største veksten (prosentvis) til bygg, anlegg, kraft- og vannforsyning. Utlånsveksten til tjenesteyting/transport var marginal. I sparebankene var det lavest vekst til primærnæringer og tjenesteyting/transport. Etter flere år med positiv utvikling i foretakssektoren, har det den siste tiden vært tegn til svakere resultater. I 1995 var det antydninger til høyere gjeldsandel i foretakenes nyinvesteringer. Dette kan reise spørsmål om bankene har økt sin vilje til å ta risiko, og om dette på sikt kan gi økte tap.

Figur 8. Årlig nominell vekst i bankenes brutto utlån til foretak

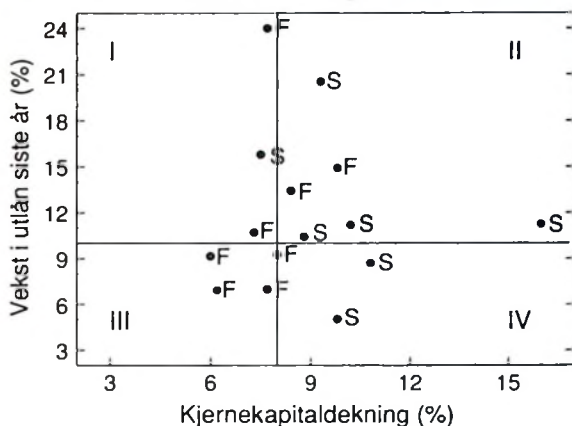


7) Den kraftige veksten i forretningsbankene har trolig i noen grad sammenheng med innlemmingen av DnB Boligkreditt i DnB morbank.

8) Jf. Barlindhaug, R. (1996). «Boliger belånes til pipa». Samfunnsspeilet 4/96, s. 9-14

9) Forretningsbankenes kraftige vekst i 1992-93 har blant annet sammenheng med omdanning av kredittforetak til bank. Det skyldes også at norske filialer i utlandet ble tatt med i denne tidsperioden.

Figur 9. Utlånsvekst og kjernekapitaldekning i de 15 største bankene ved utgangen av 1996



Det har de siste årene vært en sterk og tiltakende konkurranse om lånekundene. Dette har bidratt til at rentemarginen stadig er blitt lavere, og en kan stille seg spørsmålet om den sterke konkurransen hindrer riktig prising av risiko. Dersom risikolån blir for lavt priset, vil det kunne gi økte tap i bankene lenger ute i konjunktursyklusen. Det er derfor viktig å vurdere bankenes soliditet i forhold til utlånsveksten. Figur 10 viser utlånsvekst og kjernekapitaldekning i de 15 største bankene i 1996. Forretningsbanker er markert med F og sparebanker med S. Bankene i område [I] har høy utlånsvekst og relativt lav kjernekapitaldekning. Område [II] er kjennetegnet av både høy vekst og relativt høy kjernekapitaldekning. I område [III] er både utlånsveksten og kjernekapitaldekningen forholdsvis lav, mens bankene i område [IV] har god kjernekapitaldekning og lav utlånsvekst. Tre av bankene ligger innenfor

kategorien med lav kjernekapitaldekning og høy utlånsvekst, men de oppfyller med relativt god margin det formelle minstekravet til kjernekapitaldekning på fire prosent. Flertallet av de største sparebankene ligger i kategori II: høy utlånsvekst og høy kjernekapitaldekning.

Høy utlånsvekst i bankene kan skape finansierings- og likviditetsproblemer. Det siste året har utlånsveksten i kroner i de private bankene vært merkbart større enn veksten i innskudd fra kunder. Kundeinnskudd i prosent av brutto utlån er derfor redusert. Forskjellen mellom den totale utlånsveksten og kundeinnskuddsveksten i kroner, finansieringsgapet, er i forretningsbankene først og fremst dekket gjennom økte innskudd fra utenlandske banker, men også ved finansiering i verdipapirmarkedet. En kan argumentere med at dette har økt likviditetsrisikoen i forretningsbankene. På den annen side hadde forretningsbankene i 1996 en betydelig økning i mer likvide eiendeler, som innskudd og verdipapirer, noe som isolert sett har redusert likviditetsrisikoen. Både økningen i forretningsbankenes innskudd fra utlandet og økningen i mer likvide eiendeler kan imidlertid i stor grad tilskrives de utenlandske bankene i Norge. Om lag 44 prosent av økningen i innskudd fra utlandet skyldes de utenlandske bankene. I sparebankene ble finansieringsgapet i første rekke dekket med obligasjonslån og kortsiktige innlån, men også i noen grad med innskudd fra utlandet.

Tabell 15. Tap på utlån 1986-1996. Morbankl-selskap. Millioner kroner og prosent av brutto utlån

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Forretningsbanker	1 472 (0,7%)	3 055 (1,3%)	5 237 (2,1%)	6 090 (2,2%)	7 905 (2,6%)	16 984 (5,9%)	8 603 (2,8%)	5 152 (1,8%)	500 (0,2%)	-1 290 (-0,4%)	-856 (-0,3%)
Sparebanker	573 (0,4%)	1 428 (0,8%)	3 329 (1,8%)	4 754 (2,5%)	4 498 (2,3%)	4 643 (2,1%)	4 113 (2,5%)	2 742 (1,3%)	897 (0,4%)	437 (0,2%)	250 (0,1%)
Kredittforetak	45 (0,1%)	196 (0,2%)	204 (0,2%)	591 (0,4%)	1 487 (1,0%)	1 491 (1,1%)	1 309 (1,4%)	360 (0,4%)	-110 (-0,2%)	-76 (-0,1%)	50 (0,1%)
Finansieringsselskap ¹⁾	356 (1,4%)	1 243 (5,1%)	2 436 (7,2%)	1 420 (6,2%)	895 (4,9%)	532 (2,5%)	398 (1,9%)	235 (1,4%)	126 (0,6%)	142 (0,5%)	44 (0,2%)
Sum	2 446 (0,6%)	5 922 (1,1%)	11 206 (2,0%)	12 855 (2,0%)	14 785 (2,2%)	23 650 (3,4%)	14 423 (2,5%)	8 489 (1,4%)	1 413 (0,2%)	-787 (-0,1%)	-512 (-0,1%)

¹⁾ I perioden 1986-92 har utvalget variert. F.o.m. 1993 omfatter finansieringsselskap 16 av de største morselskapene.

Tabell 16. Oppsplitting av bokførte tap for 1995 og 1996 for de ti største bankene (morbank). Millioner kroner

	1995	1996
+ Konstaterte tap som ikke er dekket av tidligere tapsavsetninger	588	310
+ Økning/nye tapsavsetninger ¹⁾	2 157	1 566
- Tilbakeføringer	3 147	2 079
- Inngang på tidligere konstaterte tap	678	631
= Bokførte tap på utlån	- 1080	-834

¹⁾ Økning i tapsavsetninger på lån hvor det tidligere er foretatt tapsavsetninger, og tapsavsetninger på lån hvor det tidligere ikke er foretatt tapsavsetninger

Husholdningene og foretakenes sterke finansielle stilling har redusert bankenes tapsnivå i betydelig grad de siste årene. I tabell 16 ser vi at de ti største bankene fortsatt bokfører negative tap. Omfanget av tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger gikk ned fra 1995 til 1996, men samtidig var det en vesentlig reduksjon i avsetninger til nye tap. Tabell 18 og 19 viser bankenes tapsutvikling fordelt på næring i 1995 og 1996¹⁰⁾. Tabellene viser at det fortsatt er lave tap i de fleste næringer. I forretningsbankene var det imidlertid en negativ tapsutvikling innen utenriks sjøfart og transportsektoren. I sparebankene var

Tabell 17. Utvikling i misligholdte og nullstilte lån og tapsavsetninger i forretnings- og sparebanker (morbank). Alle beløp i milliarder kroner

	Forretningsbanker			Sparebanker		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Netto misligholdte lån	10,6	6,5	5,6	5,8	5,8	4,9
Netto nullstilte lån	8,1	5,2	4,7	3,3	2,8	2,2
Brutto utlån til kunder	290,3	312,7	358,2	225,3	244,1	274,3
Spesifiserte tapsavsetninger	13,6	9,6	7,5	6,1	5,1	4,2
Uspesifiserte tapsavsetninger	4,7	3,6	3,2	1,8	1,9	2,1
Netto misligholdte lån i % av netto utlån	3,9	2,2	1,6	2,7	2,4	1,8
Uspesifiserte tapsavsetninger i % av brutto utlån - spesifiserte tapsavsetninger	1,7	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8

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

	Fordeling av tap på utlån				Fordeling av utlån	
	1995		1996		1996	
	mill.kr.	i % av utlån	mill.kr.	i % av utlån	mrd.kr.	% andel
Personmarkedet	39,8	0,06	-118,7	-0,09	131,1	36,0
Næringsmarkedet ¹⁾	-69,8	-0,06	-234,2	-0,11	205,5	56,4
Andre ²⁾	75,1	0,75	61,2	0,22	27,6	7,6
Sum	45,1	0,02	-291,7	-0,08	364,2	100,0
Primærnæringer	-83,2	-1,52	-76,1	-0,73	10,4	5,1
Oljevirksomhet ³⁾	0,0	0,00	0,0	0,00	10,1	4,9
Bergverk og industri	-20,4	-0,10	-56,2	-0,23	23,9	11,6
Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	2,0	0,05	-44,3	-0,54	8,3	4,0
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	11,5	0,10	0,7	0,00	25,1	12,2
Utenriks sjøfart, rørtransport ³⁾	3,8	0,02	92,3	0,19	47,8	23,2
Transport ellers, post og telekommunikasjon ⁴⁾	10,6	0,09	44,9	0,34	13,3	6,5
Tjenesteyting, eiendomsdrift	6,0	0,01	-106,0	-0,21	49,5	24,1
Tjenesteytende virksomhet	IT	IT	-89,6	-0,52	17,2	8,4
Sum	-69,8	-0,06	-234,2	-0,11	205,5	100,0

¹⁾ En stor andel av forretningsbankenes utlån til utlandet er næringsfordelt.

²⁾ Finansinstitusjoner, stats- og trygdeforvaltningen og kommunesektor.

³⁾ P.g.a. endringer i næringskodene må næringene oljevirksomhet og utenriks sjøfart, rørtransport sees i sammenheng.

⁴⁾ T.o.m. 1995 omfattet næringskoden også privat og sosial tjenesteyting.

det en positiv utvikling til alle næringer bortsett fra i tjenesteyting og eiendomsdrift. Dessuten var det en nedgang i negative tap til utenriks sjøfart. Den positive tapsutviklingen underbygges av en stadig reduksjon i misligholdte og nullstilte lån¹⁾, se tabell 17. I begge bankgruppene har det vært en bedring fra 1995 til 1996. Tabellen viser også utviklingen i bankenes tapsavsetninger de siste to årene. Spesifiserte tapsavsetninger er gått vesentlig ned i begge bankgruppene, mens utviklingen har vært forskjellig på de uspesifiserte tapsavsetningene. Mens forretningsbankene har hatt en betydelig nedgang, har det vært en økning i sparebankene. Spare-

bankene ligger likevel fortsatt på et noe lavere nivå enn forretningsbankene.

10) Merk at sum tap i tabellene 18 og 19 ikke samsvarer med bokførte tap i tabell 15 og i resultatregnskapet i kapittel 2. Det skyldes at noen banker har rapportert brutto tap uten å ta hensyn til bevegelser i spesifiserte tapsavsetninger og inngang på tidligere konstaterte tap. Enkelte banker har også rapportert forskjellig de to årene. I tillegg er ikke uspesifiserte tapsavsetninger næringsfordelt. Disse forhold er årsaken til at tabell 18 viser en tapsnedgang fra 1995 til 1996, mens det i realiteten har vært en økning. I forretningsbankene er det meste av utlån til utlandet næringsfordelt, men en del ligger også i posten «andre». Dette skyldes ulik rapportering fra bankene. Næringskodene er også endret fra 1995 til 1996, og det kan også påvirke tallene.

11) Nullstilte lån er lån som ikke betjenes av låntaker, og hvor finansinstitusjonene derfor har stoppet inntektsføring av renter.

Tabell 19. Fordeling av utlån og tap på utlån, sparebanker (morbank). Millioner kroner, prosent av utlån og prosentvis andel

	Fordeling av tap på utlån				Fordeling av utlån	
	1995		1996		1996	
	mill.kr.	i % av utlån	mill.kr.	i % av utlån	mrk.kr.	% andel
Personmarkedet	240.9	0,16	-31,7	-0,02	169,0	61,5
Næringsmarkedet	277,8	0,34	51,4	0,06	93,0	33,9
Andre ¹⁾	59,0	0,64	90,4	0,72	12,6	4,6
Sum	577,7	0,24	110,1	0,04	274,6	100,0
Primærnæringer	34,0	0,23	-9,1	-0,06	15,8	17,0
Oljevirkosomhet ²⁾	0,0	0,00	0,0	0,00	0,1	0,1
Bergverk og industri	66,1	0,83	-8,6	-0,10	8,7	9,4
Bygg og anlegg, kraft og vannforsyning	75,8	1,24	-10,0	-0,15	6,7	7,2
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	64,3	0,48	33,3	0,22	15,3	16,5
Utenriks sjøfart, rørtransport ²⁾	-6,5	-0,25	-0,5	-0,01	3,5	3,7
Transport ellers, post og telekommunikasjon ³⁾	47,6	0,40	-6,2	-0,08	8,0	8,6
Tjenesteyting, eiendomsdrift	-3,5	-0,01	43,7	0,15	29,8	32,1
Tjenesteytende virksomhet	IT	IT	8,9	0,18	5,1	5,4
Sum	277,8	0,34	51,4	0,06	93,0	100,0

1) Finansinstitusjoner, stats- og trygdeforvaltningen, og utlandet.

2) P.g.a. endringer i næringskodene må næringene oljevirkosomhet og utenriks sjøfart, rørtransport sees i sammenheng.

3) T.o.m. 1995 omfatter næringskoden også privat og sosial tjenesteyting.

DET FREMTIDIGE KONKURRANSEMILJØET I BANKNÆRINGEN

Spesialrådgiver Harald Johansen og konsulent Tore Anders Husebø, Avdeling for finansiell analyse og struktur, Norges Bank

Det ventes store strukturelle endringer i banknæringen det neste tiåret. Nye institusjoner kan oppstå, og dagens institusjoner blir trolig større og færre. Den teknologiske utviklingen vil endre den underliggende lønnsomheten, og representerer både muligheter og trusler for bankene. Det åpnes for effektivisering, nye produkter, lavere etableringsbarrierer og fundamentalt ny distribusjon. De største bankene synes foreløpig å møte utfordringene på samme måte. Dette medfører at de vil støte på hverandre på de samme konkurranseflatene også i fremtiden. En rekke forhold bidrar til å opprettholde sterk konkurranse. For å sikre tilfredsstillende inntjening og stabilitet i næringen på sikt kan det være nødvendig med kapasitetsreducerende strukturendringer.

Innledning

Formålet med artikkelen er å vurdere inntjeningspotensialet i tradisjonell bankvirksomhet; utlån, innskudd og betalingsformidling. Konkurransmiljøet er på lang sikt avgjørende for bankenes inntjening og dermed også for stabiliteten i systemet. Den underliggende inntjeningen i tradisjonell bankvirksomhet er svekket de siste årene, og mange forhold indikerer at denne tendensen vil fortsette. I artikkelen vurderes en rekke forhold som vil få betydning for den fremtidige inntjeningen.

Først gis en kort oversikt over eksisterende bankstruktur. Deretter vurderes et sett miljøfaktorer med betydning for banksektoren i Norge som er relativt generelle i forhold til næringen: sosio-kulturelle (S), teknologiske (T), økonomiske (Ø) og politiske (P) faktorer (STØP). Generelt er målet med en slik gjennomgang å identifisere viktige faktorer som vil styre utviklingen i fremtiden.

Deretter vurderes et sett miljøfaktorer (M.

Porters mye omtalte fem-kraftsmodell) som «ligger nærmere» bransjen enn de generelle faktorene. Modellen kan betraktes som en utvidet konkurransemodell der både leverandører, kunder, substitutter, potensielle produsenter og eksisterende produsenter konkurrerer mot foretaket/ bransjen om verdien som skapes. De fem kreftene påvirker priser på produksjonsfaktorer, sluttprodukter og bransjens investeringsnivå og blir dermed bestemmende for bransjens samlede inntjening. Før avslutningen redegjøres det for hovedtrekkene i bankenes strategiske valg og tilpasning.

Dagens bankstruktur

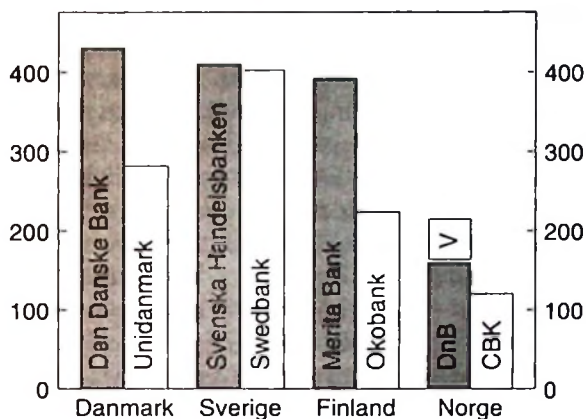
Det finnes 18 forretningsbanker og 133 sparebanker i Norge i dag. I løpet av det siste tiåret har antallet banker sunket med 1/4. Nedgangen i antall ansatte og filialer har vært enda større. Denne strukturasjonaliseringen har også funnet sted i de fleste andre industrialiserte land, hvor en har sett en enda klarere tendens mot større og færre institusjoner.

Tabell 1. Finanskonsernernes markedsandel. Andel av samlet forvaltningskapital i 1996.

Konsern	Bank	Kredittforetak og fin.selskap	Verdipapirfond	Skadeforsikring	Livsforsikring	Andel av totalmarkedet
DnB	22	10	19	0	19	19
CBK	14	25	11	—	3	12
Sparebanken NOR	13	10	19	—	2	10
Storebrand	0	0	7	27	34	9
Postbanken	16	—	1	—	—	10
Gjensidige	2	3	4	26	15	6
Landsb/Samvirkebanken	1	0	—	5	3	2
Sparebank I	13	2	5	—	1	9
Sum andel finanskonsern	82	50	66	58	75	75

Kilde: Kredittilsynet

Figur 1. De største nordiske finanskonsernene i 1995. Forvaltningskapital i mrd. NOK



Et annet viktig trekk ved bankstrukturen i Norge er dannelsen av finanskonsern. Bransjeglieningen mellom for eksempel bank og forsikring har resultert i flere store finanskonsern, som tilbyr en rekke ulike finansielle tjenester. I tabell 1 illustreres de største konsernernes andeler av forvaltningskapitalen innenfor ulike segmenter av det norske finansmarkedet. Av den siste raden fremgår det at markedsandelen for de åtte konsernene til sammen er minst 50 prosent i hvert av de fem segmentene. Den siste kolonnen viser for eksempel at DnB-konsernet hadde 19 prosent av forvaltningskapitalen i de fem segmentene under ett.

Norske finanskonsern er klart mindre enn konkurrentene i de andre nordiske landene, med unntak av Island. Figur 1 viser forvaltningskapitalen ved utgangen av 1995 i de to største finanskonsernene i Danmark, Sverige, Finland og Norge. For-

sikringselskapet Vital er tatt med i DnB-konsernet selv om overtakelsen formelt ikke skjedde før i 1996. Det fremgår av figuren at de to største norske finanskonsernene er relativt små selv i nordisk sammenheng. Det største nordiske finanskonsernet i 1995 var Den Danske Bank, som hadde en forvaltningskapital på omtrent 430 milliarder kroner.

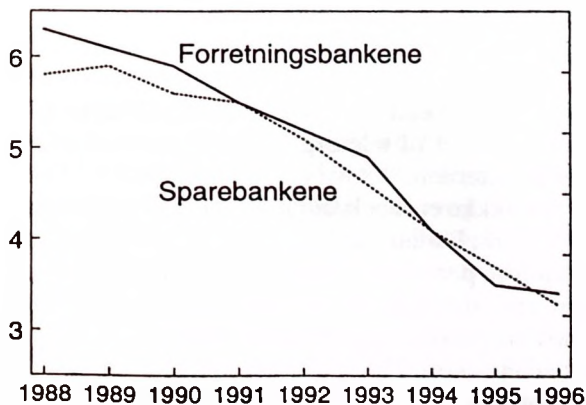
Forretningsbankene eies av aksjonærene, mens sparebankene er selveiende institusjoner. Selv om flere av de største sparebankene den siste tiden har utstedt grunnfondsbevis, er det fremdeles en vesentlig forskjell mellom avkastningskravet som rettes mot en forretningsbank og en sparebank. Gjennom sitt eierskap i flere av de største bankene er staten fremdeles en stor eier.

Bankene er dominerende innenfor betalingsformidling og har enerett på å tilby innskudd. Bankene er ikke alene om å tilby utlån til publikum, men norske banker kan likevel sies å ha en sterk stilling i kreditmarkedet.

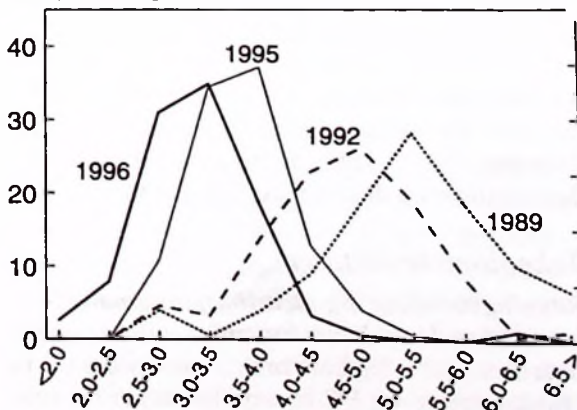
Rentemarginen er en sentral faktor for den underliggende inntjeningen i norske banker. Selv om bankene har inntekter fra flere forskjellige produkter, er det fremdeles inntektene fra den tradisjonelle innskudds- og utlånsvirksomheten som er viktigst. I figur 2a illustreres utviklingen i forretnings- og sparebankenes gjennomsnittlige rentemargin og i figur 2b vises spredningen i rentemarginen. Spredningen er angitt langs den horisontale aksene med 11 intervaller for rentemarginen. Langs den vertikale aksene angis andelen av bankene som har en rentemargin innenfor hvert intervall. Det fremgår at gjennomsnittet er redusert i begge bankgruppene de siste årene. Samtidig er det klare tendenser til at spredningen er blitt mindre, noe som

Figur 2. Utviklingen i rentemarginen. Gjennomsnitt og spredning

a. Gjennomsnitt



b. Spredning



også indikerer at konkurransen på innskudds- og utlånsmarkedet har økt den seneste tiden.

Soliditeten i bankene synes å være god, idet de fleste bankene oppfyller de formelle kapitaldekningskravene ved kjernekapitalen. Kjernekapitaldekningen i forretnings- og sparebankene som gruppe var på henholdsvis 8,3 og 12,2 prosent ved årsskiftet.

STØP

Sosio-kulturelle faktorer

Demografiske utviklingstrekk: Gjennom livsløpet vil en person veksle mellom å ha negative og positive netto finansinvesteringer. Statistisk sentralbyrå la ved årsskiftet 1993/94 fram anslag for befolkningsutviklingen. Fram mot år 2010 forventes antall personer i aldersgruppene 20 til 39 år – gruppen med antatt nettobehov for boliglån – å bli redusert med 103000. Aldersgruppen 40 til 49 år øker med 56000 personer, mens aldersgruppen fra 50 til 59 år – gruppen med nedbetaling av gjeld/fordringsoppbygging – øker med hele 170000 personer. Gitt uforandret inntekts- og forbruksmønster etter alder trekker disse endringene i befolkningens sammensetning i retning av redusert låneetterspørsel og økt finansiell sparing. I samme retning trekker trolig det at kommende generasjoner vil arve formuer i form av boliger, fritidseiendommer og finanskapital i en større utstrekning enn tidligere.

Utdanningsnivå/struktur: Tendensen de siste 20 årene er at det generelle utdanningsnivået er økt. Det er grunn til å tro at denne utviklingen fortsetter. En positiv sammenheng mellom økt grad av teknologiorientering og høyere utdanning innebærer blant annet at en økende andel av befolkningen vil være mottakelig for å ta i bruk nye distribusjonskanaler for finansielle tjenester. Kvinner tar gjennomgående lengre utdannelse enn før, og det må antas at yrkesdeltakelsen blant kvinner vil fortsette å øke over tid. Dette betyr at husholdningene får mindre tid til å utføre finansielle tjenester og vil stille andre krav til bankenes åpningstider og distribusjonskanaler fremover.

Teknologiske faktorer

Regningsbetaling og distribusjonskanaler: På bedriftskundemarkedet forventes at flere mindre bedrifter som i dag bare bruker brevgiro o.l. å ta i bruk telefon- og PC-baserte løsninger for reg-

ningsbetaling og interaksjon med banken. For øvrig åpner IT-utviklingen for større grad av bedrift-til-bedrift kommunikasjon for eksempel i form av elektronisk handel. Ulike nettverk av bedrifter kan, for å kontrollere betalingsstrømmene, foreta avregning seg imellom og definere behov for nye tjenester. Bankene må dermed kunne tilby et mer fleksibelt sett av produkter, som kan tilpasses bedriftenes ønske om arbeidsfordeling mellom kunde og bank.

På *privatkundemarkedet* har telegiro, det vil si regningsbetaling pr. telefon, fått en langt raskere utbredelse enn fagfolk ventet. Denne trenden antas å fortsette, og vil sammen med avtalegiro medføre lavere volum av papirbasert girohåndtering. Internett kombinert med større utbredelse av PC i hjemmene, vil trolig skape gjennombruddet for «hjemmebank». Kundene kan dermed selv utføre betalinger, utfylle lånesøknader og se på kontoinformasjon samt annen informasjon fra banken.

Samlet sett fører dette til en situasjon der det er mulig å betjene vesentlige kundesegmenter uten fysisk tilstedeværelse, dvs. uten bankkontorer. Dette har betydning for konkurransen innad i næringen, blant annet mellom regionbankene, ved at banker i enkelte markedssegment kan konkurrere om kundene uten å være lokalt representert. Det åpner også for at nye aktører kan etablere virksomhet uten et fullt utbygd filialnett.

Salgsstedsbetalinger og kort: Når det gjelder salgsstedsbetalinger, også kalt «kontantbetaling», har det vært en sterk økning i kortbruk, en trend som forventes å fortsette. I dag er det først og fremst bankutstedte debet-kort som benyttes i butikker, men i fremtiden kan kort utstedt av ikke-banker, herunder varehandelskjeder, bli mer vanlige. I første omgang vil disse trolig være knyttet til kortholderes bankkonti (for eksempel gjennom autogiro-avtaler), men på litt sikt kan det også bli tale om ulike former for rentebærende forhåndsbetaling, samt spesielle avregningskonti knyttet til teletorg-lignende markedsplasser på Internett.

I en rekke europeiske land (blant annet Belgia, Danmark, Finland og Sveits) har bankene begynt å innføre pengekort. I andre land, som Tyskland, har en valgt å koble innføringen av pengekort med en generell overgang fra magnetstripe-kort til «chip»-kort. I Norge er det særlig Telenor, VI-SA og Europay som har uttrykt interesse for å få

innført pengekort. De norske bankene har på sin side gjennomført en pengekortutredning og kommet til at et felles pengekortsystem ikke i overskuelig fremtid vil kunne svare seg for bankene. Dette utelukker ikke at det vil kunne oppstå initiativ der enkeltbanker og et kortselskap er involvert sammen med viktige aktører innen for eksempel tjenesteyting og varehandel.

Infrastrukturen for betalingsformidling og IT-leverandører: Mye tyder på at bankene og ikke minst kundene er tjent med den funksjonaliteten som ligger i den felles IT-infrastrukturen som er bygget opp. Det er imidlertid et potensiale for kostnadseffektivisering, blant annet i håndtering av interbank-transaksjoner. Det er tvilsomt om det vil skje vesentlige forandringer før år 2000, men på sikt må en forvente en overgang fra dagens forholdsvis sentraliserte struktur, der mye går via BBS, i retning av mer distribuerte løsninger, der større deler av datautvekslingen skjer direkte mellom de enkelte bankdatasentraler/banker. Forøvrig forventes en fortsatt økning i konkurransen mellom de etablerte avregnings- og datasentraler innbyrdes og mellom disse og nye aktører, som for eksempel Telenor/Schibsted.

SWIFT og de internasjonale kortselskapene (VISA og Europay/MasterCard) ventes å beholde sine ledende posisjoner i alle fall fram til år 2000 innenfor grensekryssende betalinger.

Økonomiske faktorer

Foretakssektoren: Redusert investeringsetter-spørsmål og god inntjening etter skatt tilsier moderat låneetterspørsmål. Bedriftene vil i stor grad kunne egenfinansiere investeringer. Dette gir trolig moderat vekst i bankenes utlån til foretakssektoren, med muligheter for skjerpet konkurranse. God gjeldsbetjeningsevne gir relativt lave utlånstap, og muligheter for reforhandling av rentebetingelsene. Det kan stilles spørsmål om bankene under slike forhold tar tilstrekkelig betalt for kredittrisikoen gjennom låneperioden.

En kan neppe vente særlig stor økning i bedriftenes bankinnskudd selv om likviditeten vil være god. Generell økonomisk vekst kan medføre økt transaksjonsvolum i betalingsformidlingen, men med vridning mot billigere tjenester. Bankene kan neppe vente særlig netto inntektsvekst på dette området.

Husholdningssektoren: Betydelig økning i disponibel realinntekt og redusert konsumvekst gir økt sparerate. Noe av sparingen finansierer realinvesteringer i bolig, men det forventes betydelige netto finansinvesteringer. Dette impliserer trolig relativt lav låneetterspørsmål. I tillegg kommer at husholdningene de siste to årene har kjøpt mye varige konsumgoder, som biler, møbler, hvite- og brunevarer. Denne gjeninnhenting av det lave konsumet på begynnelsen av 90-tallet, kan være en engangseffekt. I så fall vil trolig nivået på kredittfinansiert konsum avta. Dersom prisene i boligmarkedet øker betydelig, kan en vente økt kredittfinansiering av boliger. Prisøkningen den siste tiden har vært relativt stor i enkelte regioner. Husholdninger som har vært kredittrasjonert, kan ha passert terskelen for innvilgelse av lån. Dette kan gi en viss økning i låneetterspørmselen. Sterk bedring i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne og økt boligformue gir for øvrig grunnlag for å reforhandle prisen på kreditt. Dette kan redusere bankenes rentemargin på utlån til husholdninger. God gjeldsbetjeningsevne gir lave utlånstap, men kan også føre til for lav kredittrisikopremie og dermed manglende oppbygging av reserver til å møte omslaget når det kommer.

Det ventes store positive netto finansinvesteringer i sektoren, noe som gir finansiell sektor tilgang til betydelige sparemidler. Innskuddsrenten bestemmes i konkurransen mellom bankene og mellom bankinnskudd og alternative spareformer. Økt fokus på avkastningen på husholdningenes sparemidler vil trolig bidra til lav rentemargin på bankenes innskudd.

Vekst i økonomien gir grunnlag for en økning i antall betalingsformidlingstransaksjoner. Samtidig faller trolig gjennomsnittsprisen pr. transaksjon. Det er som antydnet foran, lite trolig at bankene vil kunne generere betydelige inntektsøkninger i dette markedssegmentet.

Politisk/legale faktorer

Etter EØS-avtalens ikrafttredelse 1 januar 1995 har banker og andre kredittinstitusjoner som er etablert i et annet EØS-land, rett til å tilby banktjenester gjennom grensekryssende virksomhet eller gjennom filialetablering. Tilsvarende regler gjelder for forsikringsselskap og verdipapirforetak. Innenfor rammene av GATS-avtalen er det nylig etablert regler for markedsadgang for

finansinstitusjoner med hjemland utenfor EØS-området.

Kapitaldekningsreglene og kravene til minste startkapital er harmonisert og virker neppe særlig diskriminerende verken mellom finansinstitusjoner fra ulike land eller mellom ulike finansinstitusjonstyper.

En stor del av den norske finansnæringen er organisert som sparebanker og gjensidige selskap. Det gjennomsnittlige avkastningskravet for denne typen organisasjoner er lavere enn for aksjeselskap. Forskjellen i avkastningskrav har betydning for konkurransesituasjonen og er særlig relevant i geografiske områder som betjenes av sparebanker med høy egenkapital i form av egne fond.

Adgangen til å motta innskudd fra en ubestemt krets av innskytere er forbeholdt bankene. Innskuddsmonopolet kan tenkes å komme under press. I Sverige har en åpnet for «kjøpekort» som gir mulighet for innskudd, og også norske aktører har vist interesse for dette. Banklovkomisjonens delutredning nr. 4 vil omhandle dette spørsmålet.

Stortinget har gitt sin tilslutning til Regjeringens forslag om å åpne for pensjonssparing i bank med samme skattemessige behandling som pensjonsforsikring, jf. punktet om substitutter i neste avsnitt. Det detaljerte regelverket er ennå ikke utformet. Dette vil bidra til å styrke bankenes konkurranseposisjon.

Livselskap kan ikke plassere mer enn 20 prosent av forsikringsmessige avsetninger i aksjer, og de kan maksimalt eie 15 prosent av aksjene i et foretak. I dag utnyttes ikke mulighetene for samlet plassering i aksjer. Med en større andel av plasseringene i aksjer og langsiktige obligasjoner, ville kundene trolig fått høyere avkastning på lang sikt. Kredittilsynet har foreslått justeringer i regelverket for tilleggsavsetninger, som kan føre til større aksjeinvesteringer. Dersom regelverket på litt lengre sikt mykes opp, vil forsikringsselskapene kunne plassere mer langsiktig og dermed oppnå høyere langsiktig avkastning. I så fall vil forsikringsselskapenes stilling i konkurransen om husholdningenes sparing styrkes.

Bankene har i lang tid hatt store float-inntekter. I 1994 er de beregnet til om lag 800 mill kroner¹⁾. Banklovkomisjonen har i sin delutredning nr. 1 om «Finansavtaler og finansoppdrag» (NOU 1994:19) blant annet foreslått regler som er utformet med sikte på i hovedsak å eliminere

bankenes muligheter til å oppnå float-inntekter. Dersom Stortinget gir sin tilslutning, vil en viktig inntektskilde for bankene falle bort.

Forretningsbankene har i en rekke sammenhenger hevdet at den norske sikringsfondsavgiften utgjør en vesentlig konkurransemessig ulempe i forhold til utenlandske banker. Stortinget har nå vedtatt å endre beregningsmåten for sikringsfondsavgiften. Dette innebærer at en eventuell konkurranseulempe for norske banker blir noe redusert i forhold til nå.

Femkraftsmodellen

Etableringsbarrierer

For utenlandske banker eller for norske forsikringsselskap som kjøper en eksisterende bank, er etableringsbarrierene trolig relativt lette å overkomme. Mangel på informasjon om og relasjoner til kundemassen representerer imidlertid et stort etableringshinder.

Stordriftsfordeler kan være et annet viktig etableringshinder fordi det påfører nye aktører med relativt lavt volum betydelige kostnadsulemper. Det er gjort en rekke empiriske studier av skalfordeler i bankvirksomhet, men måleproblemer gjør at konklusjonene fra denne litteraturen er uklare. Trolig eksisterer det stordriftsfordeler i en rekke av bankenes produksjonsprosesser. Det kreves en viss størrelse for å oppnå tilstrekkelig diversifisering av utlånsporteføljen. For filial-etableringer og etableringer gjennom oppkjøp av eksisterende banker er dette et mindre problem. Også i kredittvurdering kan det å være stor gi kostnadsfordeler. En bank må ha et minste forretningsvolum for å opparbeide tilstrekkelig kompetanse om komplekse produkter, herunder derivater, og være virksom i valutamarkedene. For et gitt analysemiljø vil enhetskostnaden avta ved økende volum. Dette kan gjelde innen kapitalforvaltning. Stordriftsfordeler kan også finnes i oppbygging og drift av teknologiske systemer. Utvikling av ny teknologi krever betydelige investeringer og kan virke ekskluderende. Igjen er dette forhold som primært gjør det vanskelig å starte helt ny bankvirksomhet og i mindre grad hindrer etablerte aktører å tre inn på arenaen. I betalingsformidlingen er stordriftsfordelene i

1) Robinson, P.E. og Flatraaker, D.I. (1995) «Inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen». Penger og Kreditt nr 2/1995.

stor grad realisert gjennom samarbeidet mellom bankene, og nye banker kan kjøpe seg tilgang til systemet til en pris som ikke hindrer etablering.

Breddefordeler innebærer at en finansinstitusjon som tilbyr en tjeneste, kan få lavere kostnader i produksjon av en annen tjeneste. Også breddefordeler fungerer som en etableringsbarriere, fordi nye konkurrenter må produsere hele produktspekteret for å få like lave produksjonskostnader som eksisterende bedrifter. Breddefordeler i bank kan relatere seg til innskudds- og utlånsfunksjonene. Den informasjonen banken får om kunden gjennom å følge bevegelser på innskuddskontoen, kan utnyttes i forbindelse med kredittvurdering ved søknad om lån. Flere empiriske analyser fra USA indikerer at slike breddefordeler finnes. En annen breddefordel finnes trolig mellom salg av boliglån og eiendomsmegling. Det kan også eksistere breddefordeler mellom bank og forsikring, kanskje særlig på salgssiden. Gjennom å øke produktspekteret kan filialnettet utnyttes bedre. Økt produktspekter kan også gi mer lojale kunder. Et klart utviklingstrekk i finansnæringen i dag, i Norge så vel som i andre land, er dannelsen av blandede konsern som tilbyr både tradisjonelle bank- og forsikringsprodukt. Det er sannsynlig at denne utviklingen er basert på en antakelse om at det kan realiseres breddefordeler.

Bankene har tradisjonelt solgt sine tjenester direkte fra egne filialer. Det er dermed ingen mellomledd mellom banken og sluttbrukeren, og bankene har sine egne distribusjonskanaler.

Livselskapene har i noen tid benyttet bankfilialer som distribusjonskanaler for en del av sine produkter. Innenfor forsikringsmarkedet er det nå som følge av allianser og oppkjøp begrenset tilgang til bankfilialer som distribusjonskanaler for nye aktører. Filialnettet vil få konkurranse fra nye distribusjonskanaler drevet fram av ny teknologi og nye bruksområder for eksisterende teknologi. To eksempler på nye distribusjonskanaler er internett og telefon. Tilgangen til de nye distribusjonskanalene er ikke begrenset på samme måte som tilgangen til filialnettene. De nye kanalene er også klart billigere i drift enn filialnettene. Dette gjør det lettere for nye banker å etablere seg.

Ved etablering av en kredittinstitusjon er kravet til minste startkapital 5 millioner ECU, som tilsvarer om lag 40 millioner kroner. En bank som skal drive med betalingsformidling, må for

eksempel betale et tilslutningsgebyr til BBS. I 1995 måtte en mindre sparebank betale en avgift på 250.000 kroner for sin tilslutning til fellessystemet. Avtalen om beregning av pris for tilgang til bankenes fellessystemer innen betalingsformidling er behandlet og godkjent av Finansdepartementet. Tilslutningsgebyret vil neppe virke prohibitivt. I tillegg til nevnte etableringskostnader må også institusjonene ha stor nok kapital til å dekke eventuelle underskudd i driften de første årene. Kapitalkravet representerer neppe en reell hindring for seriøse aktører.

Tradisjonelle bankprodukt er relativt standardiserte og forholdsvis enkle å kopiere. Det gjøres enkelte forsøk på produkt differensiering, men det er neppe grunn til å tro at bankene vil kunne skape en type bindinger på produktsiden som kan utgjøre en effektiv etableringsbarriere over lengre tid.

Substitutter

Både husholdninger og foretak har flere alternativ til tradisjonelle bankinnskudd og utlån. Utviklingen de senere år kan tyde på at tradisjonelle bankinnskudd viker plass for forsikringskrav og i noe mindre grad for verdipapirfondinvesteringer. Andel av bankinnskudd relativt til husholdningenes samlede finansielle fordringer har avtatt, mens sparing gjennom forsikringsprodukter og verdipapirfond har økt.

Økningen i forsikringssparing skyldes trolig særlig demografiske forhold og den generelle velstandsutviklingen i samfunnet. En annen forklaring er den skattemessige begunstigelsen av pensjonsforsikringer, selv om denne riktignok er begrenset i forhold til tidligere. Skatteforhold kan forklare at veksten de siste årene først og fremst har funnet sted innenfor kollektive pensjonsforsikringer og i mindre grad innenfor individuelle forsikringer. De senere årene har forsikringsproduktene blitt mer fleksible. Livselskapene har bevisst endret produktene til nærmere substitutter til banksparing. Økningen i forsikringssparing kan også skyldes den usikkerhet mange føler når det gjelder Folketrygdens fremtidige ytelser.

I behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett 1996 sluttet Stortinget seg til Regjeringens forslag om å gi adgang til pensjonssparing i bank med samme gunstige skattebehandling som pensjonsforsikring. Dette innebærer isolert sett en styrking av bankenes posisjon i konkurransen

om sparemidlene. Stortinget gav også tilslutning til å gi forsikringsselskapene adgang til å tilby spareprodukter som ikke er bundet av forsikringslovgivningens ordinære fordelingsprinsipp. Det er i tillegg åpnet for livsforsikring med investeringsvalg, såkalt «unit linked». Dette vil isolert sett bidra til å styrke forsikringsselskaperes konkurranseposisjon.

Markedsandelene for sparing i verdipapirer, enten direkte eller gjennom verdipapirfond, har økt de siste årene. På grunn av høye kurtasjer og den høyere risikoen, er imidlertid sparing direkte i aksjemarkedet kun i begrenset grad et substitutt til bankinnskudd, forsikringsparing og sparing i rentebærende papirer. Direkte aksjesparing er dermed i hovedsak aktuelt for foretak/institusjoner og store private investorer. Et nærmere substitutt til bankinnskudd og forsikringsparing er plasseringer i rentebærende papirer og verdipapirfond.

Fremveksten av verdipapirfond har gitt mindre foretak og husholdninger økte muligheter for sparing i verdipapirer. Sparing i verdipapirfond har i Norge fortsatt en betydelig lavere markedsandel enn i land det er naturlig å sammenligne oss med, noe som taler for fortsatt vekst i fondenes markedsandel. Dette forsterkes av økt bevissthet om effektiv kapitalhåndtering og markedsmessig avkastning. De fleste av de større bankene tilbyr fondssparing gjennom datterselskaper. Verdipapirfondene kan fremover trolig styrke sin stilling ytterligere gjennom økt fleksibilitet i forhold til bindingstid, uttak, flytting mellom ulike typer fond mv. Eksempelvis er mange verdipapirfond i USA sjekkdisponible. Slike fond vil trolig etter hvert også bli etablert i Norge og vil forsterke konkurransen ytterligere i forhold til de tradisjonelle spareformene. Bankene tilbyr risikoaverse innskyttere en likviditetsforsikring, og transformerer likvide innskudd til illikvide utlån. Utviklingen av verdipapirfond, med andeler som er sjekkdisponible, vil redusere bankenes tradisjonelle fordel som tilbydere av likviditetsforsikring.

Også når det gjelder tradisjonelle utlån møter bankene sterk konkurranse fra andre tilbydere. Den vanligste formen for kredittytning i Norge er utlån direkte fra finansinstitusjon. For foretakene er det viktigste substituttet til utlån lånopptak gjennom utstedelse av omsettelige verdipapirer. Obligasjonsmarkedets andel av publikums samlede kreditt har økt betydelig siden midten av

1980-tallet. Økningen i obligasjonsmarkedet har sammenheng med en gradvis liberalisering i løpet av 1980-tallet. Det har imidlertid vært en klar trend internasjonalt at en økende del av kredittytningen skjer over verdipapirmarkedet. I kredittmarkedet for mindre og mellomstore foretak finnes det ikke like klare substitutter til lånopptak i finansinstitusjoner. I dette markedet har finansinstitusjonene dermed større muligheter til å hente ut renprofitt.

Verdipapirisering og finansiell innovasjon bidrar til å øke investorenes valgmuligheter, eller sagt på en annen måte: til komplettering av markedene. I tillegg vil ny informasjons- og handelsteknologi redusere informasjons- og transaksjonskostnadene i verdipapirmarkedet relativt til bankenes utlånskostnader. Dette reduserer dermed markedsimperfeksjonene som har dannet mye av bakgrunnen for bankenes komparative fortrinn i forhold til markedene.

Det har den senere tid vært en økning i antall finansieringsselskaper med begrenset virksomhetsområde både i Norge og internasjonalt. Disse selskapene er eid av og beregnet for kunder av bilforhandlere, varehuskjeder m.v. Slike selskaper er ikke underlagt like strenge reguleringer som bankene, men konkurrerer likevel med bankene på enkelte virksomhetsområder. Denne type forbrukslån er et klart substitutt til bankenes forbrukslån.

Kunder

Det er flere forhold som indikerer at bankene nå i mindre grad enn før kan ta ut merprofitt fra kundebasen. Utlåns- og innskuddsprodukter er relativt standardiserte, og informasjon om relative avkastningsrater og andre kontraktsvilkår er bedret den senere tiden. Innskyttere kan relativt enkelt og til lav kostnad bytte spareobjekt. Dette gjelder også for en stor del av utlånskundene. Ettersom husholdningenes finansielle fordringer i årene fremover trolig øker, vil også fokus på avkastningen øke. Det er tendens til økt konsentrasjon blant kundene ved en viss organisering på både låntaker- og innskytersiden.

Kundelojalitet kan skyldes at kundene har tillit til eksisterende banker eller at eksisterende banker har verdifull informasjon om kundene og derfor er i stand til å foreta en bedre risikobedømming enn nye banker. En god kunde som av ulike årsaker ønsker å bytte bank, vil kunne regne med noe dårligere betingelser i en periode

inntil den nye banken er overbevist om at dette virkelig er en god kunde. Kunderelasjoner kan erverves gjennom oppkjøp og også til en viss grad gjennom oppkjøp av medarbeidere i etablerte institusjoner. Kundenes lojalitet til enkeltbanker er blitt redusert i løpet av de siste 20 årene, og særlig etter at dereguleringen midt på 1980-tallet fjernet grunnlaget for sparelånskontrakter. I dag er det en mer aggressiv konkurranse om å kapre nye kunder. Dette er en del av den konkurransestrategi bankene følger, og bidrar til at kundene i større grad blir innstilt på å bytte bank for å oppnå bedre betingelser. Redusert kundelojalitet har dermed gjort det norske markedet mer konkurranseutsatt. Næringens egne undersøkelser indikerer at kundelojaliteten generelt sett er avtakende.

Med kunnskap om effektiv rente, og låneadgang flere steder, har husholdningene god mulighet til å sammenligne tilbud fra ulike leverandører. For kunden kan derfor produktene virke mer standardiserte enn tidligere. Det øker kundemakten. Forsøk på produkt differensiering kan lett kopieres av andre. Fra enkelte bankers side er det imidlertid visse tendenser til å møte dette problemet gjennom varemerking av banktjenester, ved pakking av ulike produkter og ved å gi totalrabatter. Dels vil målet være å oppnå kundelojalitet, dels vil prisene på enkeltprodukter bli mindre sammenlignbare.

De største, børsnoterte foretakene er internasjonalt orientert med gode muligheter til å reise kapital i verdipapirmarkedet. De kan således hente inn kapital uten å gå veien om norske banker. Dessuten vil de i kraft av sin størrelse og kredittverdighet kunne påvirke bankenes lånevilkår mer enn andre kunder. For eksempel vil de kunne unngå pantstillelser, og rentemarginen for bankene må normalt ventes å bli svært lav. Dette er også de foretakene som vil stå for de største enkeltlånene. Også de mellomstore og store foretakene har god informasjon om alternativene, og dette vil drive fram konkurranse mellom bankene, selv om det ikke nødvendigvis fører til bytte av bank.

Leverandører

Konkurransen i banknæringen i tiden fremover er også knyttet til bankenes valg av hvor stor an-

del av produksjonen som skal skje internt og hvor mye som skal hentes fra eksterne leverandører. Det er ventet at bankene i større grad vil kjøpe produksjonsfaktorer eksternt og skille ut enkelte funksjoner i egne selskaper/organisasjonsheter. Eksempler på tjenester som kan være aktuelle for såkalt «outsourcing», er IT-virksomhet, risikostyrings- og klassifiseringssystemer, prosesseringstjenester, gjeldsinnkreving, drift av minibanker, administrasjon av kredittkort, økonomifunksjoner og ulike typer av analyser og fremskrivninger.

Ekstern leveranse er ikke et nytt fenomen. Det nye er at den teknologiske utvikling har endret og vil fortsette å endre hvilke deler av produksjonen bankene har komparative fortrinn på, og hvilke som av kostnadsmessige grunner bør hentes inn fra eksterne leverandører. Enkelte tjenester, som for eksempel kapitalforvaltningstjenester, vil også skilles ut i egne selskaper eller andre organisasjonsformer fordi det av styringsmessige hensyn er mest hensiktsmessig. En annen fordel med «outsourcing» kan være å bryte opp interne monopoler. Ulempene kan være at egne kunder introduseres for potensielle konkurrenter, og at institusjonen må gjennom omstillingsprosesser dersom det har vært intern produksjon tidligere.

Dersom andelen av produksjonen i tradisjonell bankvirksomhet som kan kjøpes fra eksterne leverandører øker, vil etableringsbarrierene bygges ned. Dette vil virke konkurransefremmende. Samtidig blir det mulig for selv de minste bankene å nyte godt av stordriftsfordeler som den selv var for liten til å kunne oppnå. «Outsourcing» kan således skape muligheter for småbankene selv om de muligens må betale mer pr. enhet av tjenesten enn de store bankene.

Konkurransenintensitet

Det er et relativt høyt antall banker i Norge. Selv om enkelte banker er store, er det liten grunn til å anta at disse har betydelig markedsmakt. Målt ved for eksempel Herfindahl-indeksen har markedskonsentrasjonen avtatt betydelig over store deler av 1990-tallet. Indeksen²⁾, H , kan ha verdier mellom null og 10000. Null representerer en bransje med et «uendelig» antall små foretak, mens 10000 innebærer et rent monopol, dvs. en bransje med kun ett foretak. De amerikanske konkurransemyndighetene betrakter et marked med $H < 1000$ som «unconcentrated», mens $H > 1800$ betraktes som «highly concentrated».

2) Indeksen omfatter alle forretnings- og sparebankene inkludert Postbanken, og beregnes ved å summere de kvadrerte markedsandelene til hver enkelt bank.

Tabell 2. Markedet for person- og næringsutlån. Herfindahl-indeksen og de 3 største bankenes markedsandel

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Personmarkedet:							
Herfindahl	832	774	707	682	669	680	682
De 3 største	45	43	40	40	39	40	40
Næringsmarkedet:							
Herfindahl	1676	1545	1418	1367	1199	1123	1034
De 3 største	63	61	58	56	53	52	50

Tabell 2 viser at konsentrasjonen i personlånmarkedet har vært lav i hele perioden. Konsentrasjonen falt en del fra 1990 til 1994, mens den etter dette har vist en svak økning. I markedet for næringslån har konsentrasjonen i hele perioden 1990-96 ligget på et akseptabelt nivå. Indeksen har falt betydelig i perioden og nærmer seg den grensen amerikanske myndigheter har satt for «unconcentrated». Den relativt sterke nedgangen har i hovedsak sammenheng med at de tre største forretningsbankene i kjølvannet av bankkrisen tapte markedsandeler til mindre banker.

Tilsvarende tall for næringslånmarkedet fordelt på seks regioner i Norge viser at konsentrasjonen er blitt lavere i hele landet i perioden fra 1991 til 1994. Riktignok var det ved utgangen av 1994 flere regioner med høy indeksverdi. De tre nordligste fylkene hadde høyest indeksverdi, og en indeksverdi på noe over 1800 kan tyde på en viss markedsrett for de største bankene i dette området.

De tre største bankenes markedsandel av utlån til publikum i Norge er klart lavere enn i de andre nordiske landene. Ved utgangen av 1994 lå andelen på 44 prosent, mens de tilsvarende tallene for Sverige, Danmark og Finland var på henholdsvis 64, 65 og 58 prosent. Det er trolig fortsatt en markert forskjell mellom Norge og de tre andre landene.

Tabell 3 viser tall for konsentrasjonen i innskuddsmarkedet. Innskuddene er ikke fordelt på person- og næringsmarkedet. Konsentrasjonen på innskuddsmarkedet er blitt lavere i løpet av 1990-tallet, og kan karakteriseres som liten.

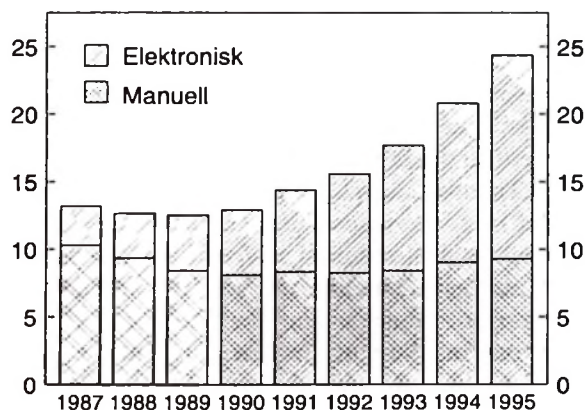
Tabell 3. Innskuddsmarkedet. Herfindahl-indeksen og de 3 største bankenes markedsandel

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Herfindahl	927	892	917	843	839	812	818
De 3 største	45	44	45	44	43	42	42

Når en sammenligner innskuddsmarkedene i de nordiske landene, finner en klar forskjell mellom Norge og de andre tre. Ved utgangen av 1994 var de tre største bankenes andel av innskuddsmarkedet i Norge på 43 prosent. Dette var betydelig lavere enn i Sverige, Danmark og Finland, hvor de tilsvarende andelene var på henholdsvis 61, 62 og 58 prosent.

Banksektoren kan med dagens faktorinnsats, organisering og teknologi trolig håndtere et betydelig høyere produksjonsnivå. På tross av en vesentlig reduksjon i antall banker, filialer og ansatte de siste årene er den fysiske kapasiteten fremdeles høy. Nye teknologiske løsninger, deregulering av næringen og produktivitetsvekst medfører at kapasiteten kan øke selv om antall ansatte osv. reduseres. I figur 3 er dette illustrert ved antall utførte betalingstransaksjoner pr. an-

Figur 3. Betalingstjenester fra norske banker. Antall transaksjoner (i tusen) pr. ansatt



satt i norske banker i perioden 1987-95. Antall ansatte ble redusert med nesten 30 prosent i løpet av disse årene. Som det fremgår av figuren, har antall betalingstransaksjoner pr. ansatt økt med 85 prosent i denne perioden. Figuren viser dessuten at det er de elektroniske transaksjonene (kort og elektronisk giro) som har stått for den kraftige veksten, mens manuelle transaksjoner (sjekk og blankettgiro) har ligget på noe under 10.000 transaksjoner pr. ansatt i hele perioden.

Den finansielle kapasiteten, målt ved overdekning i forhold til de formelle kapitaldekningskravene, er også høy i de fleste bankene. Dagens krav vil være oppfylt selv med en betydelig utlånsvekst de kommende årene. Samtidig forventes forholdsvis moderat kredittetterspørsel fra husholdnings- og foretakssektoren i de nærmeste årene. Dette kan samlet sett føre til en viss overkapasitet som vil virke konkurransefremmende.

Overkapasitet kan bygges ned på ulike måter. I den siste tiden har flere norske banker utvidet produkttilbudet for å selge mer gjennom det eksisterende distribusjonsnett, og flere av de største institusjonene er i dag leverandører av et bredt spekter av finansielle tjenester. En alternativ strategi, som to svenske banker nylig valgte, er å fusjonere for deretter å legge ned overlappende filialer. Finansiell overkapasitet kan for eksempel reduseres gjennom tilbakebetaling av egenkapital, slik BNbank gjorde i 1996, eller ved oppkjøp med kontant betaling som reduserer samlet utlånskapasitet.

Strategisk posisjon, strategiske valg og strukturelle endringer

Grunnleggende strategier; status

Noen strategiske valg er bedre enn andre i den forstand at forventet fremtidig inntjening er større ved det ene enn ved det andre valget. Institusjoner som produserer finansielle tjenester med lavere kostnader enn andre institusjoner, oppnår høyere inntjening. Tilsvarende vil institusjoner som klarer å differensiere produktene, kunne skape merverdier som kundene vil betale ekstra for. Hvis en institusjon har tatt et valg om enten å være lavkostnadsprodusent eller å tilby differensierte produkter, må den velge om den skal konkurrere bredt eller smalt/fokusert.

De største bankene konkurrerer bredt, men fremstår pr. i dag verken som lavkostnadsprodu-

senter eller med utpreget differensierte produkter. Flere av de store finanskonsernene er imidlertid i ferd med å organisere virksomheten for å kunne opptre som lavkostnadsprodusenter innenfor enkelte virksomhetsområder og tilbydere av differensierte produkter innenfor andre områder, blant annet ved å utvikle spesialkompetanse for ulike produkter og tjenester. Generelt kan en vel hevde at ingen finansielle institusjoner i Norge som konkurrerer bredt, er vesentlig mer kostnadseffektiv eller tilbyr en vesentlig større merverdi enn konkurrentene.

De store forretningsbankene og de største sparebankene har pr. i dag ikke en strategisk posisjon som beskytter inntjeningen over tid.

En stor del av sparebankene konkurrerer i regionalt avgrensede områder med tradisjonelle bankprodukter. Disse bankene er ikke utpreget lavkostnadsinstitusjoner og tilbyr primært enkle standardiserte produkter.

Noen banker tilbyr standardiserte produkter ut fra en lavkostnadsbase til relativt fokuserte markedssegment. De fleste av disse institusjonene er relativt små. Enkelte andre banker tilbyr differensierte produkter til et smalt kundeselement. Begge disse typene av institusjoner har valgt en nisjestrategi og søker å oppnå meravkastning på egenkapitalen enten ved å holde et lavt kostnadsnivå eller ved å tilby kundene en merverdi utover det andre aktører kan tilby til samme pris.

Utviklingsstrategier

I strategilitteraturen argumenteres det for at foretak og institusjoner for å oppnå meravkastning på egenkapitalen først må velge grunnleggende strategi, dvs. om den skal være en lavkostnadsprodusent eller tilby differensierte produkter innenfor et virksomhetsområde og om den skal konkurrere bredt eller smalt. Store finanskonsern kan velge ulike strategier for ulike deler av konsernet. Når institusjonen har valgt overordnet strategi, må den velge hvilke produkt som skal tilbys og hvilke markeder som skal betjenes.

Det er nedlagt et betydelig arbeid i bankene med å analysere det fremtidige konkurransemiljøet for finansnæringen. I stor grad trekkes de samme konklusjonene både med hensyn til de viktigste utviklingstrekk i miljøet og hvilke tiltak bankene må iverksette for å møte utfordringene.

Det er et generelt trekk at rentemarginen i ban-

kene er redusert de siste årene, og det er særlig marginen på innskudd som har avtatt. Bankene venter fortsatt avtakende rentemargin fram mot årtusenskiftet, og enkelte banker anslår rentemarginer ned mot 2,7-2,8 prosentpoeng. For å oppnå tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen iverksetter bankene tiltak for å øke andre inntekter og bedre kostnadseffektiviteten.

Inntektene søkes økt ved å tilby foretak, husholdninger og offentlig sektor et bredt spekter av finansielle tjenester; herunder lån, innskudd, forvaltning, valuta- og kapitalmarkedsprodukter, eiendomsmegling og -forvaltning, betalings-tjenester, livs- og pensjonsforsikringsprodukter og finansiell rådgivning. For de store bankene er dette en måte å utnytte et stort og kostnadskre-vende distribusjonsapparat. De to sparebank-sammenslutningene vurderer et bredt produkt-spekter som nødvendig for å kunne konkurrere med de store forretningsbankene. I tillegg kommer to forsikringsdrevne finanskonsern som øns-ker å tilby et bredt spekter av finansielle for-valtningstjenester. Ved å tilby et tilnærmet kom-plett finansielt produktspekter og ved å søke og skape merkevarelojalitet følger bankene en dif-ferensieringsstrategi. En vellykket strategi inne-bærer at kunden oppfatter bankens produkter som annerledes og bedre enn andre finansinsti-tusjoners produkter. Differensieringen av pro-duktet(ene) gir kunden en følelse av å erverve en merverdi, dvs. en verdi ut over det kunden mot-tar ved å betale tilsvarende pris for andre institu-sjoners produkter. De samarbeidende spareban-kene fester lit til at lokal tilhørighet og nærhet skal virke differensierende.

Det synes å være enighet mellom bankene om at nye distribusjonskanaler medfører lavere kostnader enn tradisjonelle kontorer og at utradi-sjonelle distribusjonskanaler vil vinne markeds-andeler. Det vurderes som usikkert om disse kan-alene vil komme som et tillegg til eksisterende kanaler, men uansett vil kontornettets relative betydning avta. Bankene vil ikke kontrollere dis-tribusjonskanalene i samme grad som før, og fal-lende teknologikostnader vil anspre nykomme-re til å etablere virksomhet.

Mange banker har allerede iverksatt og kost-nadsført tiltak med sikte på fremtidige omstil-linger. Samtidig krever et større og mer komp-lekst produktspekter en annen kompetanse enn det den gjennomsnittlige bankansatte innehar i dag. Redusert bemanning muligjgjøres av rask

teknologisk utvikling, som er en forutsetning for å møte og behandle kundene på en annen måte og for å ta ut stordriftsfordeler i drifts- og distri-busjonsfunksjoner.

I fremtiden vil bankene i betydelig større ut-strekning enn tidligere være salgs-, kunde- og markedsorientert. Utvikling av ledere og øvrig personale generelt, og spesielt på det teknologis-ke området, og tilpasning av organisasjonen vil kreve store ressurser. Arbeidsoppgaver vil måtte effektiviseres og arbeidsmåter endres. I tillegg vil det bli fokusert på risikohåndtering og -nivå og distribusjonsnettet.

Konkret betyr dette at hele organisasjonen, og særlig kontornettet, blir rettet mer mot salg, kun-depleie og rådgivning. De fleste «back-office» funksjoner sentraliseres slik at det frigjøres res-surser i ekspedisjonslokalene for salg. IT blir nyttet til å utarbeide regnskap for segmenter, geografiske områder, produkter og kunder. Slik rapportering gjør det mulig å rette ressursene dit avkastningen er størst. Ved å segmentere kunde-massen kan bankene kryss-selge til velstående kunder, og etablere en produktfokus for det res-terende privatkundemarkedet. Flere finansinsti-tusjoner vil relativt aktivt påskynde en overfø-ring av kundene til nye og billigere distribu-sjonskanaler.

Ut fra de samtaler vi har hatt med representan-ter for bankene fremgår det også at flere vurderer kapasiteten i banknæringen som for stor, og at det i tillegg til kostnadsreduksjoner i den enkelte bank også er nødvendig med strukturelle en-dringer i næringen gjennom oppkjøp, sammen-slutninger og allianser.

Tilgjengelig informasjon tyder på at bankene velger å møte utfordringene på samme måte, ved å tilby et bredt produktspekter enten innenfor konsernet eller i samarbeid med andre og ved å redusere kostnadene. Vi har ingen holdepunkter for å argumentere for at noen av bankene eller samarbeids-konstellasjonene har særlige kon-kurransefortrinn. Det at bankene gjør de samme valgene, medfører at bankene vil møte hveran-dre på de samme konkurranseflatene også i fremtiden og med samme forutsetninger for å håndtere situasjonen. Det er vanskelig å argu-mentere for at noen av de store konkurrentene og samarbeidskonstellasjonene kan klare å skjerme seg fra konkurransen. Vår vurdering av utvik-lingen er at sentrale faktorer for konkurranse-situasjonen og bankenes egne valg vil bidra til

fortsatt sterkt press på bransjens samlede inntjening.

Avslutning

Bankvirksomhet som næring og banker som foretak vil etter alt å dømme gjennomgå store strukturelle endringer i løpet av de neste ti årene. Dette gjelder både innholdet i bankvirksomhet, måten å drive virksomheten på og strukturen i bransjen. Det er flere krefter som kommer til å drive utviklingen.

Den teknologiske utviklingen har kraft i seg til å endre den underliggende økonomien i banknæringen og representerer både trusler og muligheter. Utviklingen åpner for økt effektivitet i produksjonen, nye tjenester, reduserte etableringsbarrierer på noen områder og fundamentalt ny distribusjon. Teknologi har potensiale til å øke tilgjengeligheten av informasjon og redusere kostnadene knyttet til informasjonsinnsamling, -lagring og -behandling. Dette er viktig, for det rører ved bankenes kjernekompetanse: informasjonsbehandling.

Sterk vekst i bruken av informasjonsteknologi øker etterspørselen etter elektroniske tjenester fra bankene og muliggjør drift av bankvirksomhet med begrenset tilbud av tradisjonelle skranke- og papirbaserte tjenester. Denne utviklingen vil redusere det konkurransefortrinnet et stort filialnett har representert og gjøre det lettere å etablere ny bankvirksomhet samtidig som tradisjonelle banker ikke i samme grad må være fysisk representert for å betjene enkelte kundesegment. Begge forhold trekker i retning av økt konkurranse og pressede marginer i utlåns- og innskuddsvirksomhet og i betalingsformidling. Det vil oppstå nye betalingsmåter blant annet i tilknytning til elektronisk handel, herunder handel via Internett. Kortbruken fortsetter å øke, og andre aktører enn finansinstitusjoner vil trolig vise økende interesse for å etablere egne kortsystemer. Nye betalingsmåter og kortsystemer kan også føre til uthuling av bankenes innskuddsmonopol. Innskuddsmonopolet har sikret bankene tilgang til billig og stabil finansiering. Den teknologiske utviklingen gjør det mulig for andre enn banker å tilby innskuddslignende ordninger (for eksempel kort med forskuddsbetaling). Dette reiser juridiske spørsmål som ikke er avklart, men den teknologiske utviklingen kan fremtvinge endringer i rammevilkårene som svekker

innskuddsmonopolet. Det vil øke bankenes gjennomsnittlige finansieringskostnad relativt til renteinntektene. Selv om det forventes at bankenes samarbeid om infrastrukturen i betalingsformidlingen vil videreføres, er det sannsynlig at konkurransen om tjenesteutforming og distribusjonskanaler vil skje over et videre område enn tidligere.

Bankene har en naturlig fordel i forhold til andre institusjoner i finansmarkedet ved at de er en integrert del av betalingsformidlingssystemet. Internasjonalt representerer utviklingen av pengemarkedsfond med betalingsfasiliteter en utfordring for bankenes tradisjonelle monopol på området. Fremveksten av verdipapirfond åpner i tillegg for diversifisering av husholdningenes porteføljer selv ved et relativt lavt nivå på finanssparingen. Utviklingen av kredittkort, debetkort og elektronisk handel virker på samme måte. Generelt kan en hevde at bankenes stilling i betalingsformidlingen trolig vil svekkes som følge av at det stilles spørsmål ved forutsetningen om nødvendigheten av penger for å gjennomføre transaksjoner og ved forutsetningen om at bare banker kan utstede penger.

Den teknologiske utviklingen reduserer etableringsbarrierer og åpner for et videre og mer ulikt sett aktører slik at konkurransen tiltar, mens dereguleringen reduserer beskyttelsen av banknæringen. Konkurransen øker ofte mest når konkurransen kommer fra aktører utenfor bransjen. Dette skyldes delvis at nye aktører har en annen kostnadsstruktur enn eksisterende banker med lavere faste kostnader. Det har også vist seg at aktører fra andre bransjer har mindre respekt for tradisjonell bransjepraksis. Konkurransen går fra å være nasjonal til global. Enkelte kundesegmenter har globale finansieringsmuligheter og kan arbitrere mellom innenlandske, utenlandske og internasjonale banker og kapitalmarkeder. Forsterket nasjonal og internasjonal konkurranse vil bidra til å redusere relativ ineffektivitet og monopolprofitt.

Den teknologiske utviklingen har redusert kostnadene knyttet til anskaffelse og behandling av informasjon. «Rating»-foretak og regler om informasjonsplikt i lovgivningen har bidratt til å gjøre informasjon om utviklingen i store foretak lettere tilgjengelig for potensielle investorer. Informasjon som tidligere representerte en klar privat fordel for bankene, har dermed utviklet seg til å bli et offentlig gode. Etter hvert som

effektiviteten i verdipapirmarkedene øker, vil også foretakenes insentiver til å informere øke, fordi dette gir bedre markedstilgang.

I en situasjon der etableringsbarrierene reduseres raskere enn utgangsbarrierene, er det vanskelig å unngå overkapasitet. Overkapasitet i en bransje innebærer imidlertid ikke at nye aktører ikke vil etablere virksomhet i bransjen. Dersom de nye aktørene tror at de har en konkurransefordel relativt til de etablerte, kan det være rasjonelt å gå inn i en bransje med overkapasitet. Det er ulike former for overkapasitet. Kapitaldekningen kan være så høy at bankene ikke klarer å oppnå tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen. Antall banker kan være så stort at det hindrer realisering av stordriftsfordeler, og antall filialer kan innebære en unødvendig duplisering av infrastrukturen. Ny teknologi fører til en markant økning i bankenes kapasitet. Det er lite trolig at samtlige banker kan anvende ny teknologi i en økonomisk optimal skala.

Krysssubsidiering er relativt vanlig innenfor bankvirksomhet. Som følge av ulike konkurransevilkår mellom ulike delmarkeder, reflekterer ikke prisene på individuelle produkt fullt ut relative kostnader og risiki. Nye aktører vil ofte rette virksomheten mot de subsidierende segmentene. Dette gjør det vanskelig for bankene å opprettholde eksisterende prisstruktur og lønnsomhet.

Reguleringen av bankene har implisitt medført en viss subsidiering av banksystemet. Deler av reguleringen har begrenset konkurransen i markedet, mens innskytergarantiordninger og sentralbankenes «lender of last resort»-rolle har bidratt til å redusere bankenes finansieringskostnader. Dersom regulering har bidratt til overkapasitet, vil deregulering synliggjøre overkapasiteten. En næringsstruktur som er bygget opp i et beskyttet og lite konkurranseutsatt miljø, vil neppe overleve under sterkere konkurranse. De siste årene har myndighetene bidratt til å fjerne stadig flere deler av beskyttende bankregulering.

I fremtiden vil også selve produksjonen av banktjenester endres. Finansielle tjenester kan brytes ned i underkomponenter, og institusjoner med komparative fortrinn i ulike deler av prosessen kan stå for produksjonen av denne delen av prosessen/komponenten. Skalafordelene i bankvirksomhet kan være relatert til prosesser og funksjoner og i mindre grad til institusjoner. Mu-

ligheten for en slik oppsplitting i produksjonen av finansielle tjenester bidrar til å redusere etableringsbarrierene i bransjen, fordi nye aktører kan etablere virksomhet uten å måtte involvere seg i alle deler av produksjonen.

Følgende strukturelle utviklingstrekk kan tenkes: Bankene vil miste noe av den tradisjonelle bankvirksomheten knyttet til både utlåns- og innskuddsmarkedet, og den relative rollen i intermediasjonsprosessen vil avta noe. Konsentrasjonsgraden i bransjen øker, og det vil bli færre og større konsern. Differensieringen mellom ulike typer av banker øker, noe som åpner for sterk konkurranse mellom nisseaktører og konglomerater. Kapitalmarkedene blir en viktigere finansieringskilde for foretakssektoren, og bankene vil verdipapirisere deler av låneporteføljen. Flere institusjoner enn banker vil tilby basis banktjenester, og institusjonelle investorer får økt betydning i sparings- og investeringsprosessen.

Fremveksten av store finansielle konsern innebærer at problemstillinger i tilknytning til myndighetenes ansvar for det finansielle systemet får aktualitet for en større del av det finansielle systemet. Spørsmålet om i hvilken grad det offentlige sikkerhetsnettet bør og kan avgrenses og hvor omfattende regulering de ulike delene av finansmarkedet bør underlegges, blir også aktualisert.

De fleste innenfor banknæringen identifiserer de samme truslene og mulighetene i det fremtidige konkurransemiljøet, og det kan se ut som om bankene velger å møte utfordringene på samme måte ved å tilby et bredt produktspekter enten innenfor konsernet eller i samarbeid med andre og ved å redusere kostnadene. Det at bankene gjør de samme valgene, medfører at bankene vil møte hverandre på de samme konkurranseflatene i fremtiden og med samme forutsetninger for å håndtere situasjonen. Det synes vanskelig å argumentere for at noen av bankene eller samarbeids-konstellasjonene har særlige konkurransefortrinn, og derfor kan skjerme seg fra konkurransen.

Det er således en rekke forhold som bidrar til å opprettholde sterk konkurranse mellom finansinstitusjonene og til kontinuerlig effektivisering. For å hindre at konkurransen i næringen medfører lav og utilfredsstillende inntjening, kan det være nødvendig at strukturen i banknæringen rasjonaliseres ytterligere.

PERSPEKTIV PÅ TRANSFORMASJONSLANDENE¹

Mette Rye, konsulent i Norges Bank, Internasjonal avdeling

Landene i Sentral- og Øst-Europa samt tidligere Sovjetunionen gjennomgår en omfattende økonomisk, politisk og kulturell omstilling. Det systematiske arbeidet med overgangsfasen fra plan- til markedsøkonomi startet for 7 år siden, da Polen lanserte sitt stabiliserings- og reformprogram 1. januar 1990 med finansiell assistanse fra IMF (International Monetary Fund). Alle transformasjonslandene har valgt å være medlemmer av IMF.

Etter flere år med produksjonsnedgang og høy inflasjon er de økonomiske utsiktene nå lysere. Inflasjonen er betydelig redusert, og omtrent 2/3 av landene har hatt økonomisk vekst de siste 2 årene. Det er imidlertid store forskjeller mellom landene. De land som gjennomførte raske og omfattende reformer og la vekt på makroøkonomisk stabilisering, har gjennomgående best produksjonsutvikling og lavest inflasjon. I hovedsak gjelder dette landene i Sentral- og Øst-Europa samt de baltiske land. Den andre gruppen land domineres av de tidligere sovjetiske republikker. Disse landene, som startet prosessen senere og utsatte reformtiltak, har hatt en svakere makroøkonomisk utvikling. Forskjellene i vekstratene vil avta betydelig på mellomlang sikt dersom landene som er kommet kortest i transformasjonsprosessen, følger sine politikktintensjoner om fortsatt stabilisering og reform. Dette vil imidlertid være en krevende oppgave der en må ta høyde for tilbakeslag.

I artikkelen diskuteres først bakgrunnen for og den historiske utviklingen av transformasjonsprosessen. Dernest følger en kort gjennomgang av den økonomiske situasjonen og status for transformasjonsprosessen. Til sist gjennomgås noen av de største utfordringene transformasjonslandene fortsatt står overfor på veien mot et markedsbasert økonomisk system.

Historisk tilbakeblikk

Bakgrunn

En uheldig økonomisk insentivstruktur sammen med sviktende informasjonsflyt var blant hovedårsakene til den svake utviklingen for planøkonomilandene. Planleggerne greide ikke skaffe til veie den informasjon som prisene i et markedsbasert system formidler. Kommando og kontroll måtte erstatte det manglende individuelle insentivsystem. Planøkonomien ble et forhandlingsorientert system der kontakter var et viktig element. Systemet var ineffektivt, og ressursene kastet lite av seg. Eksempelvis var investeringsratene i sovjetisk industri på 1970- og 1980-tallet relativt høye (ca. 30 prosent av BNP), men avkastningsraten var nær null [Verdensbanken, 1996].

Etter at planøkonomien som system var forkastet, bestod utfordringen i å legge forholdene til rette slik at nye signal- og insentivstrukturer kunne utvikles gjennom et markedsbasert system. Dette innebærer at prisene er informasjons-

bærere når det gjelder kostnad, kvalitet, tilbu og etterspørsel for en vare. Privatisering, innføring av privat eiendomsrett samt å åpne for muligheter for gevinst og tap, vil gi insentiver til økt produktivitet. Et viktig element er også oppbygging av et forutsigbart legalt rammeverk og en finansiell sektor som kan kanalisere ressursene dit de kaster mest av seg. Holdningsendringer og opplæring i markedstankegang er en ytterligere utfordring.

På begynnelsen av 1990-tallet var det få direkte erfaringer med denne type økonomisk systemskifte. Råd om politikktutforming måtte derfor baseres på generelle prinsipper og erfaringer om hvilken økonomisk politikk som har vist seg effektiv over tid i andre land. Visse relevante erfa-

¹ Dette er land som er i en overgangsfase fra plan- til markedsøkonomi. Den gruppen land vi skal se på, består av 26 land fra områdene Sentral- og Øst-Europa samt tidligere Sovjetunionen.

ringer hadde en fra Latin-Amerika, der utviklingen hadde gått i samme retning, men over lengre tid og fra et mindre ekstremt utgangspunkt. Rådene fra IMF og andre internasjonale organisasjoner gikk i hovedsak ut på rask omstilling med:

- (1) Makroøkonomisk stabilisering
- (2) Pris- og handelsliberalisering
- (3) Fri omveksling av valuta for handel med varer og tjenester (dvs. innføring av driftsbalansekonvertibilitet)
- (4) Bedriftsreformer, inkludert privatisering
- (5) Utvikling av et institusjonelt og juridisk rammeverk for en markedsøkonomi
- (6) Oppbygging av et målrettet sosialt nettverk for å redusere de sosiale kostnadene forbundet med omstillingen.

Internasjonal offentlig støtte til transformasjonslandene i Sentral- og Øst-Europa i form av lån og gaver beløp seg i perioden 1991-93 til 2,7 prosent av landenes samlede BNP, mens den for de tidligere sovjetiske stater utgjorde ca. 2 prosent av BNP [Verdensbanken, 1996]. Til sammenlikning utgjorde Marshall-hjelpen i gjennomsnitt 2,5 prosent av det samlede BNP over en fireårs periode i de europeiske land som fikk støtte.

IMF har stått for en del av midlene til transformasjonslandene i form av lån som er gitt under forutsetning av tiltak for makroøkonomisk stabilisering og strukturelle reformer. Samtidig har dette virket som katalysator for andre offentlige bidragsytere og investorer. Selv om IMF har gitt råd om politikktutforming, har prioriteringer og valg av løsninger ligget hos myndighetene. Låne- og støtteordninger under IMF og Verdensbanken har for øvrig store likhetstrekk med Marshall-hjelpen, som ble gitt under forutsetning av liberalisering og nedbygging av handelshindre.

IMFs spesielle låneordning for transformasjonslandene «Systemic Transformation Facility» som ble innført i 1993, ble avsluttet våren 1995 etter å ha fylt sin funksjon som brohode til de ordinære IMF-programmene. IMF og Verdensbankens primære ansvarsfordeling seg imellom ble klargjort i 1989, med en nærmere presisering i relasjon til transformasjonslandene i 1992. IMF har hovedansvaret for utformingen av makropolitikken og oppbyggingen av det in-

stitusjonelle apparatet for å kunne gjennomføre den økonomiske politikken. Verdensbanken har hovedansvaret for gjennomføringen av strukturelle reformer og ressursallokeringen mellom privat og offentlig sektor. Verdensbanken har dessuten ansvaret for finansiering av hele spekteret av utviklingstiltak, som omstrukturering av industrien, utvikling av menneskelige ressurser og oppbygging av sosiale sikkerhetsnett.

Rask eller gradvis omstilling

Tidlig i reformperioden var tempo og intensitet i reformprosessen mye diskutert. Tilhengere av gradualisme pekte på at mange sjokk samtidig er vanskeligere å håndtere, slik at flere foretak vil gå konkurs enn ved en gradvis omstilling. Gradvis omstilling av eksisterende institusjoner kan være mindre kostnadskrevende enn å bygge nye. Store omstillinger vil derfor innebære større arbeidsledighet, med fare for at en del av disse faller ut av arbeidsmarkedet og skaper vedvarende høyere ledighet. Vi kan tenke oss en situasjon der en raskt nedbygger subsidier samtidig som gamle handelsmønstre brytes og en eksponeres for utenlandsk konkurranse. I tillegg er en i en lite fleksibel situasjon med nominelle pris- og lønnsstivheter nedover. Flere greier da ikke omstillingen, fordi de ikke rekker å bygge opp kompetanse eller har anledning til å bytte ledelse i bedriftene for å håndtere situasjonen. Det tar også tid å bygge opp forståelse for hvordan en markedsøkonomi fungerer og endre holdninger til den. Gode erfaringer fra Europa etter annen verdenskrig og i Latin-Amerika med gradvis framvekst av markedsøkonomi gjorde at mange støttet en slik framgangsmåte. Det er en tett sammenheng mellom økonomi og politikk i transformasjonslandene. Maktskifter har skjedd gjennom sosial uro, og den høyere ledighet som raske reformer innebærer, kan føre til at reformene blir stanset.

IMF og Verdensbanken har støttet raske og omfattende reformer. De la vekt på at transformasjonslandene hadde et mer krisepreget utgangspunkt, der tilliten til myndighetene og planøkonomien som system var brutt sammen. Dette gjorde at radikale reformer var det eneste politisk mulige alternativ i de fleste landene. Komplementaritet ved innføringen av de ulike reformer skulle også tilsi en rask gjennomføring, fordi reformer har større effekt når de introduse-

res samtidig. Et annet argument er at høyt tempo gir sterke signaler om myndighetenes politikkinntensjoner, noe som kan virke mer troverdig for markedsaktørene. Det blir skapt et markert brudd med det foregående regime, og gjennomgripende reformer er vanskeligere å reversere. De fryktet også at en opprettholdelse av gamle maktstrukturer ville føre til at arbeidere, ledelse og byråkrater i de sektorer som måtte innskrenke, ville gå sammen om å stanse prosessen. I en krevende omstillingstid er det viktig at det er tiltro i befolkningen til at reformene vil gi en positiv utvikling. Spørreundersøkelser gjort av Central and Eastern Euro-barometer har vist at de økonomiske forventninger i land som har valgt sjokk-terapi, gjennomgående har vært mer positive og stabile i perioden 1990-94 enn for land som har valgt en mer gradualistisk tilnærming til omstillingsprosessen [IP, 1996].

I en mer stabil økonomisk og politisk initialsituasjon kunne innføring av reformer i små skritt vært bedre (jf. utviklingen i Kina og Asia). I praksis har hastigheten i reformene vært begrenset av at det tar tid å etablere et lovverk og bygge opp institusjoner som kan sikre rammebetingelsene for at en markedsøkonomi kan fungere.

En annen problemstilling som er nært knyttet til utviklingen av reformprosessen, er spørsmålet om rekkefølge ved innføring av reformer. Liberalisering av finansmarkedene kan for eksempel ikke ventes å gi økte investeringer dersom en ikke har innført privat eiendomsrett. Mange mener at en burde vente med å fjerne importavgiftene til innenlandske virksomheter hadde fått tilpasset seg de innenlandske økonomiske sjokkene.

Omveltninger og økonomiske sjokk

Å forlate 40-75 år med sentralstyre og kommunistisk tankegang har vist seg krevende. Ifølge offentlige estimater har det gjennomsnittlige transformasjonsland opplevd et produksjonsfall på nærmere 50 prosent i prosessens første faser.

En systemendring innebærer grunnleggende endringer i økonomiens og samfunnets spilleregler. Fallet i produksjonen må derfor ses i sammenheng med de mange og simultane sjokk økonomiene ble utsatt for:

- Det politiske sammenbruddet krevde nye rammebetingelser i form av privatisering,

lovendringer, oppbygging av et skattesystem, et pengesystem og en finansiell sektor.

- Liberalisering av priser og handel innebar en overgang fra en bytteøkonomi til en markedsøkonomi som for mange bedrifter medførte en overgang fra en monopolsituasjon til konkurranse. Dette presset fram en endret sammensetning av de økonomiske aktiviteter i landene.
- Oppløsningen av Sovjetunionen medførte brudd med de tradisjonelle handelsstrømmer og overføringer regionene imellom. Dette krevde fullstendig nye løsninger for handel og finansiering av offentlige budsjetter.
- Dannelsen av nye land og valutaer reiste en rekke nye problemstillinger og utfordringer (se for øvrig ramme 1).

Ramme 1:

Valutaforhold

De tidligere sovjetiske stater beholdt en felles valuta (rubelen) i 1992 og deler av 1993. Det oppstod en inflasjonsskapende kreditteksjon i de 15 sentralbankene som ble dannet i dette området. Innføring av egen valuta var derfor en viktig rammebetingelse for økonomisk stabilisering. Alle transformasjonsøkonomiene har nå egne valutaer, og de fleste har oppnådd full driftsbalansekonvertibilitet idet de har akseptert IMF's artikkel VIII. Denne innebærer at det ikke skal være valutarestriksjoner på internasjonale transaksjoner og betalinger knyttet til driftsbalansen, samt at en skal avstå fra diskriminerende valutakursordninger uten IMF's godkjenning. Tiltak for å liberalisere kapitalstrømmene har medført økte direkte utenlandske investeringer, særlig i Sentral- og Øst-Europa inkludert de baltiske stater. Hittil har imidlertid transformasjonslandene tiltrukket seg en beskjeden andel av de globale kapitalstrømmer.

Ramme 2: Privatisering

Utviklingen av den private sektor er en av hovedoppgavene ved en omstilling til markedsøkonomi. De fleste transformasjonsland har inkludert masseprivatisering i sine privatiseringsprogram. En har sett raskest framgang i privatisering av små og mellomstore bedrifter, som var politisk enklere enn store bedrifter. Statsbedrifter ble overført til befolkningen ved hjelp av kuponger som kunne veksles om i en eller flere aksjer. Fordelen med dette systemet var at det var raskt og effektivt, hadde en læringseffekt i forhold til forståelsen av markedsøkonomi, skapte et verdipapirmarked og en aksjekultur, samt at det skapte støtte i befolkningen for transformasjonsprosessen. Ulempene er at det ikke førte til at disse bedriftene fikk tilført ny kapital og «know-how», som spesielt utenlandske investorer kunne ha tilført. Dette har hemmet restruktureringsprosessen.

Ofte har folk valgt aksjer i bedriften der de arbeider, og har da hatt problemer med å skille rollen som arbeider og eier under lønnskonflikter. Dette gjelder særlig hvis de kun hadde mulighet for å bytte kupongen inn i én aksje. I Russland har dette ført til betydelig eierskap blant de ansatte og tidligere ledelse. Dette har hindret omstilling og nytenking fordi den gamle ledelse er beholdt i de fleste tilfeller. En annet negativt utslag har vært skandaler i forbindelse med useriøse investeringsfond, som har svekket tiltroen til markedsøkonomien.

Privatiseringsgraden i enkelte transformasjonsland 1995:

Albania	60
Kroatia	45
Den slovakiske republikk	60
Den tsjekkiske republikk	70
Latvia	60
Litauen	55
Polen	60
Ungarn	60
Bulgaria	45
Georgia	30
Hviterussland	15
Kasakhstan	25
Russland	55
Ukraina	35

Når det gjelder strukturendringer, var en reduksjon av det offentliges rolle i økonomien et viktig element. En endring i fokus fra tungindustri til oppbygging av en tjenesteytende sektor som er mer på linje med økonomiens størrelse sammenliknet med vestlige land, gav et behov for overføring av ressurser. Bortfall av statlige ordrer (særlig til forsvarsindustrien) og synliggjøring av feilallokerte ressurser gav en periode med sterkt fall i produksjonen og store ledige ressurser i form av arbeidsledighet og produksjon under kapasitetsgrensen. Privatiseringen gav bedriftene handlefrihet, men dette skjedde ofte uten at det ble tilført tilstrekkelig kapital (se ramme 2). En svakt utviklet finansiell sektor og begrensede muligheter for å ta pant i eiendom eller maskinutstyr (fordi det ofte er utrangert), har hemmet modernisering og omstilling. Liberalisering av priser og handel med utlandet gav ytterligere sjokk i økonomiene gjennom introduksjon av konkurranse og verdensmarkedspriser. Med en produksjonsstruktur som var tilpasset de tidligere sterkt regulerte priser, var omstillingen vanskelig. Grunnlaget for den sterke samhandelen innen de tidligere sovjetiske stater falt sammen når lønnsomhetsbetraktninger i større grad ble avgjørende for vareleveransene og fordi oppgjørssystemet for CMEA-handelen (Council for Mutual Economic Assistance) falt bort. De begrensede muligheter for lånefinansiert import førte også til redusert import i disse landene.

Statistikkproblemer

En bør være oppmerksom på at store system- og strukturendringer gjør det vanskelig å analysere tall fra transformasjonsland. I tillegg vil høy grad av byttehandel og restanser i privat og offentlig sektor svekke gjennomsiktigheten i økonomien. Det har utvilsomt funnet sted en betydelig kontraksjon, men det estimerte produksjonsfallet kan ha vært noe overdrevet. Mens bedriftene tidligere hadde insentiver til å overrapportere produksjonen for å innfri de planlagte målene, er det nå insentiver til å underrapportere produksjonen for å unndra skatt. I tillegg regner Verdensbanken med en «svart» økonomi i størrelsesorden 10-30 prosent av BNP, noe som medfører at de offisielle tallene undervurderer den reelle veksten, og kan komme til å overvurdere arbeidsledigheten. Produksjonsnedgangen er heller ikke en god indikator på velferdsen-

dringen, siden mye av det som ble borte, var ineffektiv produksjon av ukurante lav-kvalitetsprodukter med liten verdi for forbrukerne. En ser fremdeles at vestlige varer ofte foretrekkes.

Økonomisk utvikling og erfaringer i senere tid

Perioden med høy inflasjon og produksjonsnedgang ble lengre enn de fleste ventet, men den økonomiske situasjonen i de tidligere sentralstyrte land viser nå tegn til framgang. Det er store forskjeller mellom landene. IMF skiller mellom land som ligger langt framme i transformasjonsprosessen og de som har kommet kortere i sin stabilisering og tilpasning til et markedsbasert system. Figur 1a og 1b illustrerer den ulike utvikling disse to gruppene har hatt. Vi skal i dette kapitlet se på hovedtrekkene i denne utviklingen og årsakene til den.

Land lengst framme i omstillingssprosessen²

Med tiltakende vekstrater de siste 2-3 år regnes nedgangsfasen i forbindelse med omstillingssprosessen som avsluttet for disse landene, men det er bare Polen som i 1996 antas å være tilbake på nivået før transformasjonsprosessen startet. Initialt var eksporten den viktigste vekstfremmende faktor; i senere tid har innenlandsk etterspørsel overtatt denne rollen.

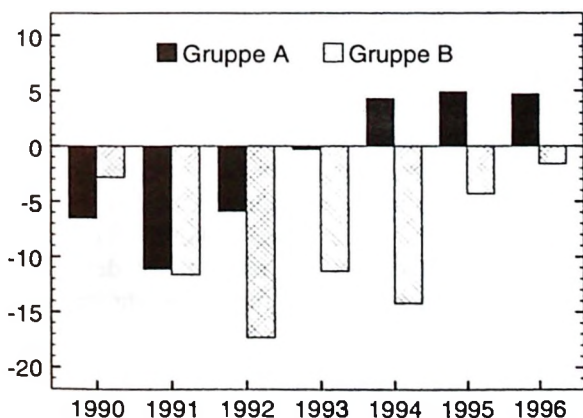
Veksten har vært sterkest i Polen, Den tsjekkiske republikk og Den slovakiske republikk, der den i 1995 var i størrelsesorden 5-7 prosent, men ventes å være noe lavere for 1996 som følge av den svakere utviklingen i Vest-Europa. Albania har gjennomført omfattende reformer og hadde høye vekstrater i 1995 og 1996, men veksten startet fra et lavt nivå. Den siste utviklingen i Albania kan bety en reversering av veksten, og illustrerer hvor økonomisk og politisk sårbare mange av disse landene er. Den økonomiske veksten i de baltiske stater, Kroatia, Makedonia, Slovenia og Ungarn har vært rundt 1-3 prosent i 1995 og 1996. Av de sentralasiatiske land begynner Mongolia nå å se resultater av sine reformtiltak, og har hatt positive vekstrater siden 1994.

Veksten i de senere år antas å ha medført redusert arbeidsledighet i de fleste av landene. Mye av den økte etterspørselen er imidlertid rettet mot importvarer, noe som medfører økte underskudd på handels- og driftsbalansen. Dette trenger ikke være et langsiktig problem, ettersom importen i stor grad har bestått av innsatsvarer. Etter hvert som kvaliteten på innsatsvarene i hjemlandet øker, vil noe av denne importen kunne erstattes med innenlandsk produksjon.

² Dette omfatter Albania, Estland, Kroatia, Latvia, Litauen, Makedonia, Mongolia, Polen, Tsjekia, Ungarn, Slovakia og Slovenia.

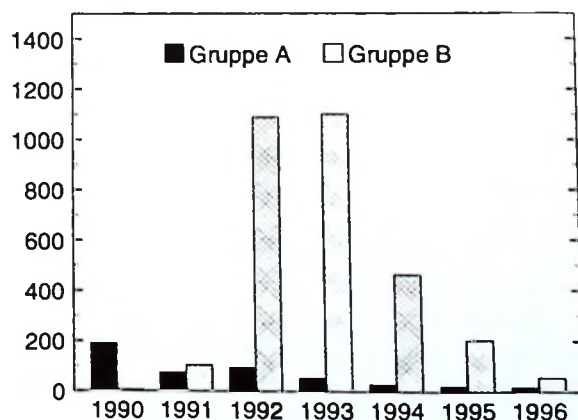
Figur 1. Prosentvis vekst i BNP og inflasjon i to ulike grupper av transformasjonsland*

a. BNP-vekst



Kilde: IMF

b. Inflasjon



*Gruppe A består av de land som er kommet lengst i transformasjonsprosessen (se fotnote 2), og gruppe B er de land som er kommet kortere i transformasjonsprosessen fra plan til markedsøkonomi (se fotnote 3)

I Polen, Ungarn og de baltiske land har inflasjonen ligget rundt 20-30 prosent. Dette kan til dels tilskrives justeringer av relative priser, men også indekseringsmekanismer (særlig i Polen). I Den tsjekkiske republikk og Polen har det de siste årene vært stor tilstrømming av kortsiktig kapital. Dette har lettet finansieringen av restruktureringen, men også skapt inflasjonspress gjennom rask pengemengdevekst. I Den tsjekkiske republikk har år med stor kapitalinngang og få reguleringer i kapitalmarkedet sammen med høy lønnsvekst og sterk privat etterspørsel medvirket til at en nå opplever økende driftsbalanseunderskudd og forsterket inflasjonspress.

Flere av landene har opplevd bankkriser som følge av en kombinasjon av mangelfullt kreditttilsyn, dårlig kredittvurdering i bankene, utlån til insidere og svindel (se for øvrig avsnittet «Finansiell sektor må effektiviseres»). De baltiske stater var i 1994 og 1995 preget av alvorlige bankkriser. I Den tsjekkiske republikk har 11 banker gått konkurs siden 1994 (hvorav 7 i 1996), og andre banker viser også svakhetstegn.

Land som er kommet kortere i omstillingsprosessen³

En svakere økonomisk utvikling og manglende makroøkonomisk stabilisering har preget disse landene. Felles for landene er at de kom senere i gang med prosessen, og at de førte en «start-stopp-politikk» som har forsinket gjennomføringen av reformene. En lengre forhistorie med sentralstyring og de ekstra sjokkene i forbindelse med oppløsning av Sovjetunionen gav et vanskeligere utgangspunkt. Bortfall av handel mellom regionene medførte at de tidligere sovjetiske statene opplevde den største volumnedgang i handelen blant transformasjonsøkonomiene. Problemene i forbindelse med dannelsen av egen valuta og den inflasjonsskapende interimperioden med en felles valuta var også spesiell for disse landene og virket destabiliserende (se ramme 1). Noen av landene har også vært preget av krig og uroligheter.

De siste par år har en imidlertid sett tegn til framgang i mange av økonomiene i denne gruppen. De fleste ser begynnelsen på en reversering

av det skarpe produksjonsfallet de har opplevd siden starten av transformasjonsperioden. Makroøkonomisk stabilisering og reform har gjort at handelen har tatt seg opp igjen i en rekke av landene i 1995-96.

Russland har gjennomgått en omstillingsprosess som er unik i omfang og hastighet sett i relasjon til den lange forhistorie med sentralstyre. De siste par årene har reduksjon av budsjettunderskudd og stabilisering av valutakursen bidratt til lavere inflasjon og en avdemping av produksjonsfallet. Offisielt beregnes BNP å ha falt med 5 prosent i 1996, men regner en med veksten i den svarte økonomien, er det mulig at det var en svak vekst i fjor. Myndighetene venter en moderat vekst i 1997, og i budsjettet ligger intensjoner om fortsatt valutastabilisering og ytterligere reduksjon av inflasjonen. Inflasjonen i Russland har falt fra 131 prosent i 1995 til 22 prosent i 1996. Restanser i privat sektor, manglende skatteinnbetalinger samt en svak banksektor er blant de problemer som skaper størst bekymring.

En adekvat pengepolitikk gjennomført i forbindelse med IMF-programmer i Kazakstan, Usbekistan og Kirgistan har redusert den årlige inflasjonen i disse landene fra et snitt rundt 1500 prosent i 1994 til rundt 70 prosent i 1996.

Imidlertid gjenstår flere problemer. Utviklingen i de fleste av disse landene hemmes av en svak finansiell sektor. Ifølge IMF varierer andelen misligholdte lån i banksektoren fra 14 til 63 prosent, mot 7-9 prosent under bankkriser i vestlige land det seneste tiåret. Bankenes totale aktiva utgjør riktignok en relativt liten andel av BNP i disse landene, men er likevel av stor betydning for den pengepolitiske stabilitet og for den generelle tillit til finansiell sektor i befolkningen og blant utenlandske investorer. Sviktende statsinntekter og et mangelfullt sosialt sikkerhetsnett gjør at myndighetene har vært tilbakeholdne med igangsetting av nødvendige reformer. «Frynsegoder» som bolig og utdanning gjør at arbeiderne blir i bedriften til tross for lave, forsinkede og/eller manglende lønninger. Et resultat av dette har vært en lav åpen ledighet, men fallende produksjon som følge av ineffektiv ressursbruk.

Reformer og makroøkonomisk stabilisering gir resultater

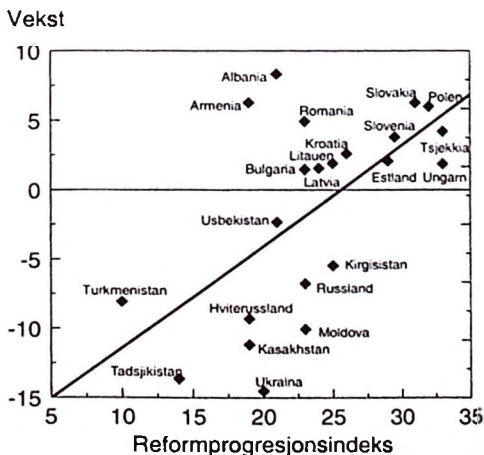
Mange av landene som ligger lengst framme i omstillingsprosessen, hadde en kortere historie

³ Dette omfatter Armenia, Aserbajdsjan, Bulgaria, Georgia, Hviterussland, Kasakhstan, Kirgisistan, Moldova, Romania, Russland, Tadsjikistan, Turkmenistan, Ukraina og Usbekistan

med et kommandostyrt system enn landene i det tidligere Sovjetunionen. En mer vestlig orientert kultur lettet den mentale omstillingen. En større geografisk og kulturell nærhet til Vest-Europa hadde også en positiv effekt på handels- og kapitalstrømmer. Det er imidlertid også en klar tendens til at de land som tidlig gjennomførte omfattende struktur-reformer og prioriterte makro-stabilisering, har hatt de beste resultater med hensyn til økt vekst og redusert inflasjon. Generelt strammere penge- og finanspolitikk har brakt inflasjonsratene ned på et nivå som virker mindre hemmende på den økonomiske veksten. Understøttet av strukturelle reformer og liberalisering av priser og handel har disse landene opplevd produksjonsvekst gjennom en rask integrasjon i verdensmarkedet. Det er særlig den økonomiske samhandel med Vest-Europa som har økt, selv om også handel mellom transformasjonsøkonomiene har tatt seg opp. I senere tid har innenlandsk etterspørsel som følge av høyere reallønninger og økte investeringer tatt over som den viktigste drivkraften bak veksten i de land som er kommet lengst i transformasjonsprosessen.

Betydningen av strukturelle reformer illustreres i figur 2, der landene er plottet inn etter hvor høyt de har skåret på en reformprogresjonsindeks og hvilken BNP-vekst de hadde i 1995. Indeksen er konstruert på bakgrunn av hvor langt landene hadde kommet med reformer innenfor privatisering, restrukturering av bedriftene,

Figur 2. Reformprogresjonsindeks og vekst i transformasjonslandene. Gjennomsnitt 1994-96



Kilde: EBRD

valutakonvertibilitet, liberalisering av priser og handel, banksystemet, verdipapirmarkedet, konkurransepolitikk og det legale rammeverk rundt investeringer.

Produksjonsfallet og problemene med høy inflasjon har vært større enn ventet av IMF. Deres erfaringer og analyser konkluderer med at de land som har fulgt en strukturtilpasning uten tilbakefall eller nedsatt tempo i reformene og har gjennomført stabilisering av økonomien, har hatt de beste resultatene. IMF oppsummerer sine erfaringer på følgende måte:

- Redusert inflasjon er en nødvendig betingelse for å stanse og reversere produksjonsfallet.
- Økonomisk vekst vil ikke tilta med mindre en ser økt gjennomføring av et bredt spekter av strukturelle reformer.
- Restrukturering av bedriftene og økt produktivitet i eksisterende bedrifter kan føre til en periode med relativt høy åpen arbeidsledighet. Sosialt sikkerhetsnett og et mer fleksibelt arbeidsmarked kan redusere den sosiale kostnaden.

Utfordringer og uløste problemer

Den veksten en hittil har sett blant transformasjonslandene, har ikke ført til velferdsøkning for alle sosiale lag. Det er derfor viktig med vedvarende vekst over flere år basert på økte investeringer og bedret produktivitet. Dette er en krevende oppgave, som forutsetter at landene lykkes med å finne hensiktsmessige løsninger på gjenstående problemer og utfordringer. Oppgavene er mange og komplekse.

Inflasjonen må videre ned

Det er bred aksept for at høy inflasjon har negative effekter på den økonomiske veksten. Erfaringer som er gjort i transformasjonslandene de siste fem årene, peker i retning av at redusert inflasjon fra et høyt nivå er helt avgjørende for å stanse og reversere det skarpe fallet i produksjonen. Effektivitetstapet ved høy inflasjon er stort. De incentiver og signaler prisene er ment å formidle, blir forstyrret. Det blir vanskelig å legge langsiktige planer, og muligheten for langsiktige lån blir nærmest ikke-eksisterende. Høy inflasjon gjør det mindre attraktivt å holde innenland-

ske finansielle aktiva og er assosiert med stor usikkerhet. Konsumentene hamstrer varer og driver byttehandel. Store ressurser brukes på å unngå tap og eventuelt prøve å tjene på den høye inflasjonen. Verdier holdes i utenlandsk valuta både i kontanter og plasseringer utenlands (kapitalflukt). Studier viser en negativ korrelasjon mellom inflasjon og vekst og at denne er spesielt sterk for inflasjon over 8 prosent [IMF, Staff Paper, 1996].

De fleste tidligere sentralstyrte land opplevde svært høye inflasjonsrater i de første årene av transformasjonsprosessen. Den gjennomsnittlige inflasjonsraten i 1992 var 680 prosent. Høy inflasjon de første årene var ventet. Mange års underskuddsbudsjettering via trykking av penger samtidig som prisene var regulerte, hadde ført til at verdien av penger i omløp var større enn verdien av de varer og tjenester som var tilgjengelige til gjeldende priser. Ved liberalisering av prisene i en situasjon med vareknapphet fikk en derfor et initialt hopp i prisene, ettersom priser, og ikke kø, skulle klarere markedet. Markedsbestemte priser førte også til endringer i relative priser. Tilpasning av de relative prisene måtte skje gjennom økte priser, da det ofte er vanskelig å gjennomføre nominelle nedsettelser av priser og lønninger. Dette ble en inflasjonsdrivende faktor med sterk effekt de første årene.

Den vedvarende høye inflasjonen var imidlertid ikke ventet. I litteraturen vises det til følgende årsaker til de vanskeligheter transformasjonslandene nå opplever med å redusere inflasjonen etter at effekten av de initiale monetære overheng har avtatt:

- 1) Høy pengemengdevekst som følge av store budsjettunderskudd
- 2) Lønnsvekst som ikke er i samsvar med produktivitetsveksten
- 3) Et underliggende reelt appresieringspress samtidig som myndighetene følger en fastkurspolitikk. Med dette følger ofte en stor kapitalinngang og pengemengdevekst. Realappresieringen skyldes at den nominelle valutakursen på de nye valutaer initielt er satt lavt i forhold til likevektsnivået. Dette kan være gjort av konkurransehensyn, eller være et utslag av manglende tillit til valutaen. Negativ realrente og lav tillit til at innenlandsk valuta vil beholde sin verdi overfor andre valutaer, fører til at en utenlandsk valuta, for

eksempel US dollar, brukes til transaksjoner og oppbevaring av verdier (dollarisering). Kapitalflukt ved at penger veksles om til valuta og plasseres i utlandet, er en annen effekt. Dette gjør at innenlandsk etterspørsel etter egen valuta er liten og valutakursen drives langt fra sitt likevektsnivå før tilliten gjenopprettes.

- 4) Justeringer i relative priser, fra en situasjon der prisene var mistilpassede fordi de ikke var kostnadsbaserte eller tilpasset etterspørselen. Dersom det samtidig er prisstivheter nedover, vil dette virke inflasjonsdrivende. Begrensede og gradvise strukturreformer forlenger denne justeringsperioden.

Mange land har nå greid å redusere inflasjonen til en årlig rate på 20-40 prosent, og gjennomsnittet for transformasjonslandene ventes å ha vært ca. 40 prosent i 1996. Det ser ut til å være langt vanskeligere å få den årlige inflasjonsraten ned i ensifrede tall. Analyser tyder på at pengemengdevekst som følge av betydelige budsjettunderskudd har spilt en dominerende rolle i forhold til den vedvarende inflasjonen. Manglende sentral kontroll med offentlige utgifter og fall i produksjonen samt mindre muligheter for å skattlegge bedriftenes overskudd har svekket statsinntektene. Store budsjettunderskudd var derfor den sterke drivkraften bak den vedvarende inflasjonen i mange transformasjonsland, fordi disse ble finansiert gjennom seddelpressen eller banklån til statsbedrifter. Dette gav en høy pengemengdevekst som virket inflasjonsdrivende. I tillegg har høy lønnsvekst medvirket til økende inflasjon både gjennom økt etterspørsel og ved å danne grunnlag for kreditteksjon. I flere land har indekseringsmekanismer gitt lønns-pris-spiraler. Senere økonomiske analyser støtter teorien om at de klassiske kilder til inflasjon, som pengemengdevekst og nominell lønnsvekst, har vært de dominerende faktorer i inflasjonsutviklingen [IMF, 1996:2]. Justeringer i relative priser har fremdeles en større betydning enn i vestlige land, men hadde størst effekt i den første fasen.

En aldrende befolkning og sviktende statsfinanser krever reformer

De fleste transformasjonsland har i tillegg til det skarpe fallet i produksjon opplevd et fall i skatteinntekter i forhold til BNP. Sammen med økte ut-

gifter har dette lagt et uforholdsmessig sterkt press på de statlige finanser. Budsjettunderskuddene har vært over 6 prosent av BNP i gjennomsnitt. En reduksjon av budsjettunderskuddene er viktig for ikke å legge beslag på privat sparing og ressurser som det er behov for i oppbyggingen av den private sektor. Dette må avveies mot de ressurser myndighetene trenger for å kunne opprettholde et sosialt sikkerhetsnett og andre statlige oppgaver. Et lite målrettet sosialt sikkerhetsnett er kostbart og fører til at tilbudet for de svakeste gruppene er mangelfullt. Myndighetene i de tidligere sovjetiske republikker har i gjennomsnitt mye lavere offentlige inntekter enn i Øst-Europa. I gjennomsnitt utgjør de offentlige inntekter 29 prosent av BNP i de tidligere sovjetiske republikker, mot 40 prosent i Øst-Europa. De reduserte budsjettene gjør at evnen til å utvikle et sosialt sikkerhetsnett for å lette omstillingskostnadene er svekket.

Blant de faktorer som har medvirket til den svekkede skatteinngangen, er produksjonsfall, problemer ved endringer i skattesystemet, dårlige rutiner for skatteinnkreving, problemer med å implementere den raskt voksende private sektor i skattesystemet, mange fradrag, unntak og avsetningsfond som reduserer skattegrunnlaget, en høy marginalsatt som har gitt økte insentiver for skatteunndragelse samt misligholdte kreditter i privat og offentlig sektor.

I de tidligere sovjetiske stater utgjorde de regionale overføringene mellom 5 og 20 prosent av BNP i mottakerregionene. Overføringene gikk til mindre utviklede regioner og til energiproduserende regioner for å kompensere for de lave energiprisene. Bortfall av disse overføringene hadde stor effekt for de regionene som var netto mottakere.

Planøkonomiene hadde et svakt utviklet skattesystem. Utformingen av skattelover og regler i forbindelse med omstillingen til et markedsbasert system har ofte endt opp med et komplisert og lite forutsigbart system. Mange ulike skatter gir høye akkumulerte skattesatser, mens en rekke særfradrag gir smale skattegrunnlag. Den raskt voksende private sektor består gjerne av mindre foretak i tjenesteytende sektorer, som er vanskelige å ha oversikt over. Manglende erfaring og registreringsrutiner i skatteadministrasjonene har gjort at store deler av den framvoksende private sektor faller utenfor skattenettet. I tillegg er korrupsjon et ikke uvanlig fenomen blant enkelte

skatteinnkrevere. Liten tradisjon for å betale skatt og svekket tillit til offentlig sektor som følge av dens problemer med å tilfredsstille befolkningens forventninger om en rask velferdsøkning, gjør at viljen til å betale skatt er liten.

Privatisering av offentlige foretak har medført at staten har mistet inntekter, samtidig som kostnadene har økt ved at sosialt ansvar som før var pålagt bedriftene, er overført til staten. I de tilfeller bedriftene fremdeles yter sosiale tjenester, ønsker de kompensasjon for dette i form av skattefradrag, som gir verdsettingsproblemer og gjør systemet enda mer uoversiktlig. Sosiale ytelser knyttet til arbeidsplassene gir også et lite målrettet sosialt system, da det ikke omfatter de uten arbeid. Det er derfor nødvendig å vri det sosiale ansvaret bort fra bedriftene og over på staten. Dette gir klare ansvarslinjer, økt gjennomskiktighet og reduserer muligheten for korrupsjon.

Pensjoner utgjør vanligvis mellom 2/3 og 3/4 av de sosiale utgifter på budsjettet. Pensjonsutgiftene som andel av BNP er på samme nivå som i EU (ca. 10 prosent), men pensjonene er likevel på grensen til eksistensminimum. Antall pensjonister i forhold til antall arbeidere er relativt høyt. Gjennomsnittlig pensjonsalder er mellom 55 og 60 år, men forventet levealder er ofte mye lavere enn i vesten. Liberale regler for å arbeide etter at en er pensjonert, gjør førtidspensjonering attraktivt. Tildeling av uførepensjon praktiseres liberalt og er ofte basert på helseskade og ikke hvorvidt en er arbeidsufør. I Ungarn og Polen går hele 30 prosent av pensjonsutgiftene til uføretrygdene. I tillegg vil de som er lavest på lønnsstigen oppleve bortfall av trygd og høye marginalsatt hvis de tar seg arbeid. Dette systemet fører til økning i antall trygdede og reduksjon i arbeidstilbudet.

I likhet med de fleste europeiske land er pensjonene i transformasjonslandene ikke fondsbaserte. Pensjonsutgiftene i et gitt år blir finansiert av dette årets trygdeavgift. Siden lønnsinntekten som andel av BNP er lavere enn i vesten, er trygdeavgiftene mye høyere. De varierer fra 20 prosent i Estland til 45 prosent i Polen. De fleste har en trygdeavgift som er høyere enn Italia (27 prosent), som er det høyeste innen EU. Dette gjør at skatteunndragelse og svart arbeid er utbredt.

Mange transformasjonsland har en liknende demografisk struktur som i Vest-Europa, der forsørgelsesbyrden vil øke på mellomlang sikt. De

vil derfor trenge å redusere insentivene til førtidspensjonering og øke pensjonsalderen for å utvikle et opprettholdbart pensjonssystem.

Manglende respekt for kontraktsforpliktelser hemmer utviklingen av en markedsøkonomi

Det eksisterer i en viss utstrekning en manglende respekt for kontraktsforpliktelser. Misligholdelse av lån, manglende skatteinnbetalinger og manglende oppgjør bedrifter imellom er en del av den noe kaotiske hverdagen i mange transformasjonsland. Utsatte og manglende betalinger skaper lite gjennomsiktighet. Dette skyldes delvis problemer med å få kreditter, men også en kultur der overholdelse av budsjetter var tillagt mindre vekt. Myndighetene er ofte tilbakeholdne med å sørge for insentiver til at betalinger skjer, ved for eksempel å utforme og håndheve en effektiv konkurslovgivning slik at en reell trussel om konkurs eksisterer ved manglende betalingsoppgjør, fordi det vil medføre økt arbeidsledighet. Dette forsinker strukturomstillinger i bedriftene, og kan dermed undergrave tilpasningen til et markedsbasert system.

Ubetalte fordringer i energisektoren i Russland er et eksempel på problemet. Forfalte betalinger til denne sektoren utgjør over 4 prosent av BNP høsten 1996. Dette gjør at sektoren har forfalte betalinger til underleverandører og til staten (i form av skatter og avgifter) og manglende utbetalte lønninger som til sammen utgjør et enda større beløp. En rekke andre land i det tidligere Sovjetunionen har liknende problemer. Noen av årsakene til dette problemet i energisektoren er at høyere energipriser som følge av prisliberaliseringen har gitt tilpasningsproblemer. Betalingsdisiplin er i mange tilfeller ikke gjennomført, da tilbydere ikke har stoppet leveranser til ikke-betalende husholdninger og foretak. Dette fordi de påtar seg sosialt ansvar eller at myndighetene har forlangt at leveranser til «strategiske kunder» ikke skal brytes. Offentlige myndigheter har ikke gått foran med et godt eksempel, og mye av energisektorens utestående er overfor myndighetene. Slike restanser i så store sektorer gir reperkusjoner ut i samfunnet som har negative konsekvenser for budsjettet og den makroøkonomiske stabilitet. Gjennomsiktigheten reduseres, og det blir vanskeligere å vurdere den finansielle situasjon i enkeltbedrifter, hvilke for-

dringer som er reelle og hva de er verdt. I mellomtiden reduserer inflasjonen realverdien.

Finansiell sektor må effektiviseres

Den mellomleddrollen finansiell sektor spiller, er sentral for effektivt å mobilisere og allokere finansielle ressurser til de mest produktive anvendelser. Dette er viktig for å oppnå og opprettholde varig økonomisk vekst. Finansiell sektor og spesielt banker har en oppgave i å «sile» investeringsprosjekt slik at finansieringen går til de prosjekter som har høyest avkastning, samt å ha en disiplinerende effekt på ressursbruken ved å være en utenforstående part som stiller krav til lønnsomhet i prosjektene. Sentralbanken skal, på sin side, gjennom utøvelse av pengepolitikk, fremme makroøkonomisk stabilitet, sikre finansiell stabilitet gjennom overvåking av bankene, underlette interbankoppgjør og være en «lender of last resort».

En rekke forhold gjør at dette systemet foreløpig ikke fungerer godt i de fleste transformasjonsland. Manglende erfaring i kredittvurdering, manglende kreditorhistorie, mangler ved kredittilsyn og kredittlovgivning og dårlig beskyttelse av kreditors rettigheter er noen av problemstillingene. Den svake finansielle situasjon i bankene er også knyttet til omfanget av restanser i næringslivet.

Manglende uavhengighet i forhold til debitor, ved for eksempel at banken er eid av en større bedrift som også er den største låntakeren, har gjort bankene uvillige til å kreve konkursbegjæring eller finansiell disiplin. I tillegg til å svekke bankenes balanse gir dette bankene og bedriftene feil insentiver for en effektiv allokering av finansielle ressurser, som ofte går til opprettholdelse av ineffektive statsbedrifter. Når en må eie banken for å få lån, gir dette dårlige rammevilkår for nyetablerere, som blir avhengig av egne midler eller utenlandsk finansiering. Store forskjeller mellom innlåns- og utlånsrente, som delvis skyldes den svake situasjonen i banksektoren, gjør at mer risikable prosjekter med høyere potensiell avkastning blir foretrukket framfor sikre prosjekter med lavere avkastning.

Mange banker arvet en dårlig låneportefølje som følge av at kreditter tidligere ikke ble gitt på bakgrunn av en vurdering av risiko og inntjeningsevne. Ofte har redusert inflasjon avdekket de underliggende svakheter i bankenes balanse,

ved at mulighetene reduseres for å gi negativ realrente på innskudd fra publikum og kreditt fra staten. Høy inflasjon gjorde det også lettere å dekke seg bak bokføringsmessige operasjoner.

Svakheter i banksektoren er et alvorlig problem. I Russland antar myndighetene at kun 40 prosent av de 2100 forretningsbankene er solide. Et vel fungerende banksystem er viktig for å sikre langvarig vekst gjennom effektiv allokering av de finansielle ressurser. Det er også en forutsetning for å trekke til seg utenlandske investeringer og fluktkapital. Når banker går konkurs, kan det undergrave tilliten til systemet og ha negativ innvirkning på framtidige investeringer.

Utenlandske direkte investeringer kan virke positivt

Store investeringer trengs for å bygge opp den private sektor. Innenlandsk sparing vil ikke være tilstrekkelig til å dekke dette behovet. Utenlandske direkte investeringer (UDI) kan spille en vital rolle fordi den bringer inn både kapital, markedstilgang, kunnskap om design, teknologi, produksjonsteknikker og organisasjons- og ledelseskunnskaper. Det er grunn til å tro at slik overføring av kunnskapskapital er spesielt effektiv i transformasjonsøkonomiene, der utdanningsnivået allerede er høyt.

Overføring av kapital krever at landene har evne til å motta og utnytte de ressursene som skaffes til veie. Ofte mangler grunnleggende betingelser, som privat eiendomsrett til produksjonsmidlene og grunnen bedriften står på, en fungerende konkurslovgivning, et noenlunde stabilt og oversiktlig lovverk (ikke minst skattelovgivning), rettsikkerhet for kreditorer og sikkerhet for at en får lov å repatriere det investerte beløp og en eventuell gevinst. Tillit er avgjørende for å trekke til seg kapital til nødvendige og produktive investeringer. I en overgangsfase med stor politisk og økonomisk ustabilitet kan uforholdsmessig høy risiko føre til at ellers lønnsomme prosjekter ikke blir gjennomført på grunn av krav om høye risikotillegg fra investorene. Lov og regler knyttet til investeringer bør derfor implementeres på en transparent, konsistent og forutsigbar måte for å tiltrekke seg og opprettholde utenlandske direkte investeringer.

En ser tegn til at de fleste transformasjonsland reagerer positivt på utfordringen om å tilrettelegge for utenlandske direkte investeringer.

Utenlandske foretak kan kjøpe eiendommer til forretningsformål i Bulgaria, Estland, Latvia, Polen, Romania og Ungarn. I 1994 beløp UDI i Sentral- og Øst-Europa seg til 25 milliarder US dollar, og det har vært en jevn økning, selv om det er fra et moderat nivå.

Avslutning

Den økonomiske utviklingen i transformasjonslandene i den senere tid gir grunn til en viss optimisme. Redusert inflasjon og omslag til vekst har funnet sted i størsteparten av landene, men forskjellene mellom landene er fremdeles store. Det er særlig Øst-Europa som har hatt den mest positive utvikling så langt. Selv om også andre faktorer skiller denne regionen fra forholdene i de tidligere sovjetiske stater, har det at de startet prosessen tidlig, med gjennomgripende strukturelle reformer og fokusering på makroøkonomisk stabilisering, vært av stor betydning for det gjennomgående bedre resultat med hensyn til vekstutvikling og redusert inflasjon.

Selv om mye har skjedd i løpet av de siste syv årene, gjenstår betydelige problemer og utfordringer i de fleste transformasjonsland:

- Inflasjonen må videre ned. Det er vanskelig å få til økonomisk vekst med en årlig inflasjon over 50 prosent.
- En aldrende befolkning og sviktende statsinntekter krever reformer. En demografisk utvikling lik den i Vest-Europa, der eldre forsørgerbyrden vil øke på mellomlang sikt, gjør en reform av pensjonssystemet nødvendig. Sammen med høy ledighet og et lite målrettet sosialt sikkerhetsnett er dette problemer som i mange land kan true den videre utvikling gjennom at omleggingen av den økonomiske politikken bremses opp.
- Utstrakte strukturreformer inkludert fullføring av privatiseringen og etablering av en rekke institusjoner bør gjennomføres. Oppgaven med å oppnå og beholde makroøkonomisk stabilitet er sterkt knyttet til restruktureringsprosessen. I mange tilfeller svikter den nødvendige omstrukturering i offentlige og private bedrifter som følge av skjerming fra konkurranse gjennom subsidier eller subsidierte kreditter og skattefritak samt manglende konkurslovgivning eller implementering av denne fra myndighetenes side.
- Finansiell sektor må effektiviseres. Den er

lite utviklet og fungerer ikke som en effektiv formidler av finansielle ressurser. Svakheter i banksektoren preger de fleste landene. Etablering av et effektivt banksystem som ikke er tyngt av en dårlig låneportefølje, er en stor utfordring. Mange av landene har allerede opplevd alvorlige bankkriser.

- Valutakursene var i de fleste land initialt satt lavt for å styrke eksporten. Etter hvert som produktiviteten øker, vil økt kapitalinnstrømming og overskudd på driftsbalansen gi et reelt appresieringspress. Foreløpig har en sett reell appresiering gjennom inflasjon. Den nominelle utvikling i form av høy inflasjon har imidlertid en rekke negative effekter og bør dempes videre i tiden framover. Perioder med hyperinflasjon og depresierende valuta har svekket tilliten til de nasjonale valutaer. I mange land har dette resultert i utstrakt bruk av byttehandel og at folk holder sine verdier i utenlandsk valuta.

Dersom landene lykkes i å løse disse utfordringene, er de økonomiske forholdene lagt til rette for en periode med relativt høy vekst. Utenlandske investeringer kan gi et positivt bidrag. I tillegg til at disse bringer med seg teknologi og kunnskaper, letter de ofte markedsadgangen på eksportmarkedene. For øvrig kan åpning av i-landenes markeder for å fremme eksportmulighetene være et viktig bidrag til omstillingen i de tidligere sentralstyrte land. Samtidig må en være forberedt på midlertidige tilbakeslag i transformasjonsprosessen, noe en er vitne til i Albania i dag.

Denne artikkelen har fokusert på den økonomiske prosessen. Dette er kun en del av en større prosess, der den politiske og mentale omstilling er like viktig for den videre utvikling. Omstillingen fra et kommandobasert system som virket passiviserende til et markedsbasert system som fordrer at individet aktivt tar ansvar for sin egen velferd, kan ta tid. Den individuelle frihet innebærer en usikkerhet og krav til egenstyrt aktivitet mange ikke er vant med. Etter mange år med fordømming av privat initiativ som spekulering og motarbeidelse av staten, er det derfor sterke krefter som motarbeider omstillingen.

En godt fungerende markedsøkonomi krever et forutsigbart legalt rammeverk som virker nøytralt og rettferdig. Sikkerhet for kontrakter er blant de grunnleggende betingelser. Kriminalitet og korrupsjon undergraver et ordentlig markedsystem og tilliten til det offentlige. Her er det også forskjeller mellom landene. Problemet er størst i Russland og andre tidligere sovjetiske republikker. Dagens situasjon er preget av manglende tillit, og kampen om fordelingen av de knappe ressurser truer med å kvele innsatsen som gjøres for å øke produktiviteten.

Gjennomsnittlig antall år på skole er like høyt som i Vesten, men utdanningen er fra et system som stilte andre krav til kvalifikasjoner. Behovet for teknisk assistanse er derfor stort både på det kulturelle, det organisasjonsmessige og det rent tekniske nivå. Dette omfatter opplæring i markedstankegang og juridiske og etiske prinsipper som styrer en markedsøkonomi, kurs i ledelses- og organisasjonsteori samt hjelp til oppbygging av en rekke institusjoner som er nødvendige i en markedsøkonomi, som for eksempel en godt fungerende sentralbank og et solid juridisk rammeverk.

Referanser:

- IMF, 1996: WP/96/31; *Stabilisation and Growth in Transition Economies - The early experience*; S. Fisher, R. Sahay and C.A. Végh
- IMF, 1996:2; Working Paper: WP/96/38; *Disinflation in Transition Economies: The Role of Relative Price Adjustments*; S.Coorey, M. Mecagni and E. Offerdal.
- IMF, Staff Papers, 1996: Vol. 43 No.1: «*Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth*» by Michael Sarel
- Internasjonal Politikk, 1996: nr. 54, s. 469-79; *Sjokkterapi eller gradualisme? Økonomiske forventninger i Øst- og Sentral-Europa, 1990-94*; R.V. Hustad
- Verdensbanken, 1996: World Development Report, 1996: *From plan to Market*.

OPPHEVELSE AV PENGE- OG KREDITTLOVENS EMISJONSFORSKRIFT

Snorre Evjen, konsulent i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer, Norges Bank

Obligasjons- og sertifikatmarkedet har siden 1965 vært regulert med hjemmel i penge- og kredittloven. Emisjonsforskriften gav detaljerte regler for løpetid, avdragsprofil, minimumsbeløp og annet. Emisjoner måtte godkjennes på forhånd av Norges Bank. Emisjonsforskriften var opprinnelig et kredittpolitisk virkemiddel, men de senere år har dette spilt liten rolle.

Finansdepartementet opphevet emisjonsforskriften ved utgangen av 1996 og fastsatte samtidig en ny forskrift om emisjonskurs og meldeplikt ved utstedelse av ihendehaverobligasjoner. Det betyr at bestemmelsene i emisjonsforskriften i all hovedsak er avvirket, mens det fortsatt er regler om utleggelse av lån til underkurs og regler om meldeplikt til Norges Bank etter at lån er lagt ut.

Dette er slutten for en av de siste direkte reguleringene som ble opprettet i 1950- og 1960-årene. Endringene bidrar til økt effektivitet i verdipapirmarkedet. Nåværende regulering av emisjonsaktiviteten er i hovedsak lagt til verdipapirhandeloven og børsloven med tilhørende forskrifter. Artikkelen gir et historisk overblikk over dereguleringen.

Formålet med penge- og kredittlovgivningen

I 1950- og 60-årene vokste det fram regulering av renter og kvantum i det norske penge- og kredittmarkedet og av adgangen til å låne og plassere i utlandet. Fram til penge- og kredittloven kom i 1965 ble reguleringen innenlands gjennomført gjennom samarbeid mellom finansinstitusjonene og myndighetene, mens reguleringene av utenlandske lån var hjemlet i valutaloven. Reguleringssystemet ble satt under et økende press i 1970-årene, og en deregulering som i første omgang gav gradvis større rom for markedstilpasning i lånemarkedene, fulgte. Deretter har flere og flere regler blitt helt avskaffet.

Gjennom store deler av etterkrigstiden hadde penge- og kredittpolitikken en sentral plass i styringen av samlet etterspørsel og var et viktig ledd i nærings- og distriktspolitikken. Bankkriseutvalget (NOU 1992:30) oppsummerte målene for penge- og kredittpolitikken i denne perioden i tre punkter: (1) opprettholde en kontrollert renteutvikling, (2) sørge for en balansert kreditttilgang, altså hindre at kredittinstitusjonenes utlån vokste for sterkt, og (3) kanalisere kreditten til bestemte realøkonomiske sektorer.

Den detaljerte utformingen av reguleringene endret seg over tid. En sentral oppgave for myndighetene i store deler av reguleringsperioden var å begrense utlånene fra banker og finansieringsselskap. Lavrentepolitikken som ble ført,

bidrog til stor låneetterspørsel, og kredittmarkedet var rente- og kvantumsregulert i detalj.

Reguleringssystemet ble satt under økende press i 1970-årene. Økende inflasjon og økende marginalskatt på nettoinntekt fordi nivåene for marginalskattesatser ikke ble regulert i takt med prisindeksen, førte til lave reelle lånekostnader etter skatt. Dette bidrog til å øke kredittetterspørselen, og ettersom kreditt fra banker og kredittforetak var rasjonert, vokste det fram et uregulert kredittmarked ved siden av de ordinære kredittinstitusjonene. Et mer effektivt internasjonalt pengemarked bidrog dessuten til økt kredittgivning over landegrensene. Endelig førte utviklingen innen EDB-teknologien til at kostnadene ved betalingstransaksjoner ble redusert, og at dette kunne skje i et stadig raskere tempo.

Dereguleringen av kredittmarkedet skjedde gradvis over en årrekke. I 1988 var omtrent alle gjenværende kredittreguleringer opphevet. NOU 1989:1 – Penger og Kreditt i en omstillingstid gir en nærmere beskrivelse av bruken og avviklingen av kredittreguleringene.

Tidligere regulering av lånopptak i obligasjonsmarkedet

Historikk

Obligasjonsmarkedet var sterkt preget av direkte reguleringer gjennom 1950-, 60- og 70-årene. Det var i samsvar med den generelle styringsfi-

losofien. Fra 1965 var hjemmelsgrunnlaget penge- og kredittloven. Den gav anledning til å bestemme hvem som kunne ta opp obligasjonslån, hvor mye den enkelte kunne ta opp, og hvilke rentevilkår som skulle gjelde. Banker og livsforsikringsselskaper ble etter samme lov pålagt å plassere en viss andel av sin vekst i forvaltningskapitalen i obligasjoner (plasseringsplikt). Utlendinger kunne etter valutaloven verken legge ut eller kjøpe obligasjoner i det norske markedet. Myndighetene sørget for at tilbudet av private obligasjoner var mindre enn kjøpsplikten til banker og livsforsikringsselskaper. Det sikret en viss omsetning av statsobligasjoner. Myndighetene hadde således kontroll med både tilbuds- og etterspørselssiden i obligasjonsmarkedet.

Opphevelsen av emisjonsforskriften ses på som en sluttstrek for reguleringssystemet som vokste fram på 1950- og 1960-tallet, og et skritt videre i dereguleringen av penge- og kredittmarkedet som startet rundt 1980. En egen ramme gir en kronologisk oversikt over dereguleringen av emisjoner i obligasjonsmarkedet

Fram til høsten 1980 var både emisjonsregulering og plasseringsplikt i bruk. Dette innebar at myndighetene hadde full kontroll med både kreditttilførsel og renten i obligasjonsmarkedet. Med lave og stabile renter var interessen for å legge ut obligasjonslån stor. Etterspørselen var sikret gjennom plasseringsplikten. Utleggelsen måtte derfor begrenses gjennom emisjonsregulering.

Reuteutvalgets innstilling i 1980 (NOU 1980:4) signaliserte starten på liberaliseringen av obligasjonsmarkedet. Emisjonsreguleringen skulle nå bare brukes overfor låntakergrupper som var lite rentefølsomme, eller som hadde finansieringsbehov som var store i forhold til det innenlandske markedet. Lite rentefølsomme låntakergrupper var definert som låntakere der lånopptaket var betinget av statlig støtte eller garanti, kommunesektoren og lån til boligformål, mens låntakergrupper med store finansieringsbehov var låntakere som tradisjonelt hadde finansiert seg i utlandet, særlig sjøfarts- og oljesektoren. Dessuten skulle ikke valutautlendinger og andre finansinstitusjoner enn obligasjonsutstedende kredittforetak få adgang til obligasjonsmarkedet. Næringsdrivende og kredittforetak fikk utstede obligasjoner fritt. Dette ville føre til mer markedsbestemt rentedannelse, og dermed til at også andre kjøpergrupper fant obliga-

sjonsmarkedet interessant. Plasseringsplikten ble imidlertid opprettholdt fram til 1985. Det bidrog til store tvungne obligasjonskjøp. Lav rente på statsobligasjoner og en lav minstegrense for lånopptak førte til omfattende utleggelse av private og kommunale obligasjoner.

I 1980 og 1981 ble kredittkspansjonen over obligasjonsmarkedet sterkere enn forutsatt, til tross for at minstebeløpet og renten var hevet. Det ble derfor innført midlertidig emisjonsstopp for kredittforetakene høsten 1981. Emisjonsstoppen ble i første kvartal 1982 avløst av nye obligasjonsforskrifter, som blant annet innebar ny kvoteregulering for kredittforetakene. Næringslivet kunne imidlertid fortsatt fritt legge ut obligasjonslån direkte i markedet.

1983 markerte et klart skille i utviklingen på obligasjonsmarkedet. Tre utviklingstrekk var særlig fremtredende. For det første utstedte staten obligasjoner for et betydelig større beløp enn tidligere (21 milliarder kroner). For det andre økte plasseringspliktige institusjoners frivillige plasseringer betydelig. Plasseringsplikten ble med dette overflødig. For det tredje kom nye investorgrupper, som bedrifter og personer, sterkere inn i markedet.

I 1985 ble plasseringsplikten opphevet, først for bankene, senere også for livsforsikringsselskaper, pensjonskasser og -fond. Dessuten ble kredittforetakenes kvoter for emisjoner av obligasjoner for boligformål opphevet. Det skjedde også med kvotene for emisjoner til næringsformål, med unntak av emisjoner for utlån til visse næringer.

I 1987 fikk banker og finansieringsselskaper adgang til å legge ut obligasjonslån med inntil to års løpetid. Sommeren 1988 ble emisjonskvotene for boliglån og lån til spesielle næringer opphevet. I 1989 ble reguleringen av kommunale og fylkeskommunale lånopptak opphevet, og banker og finansieringsselskaper fikk lov til å legge ut obligasjoner med løpetid inntil 3 år. Utlendinger fikk også lov til å legge ut kroneobligasjoner i Norge. Særskilte løpetidsbegrensninger for banker og finansieringsselskaper ble opphevet i 1990. Dette året ble også valutareguleringen endret slik at norske selskaper kunne emitte og plassere i det utenlandske obligasjonsmarkedet. Samtidig fikk utenlandske investorer tillatelse til å emitte i Norge og plassere i norske obligasjoner.

Fram til 1. juli 1990 måtte innlendinger ha li-

sens fra Finansdepartementet etter valutalogvgivningen for å emittere obligasjoner og sertifikater i utlandet. Lisenspraksisen for utleggelser i norske kroner var svært restriktiv, og i perioden 1986-89 ble det ikke gitt noen tillatelser. Fra 1990 har innlendinger hatt adgang til å emittere lån i norske kroner i utlandet uten tillatelse etter valutaloven. I perioden 1985-1995 ble det ikke registrert kroneobligasjonslån tatt opp i utlandet. Adgangen ble brukt først i 1996. I det året emiterte norske låntakere slike lån for i overkant av én milliard kroner. Ettersom norsk jurisdiksjon ikke kan gjøres gjeldende overfor utlendinger i utlandet, kan utlendinger fritt emittere kronelån utenfor Norge. Det eksisterer ingen rapporteringsplikt for utlendingers lånopptak i norske kroner i utlandet og følgelig har Norges Bank ikke kunnet registrere om det har forekommet slike lånopptak. En er likevel kjent med at det ble tatt opp flere slike lån i 1996.

Emisjonsforskriften av 1989

Innledning. Som nevnt var nesten alle kreditt- og valutareguleringer opphevet i 1990. Imidlertid ble det via emisjonsforskriften, som fortsatt var hjemlet i penge- og kredittloven § 15, fremdeles krevd samtykke fra myndighetene ved opptak av lån.

Emisjonsforskriften av 27. februar 1989 inneholdt hovedsakelig regler om emisjonsprosedyrer og lånevilkår. Formålet var dermed redusert til å legge til rette for en effektiv, sikker og ordnet emisjonsaktivitet for obligasjoner og sertifikater. Forskriften ivaretok også enkelte skattemessige og statistiske hensyn. Da den ble opphevet 20. desember 1996, hadde en kommet til at de fleste bestemmelsene var overflødige, og at emisjonsaktiviteten var tilfredsstillende regulert gjennom verdipapirhandelloven og børsloven med tilhørende forskrifter.

Emisjonsforskriften gjaldt for lån i norske kroner lagt ut i det norske markedet og for kronelån lagt ut av norske utstedere i utlandet. Den gjaldt ikke for den norske stat.

Godkjennelse fra Norges Bank. Låntaker har hatt plikt til å gi forhåndsmelding til Norges Bank med diverse opplysninger om lånopptaket. Det omfattet informasjon om løpetid, emisjonskurs, rentesats, låneformål etc. Emisjoner kunne ikke finne sted før Norges Bank hadde gitt skriftlig bekreftelse på at vilkårene for lånopptaket var

tilstede. Finansinstitusjoners opptak av sertifikatlån var unntatt fra disse bestemmelsene.

Minstebeløp, børsnotering, tegningsinnbydelse etc. I forskriften ble det skilt mellom lån med løpetid over 12 måneder, som ble kalt obligasjonslån, og kortsiktige lån, som ble kalt sertifikatlån. Det var mer detaljerte krav ved langsiktig opplåning. Det ble også skilt etter hvilken sektor som stod for lånopptaket. Andre låntakere enn finansinstitusjoner kunne bare ta opp langsiktige lån ved offentlig tegning og måtte bruke megler. For slike lån skulle tegningsinnbydelse utarbeides og sendes til Oslo Børs på forhånd for gjennomgang. Dette var sentralt for å sikre tilstrekkelig og holdbar informasjon til potensielle investorer.

For andre enn finansinstitusjoner var det også stilt krav om børsnotering, garantikonsortium som sikrer avsetning av hele lånet, og minstestørrelse på lånet på 25 millioner kroner. Kravet om garantikonsortium var ment å innebære en sikkerhet for potensielle långivere for at lånet (minst) ble av en på forhånd angitt størrelse.

Kravet om børsnotering av obligasjonslån gjaldt for alle andre låntakere enn finansinstitusjoner. Tilsvarende krav gjaldt ikke for sertifikatlån. Kravet om børsnotering ble begrunnet med bedre kontroll og tilsyn med emisjoner og for å sikre mer enhetlig prising av lånene.

Reglene for emisjoner av sertifikater var generelt mer lempelige enn for obligasjoner, fordi sertifikatlån i større grad rettes mot profesjonelle investorer. Slike lån benyttes særlig av finansinstitusjoner i den løpende likviditetstilpasningen. Kravet til minstestørrelse pr sertifikat var på en million kroner. Grensen ble innført etter at det ble avdekket store skatteunndragelser ved slike papirer. Fra og med mai 1990 har det vært pliktig registrering i VPS av nye sertifikatlån. Dette bedrer grunnlaget for skattekontroll, slik at behovet for et minstekrav er redusert.

Regler om underkurs. Av skattemessige hensyn kunne ikke obligasjons- og sertifikatlån legges ut til vesentlig underkurs. Reglene er videreført med visse endringer, og er omtalt i neste kapittel.

Løpetid og avdrag. I forskriften var det begrensninger både på løpetid og avdragsfri periode for obligasjonslån. Maksimal løpetid var 30 år, og maksimal avdragsfri periode var 10 år. Lånene skulle nedbetales med like store avdrag pr. halvår eller pr. år. Bakgrunnen for disse reglene har

hovedsakelig vært et ønske om å unngå et for stort avvik mellom et prosjekts tekniske/økonomiske levetid og nedbetalingen av et lån knyttet til prosjektet. Formålet var å bedre lånenes sikkerhet. For kommuner var det særskilte regler for løpetid og avdragsfri periode på obligasjonslån. Særskilt regulering av kommuners lånopp- tak hører ellers inn under kommuneloven.

Forsikringsselskapers låneadgang. Emisjons- forskriften inneholdt forbud mot at forsikrings- selskaper og pensjonskasser tok opp obliga- sjonslån. Et slikt forbud følger imidlertid også av forsikringsvirksomhetsloven, og det var derfor strengt tatt overflødig også å gi dette forbudet med hjemmel i penge- og kredittloven.

Liberal dispensasjonspraksis. Det hadde lenge vært ført en liberal praksis, med dispensasjoner fra mange av bestemmelsene i forskriften, noe som talte for en oppdatering av regelverket. Ek- sempler på dette er at andre enn finansinstitusjo- ner i praksis har hatt behov for og fått dispensa- sjon fra begrensningen på avvik fra pari kurs og kravet om garantikonsortium for å kunne legge ut åpne lån. Andre eksempler er dispensasjon fra bestemmelsen om avdragsprofil og kravet om offentlig tegning for andre enn finansinstitusjo- ner. Dispensasjonene fra emisjonsforskriften in- nebar ikke at praksis avvek fra hvordan verdipa- pirkmarkedene normalt fungerer i andre land.

Dagens emisjonsregler

Ny forskrift om emisjonskurs og meldeplikt ved utstedelse av ihendehaverobligasjoner m.v.

Den nye forskriften av 20. desember 1996 om emisjonskurs og meldeplikt ved utstedelse av ihendehaverobligasjoner mv. viderefører regler om underkurs og meldeplikt til Norges Bank. Forskriften gjelder lån som enten legges ut for salg her i landet, eller når låntaker er innlending. Den gjelder ikke for den norske staten, og andre EØS-stater kan unntas.

Melding til Norges Bank. Den som forestår lån- opptaket skal, etter at et lån er tatt opp, sende melding til Norges Bank. På grunnlag av disse meldingene skal Norges Bank fortsatt utarbeide emisjonsstatistikk. Meldeplikten gjelder også for lån i utenlandsk valuta, mens emisjonsfor- skriften bare gjaldt lån i norske kroner. Etter

hvert er det et mål å benytte VPS-registrene som grunnlag for emisjonsstatistikken. Norges Bank vil fortsette samarbeidet med Oslo Børs om ut- veksling av opplysninger for statistikk.

Norges Bank har, i rundskriv nr. 9/31. desem- ber 1996 om de nye emisjonsreglene, gitt uttrykk for at banken av statistiske hensyn ønsker infor- masjon om utenlandske låntakeres kroneemisjo- ner i utlandet i samsvar med opplysningskravene for norske låntakere.

Forbud mot emisjoner til underkurs. Obliga- sjons- og sertifikatlån kan ikke legges ut til kurs som ligger mer under pari enn hva som svarer til 0,1 prosent p.a. effektiv rente regnet fram til før- ste renteregulering, fordi skattebehandlingen av slike lån kan favorisere underkursobligasjoner. Låntaker kan få redusert sin skatt, ved å utgifts- føre sin underkurs, før långiver må betale skatt av kursgevinsten. Forbudet har vært til hinder for utleggelse av nullkuponglån. Bestemmelsen gjelder bare for lån i norske kroner med løpetid på to år eller mer. I de tilfeller hvor lån legges ut som en åpen serie, gjelder ikke underkursbe- stemmelsen utvidelser i serien dersom lånets gjenstående løpetid er kortere enn to år.

Norges Bank har gitt uttrykk for at forbudet mot å utstede obligasjoner til underkurs ikke hø- rer naturlig hjemme under penge- og kredittlo- ven. Finansdepartementet har uttalt at hvis for- budet skal oppheves, må reglene for gevinstbe- skatning av obligasjoner endres. Finansdeparte- mentet har også sagt at det tar sikte på å sende forslag til nye regler for gevinstbeskatning på høring med etterfølgende proposisjon til Stor- tinget.

Opphevelsen av emisjonsforskriften innebæ- rer at Norges Bank kan frigjøre noe ressurser ved at det ikke lenger er nødvendig å gjennomgå teg- ningsinnbydelser.

Annen regulering av emisjoner

Verdipapirhandelloven inneholder regler om emisjon og emisjonskontroll som har som sikte- mål å sikre en effektiv, sikker og ordnet emi- sjonsaktivitet. Reglene om kontroll med emisjo- ner som rettes mot allmennheten, skal sikre at in- vestorene gis relevante og fullstendige opplys- ninger om verdipapirene og utstederen. Det gjør at de kan foreta en mest mulig realistisk vurde- ring av den aktuelle investeringen. Reguleringen av offentlige tegningsinnbydelser anses dessu-

ten som et effektivt virkemiddel til å styrke tilliten til at verdipapirmarkedene fungerer og utvikler seg på en tilfredsstillende måte. I henhold til verdipapirhandelloven skal børsstyret føre kontroll med enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av verdipapirer når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et større beløp enn 300 000 kroner. Bestemmelsene er i hovedsak i samsvar med EØS-reglene, bortsett fra at EØS-reglene ikke gjelder for sertifikater.

Børsforskriften oppstiller krav ved børsnotering av verdipapirer, samt informasjonskrav i den tiden verdipapirene er børsnotert. Forskriften er hjemlet i blant annet børsloven, og ble endret i 1994. Kravene i børsforskriften er utformet på bakgrunn av de direktiver som følger av EØS-avtalen. For at et lån skal kunne børsnoteres, må utsteder utarbeide tegningsinnbydelse og prospekt. Disse dokumentene skal inneholde detal-

jerte opplysninger om utsteders økonomiske status og skal godkjennes av Oslo Børs.

Reglene om emisjon og emisjonskontroll er gjennomgått og vurdert i verdipapirhandellovutvalgets andre utredning (NOU 1996:2 – Verdipapirhandel). Regjeringen har nylig framlagt en odelstingsproposisjon med forslag til ny verdipapirhandellov (Ot. prp. nr. 29 (1996-97)). Krav om tegningsinnbydelse foreslås fullt ut erstattet med krav til prospekt. Forslaget ivaretar også de forpliktelsene som følger av EØS-avtalen.

Avsluttende konklusjon

Avviklingen av emisjonsreguleringen under penge- og kredittloven innebærer alt i alt en vesentlig forenkling av regelverket for lånoptak i verdipapirmarkedet, og må antas å bidra til lavere kostnader for låntakere. De hensyn emisjonsforskriften skulle ivareta, synes tilfredsstillende ivare tatt i annen lovgivning.

Oversikt over dereguleringen av emisjoner i obligasjonsmarkedet

1980 Tilbudet av private obligasjoner ble i all hovedsak liberalisert i oktober 1980. Andre finansinstitusjoner enn kredittforetakene kunne imidlertid fremdeles ikke utstede obligasjoner. Videre var det krav om samtykke fra Finansdepartementet ved lånoptak til visse formål, herunder boliger, oljevirkosomhet og skipsfinansiering. Kommuner, kommunale foretak og låntakere med garanti fra stat eller kommune måtte ha samtykke for å kunne legge ut obligasjonslån.

1986 Finansinstitusjoner fikk adgang til å ta opp ansvarlig lånekapital i form av obligasjoner.

1987 Banker og finansieringsselskaper fikk lov til å legge ut obligasjoner med løpetid inntil 2 år.

1988 Reguleringen av obligasjonslån til finansiering av boliger ble opphevet.

1989 Reguleringen av kommunale og fylkeskommunale lånoptak ble opphevet.

Banker og finansieringsselskaper fikk lov til å legge ut obligasjoner med løpetid inntil 3 år.

Utlendinger ble gitt adgang til å legge ut obligasjonslån i norske kroner i Norge.

1990 Særskilte løpetidsbegrensninger for obligasjonslån lagt ut av banker og finansieringsselskaper ble opphevet.

Emisjoner og plasseringer i utlandet ble tillatt for norske selskaper. Utenlandske investorer fikk tillatelse til å emittere i utenlandsk valuta i Norge, samt å plassere i norske obligasjoner.

Regulering av opptak av obligasjonslån til finansiering av blant annet skip og oljerelatert virksomhet ble opphevet. Banker og finansieringsselskaper fikk legge ut konvertible obligasjonslån uten samtykke fra Finansdepartementet.

1996 Emisjonsforskriften ble opphevet. Ny forskrift av 20. desember 1996 om emisjonskurs og meldeplikt ved utstedelse av ihendehaverobligasjoner mv. ble fastsatt.

NORGES BANK GÅR NYE VEIER I FORVALTNINGEN AV VALUTARESERVENE

Hans Christian Knivsberg, rådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Fra januar 1997 har Norges Bank engasjert to eksterne porteføljeforvaltere til å investere deler av valutareservene. På sentralbankens vegne skal de forvalte henholdsvis en portefølje i europeiske valutaer med en startverdi tilsvarende 150 millioner tyske mark, og en portefølje i amerikanske og kanadiske dollar på 100 millioner amerikanske dollar. Norges Bank har også gjort avtale med en ekstern bank når det gjelder arbeidet med referanseporteføljer.

Referanseporteføljer og forvaltningen av valutareservene

For enhver porteføljeforvalter er det viktig å ha en investeringsstrategi. For Norges Banks forvaltning av valutareservene kommer denne strategien til uttrykk i form av en referanseportefølje: en tenkt portefølje som skal være en mal for de faktiske investeringene. Referanseporteføljen skal ivareta den prinsipielle avveining mellom avkastning og risiko. Den må derfor gjenspeile retningslinjene for valutafordeling, investeringsobjekter og investeringshorisont. For den operasjonelle investeringsaktiviteten representerer referanseporteføljen den passive strategi. For bankens ledelse er referanseporteføljen et kontrollinstrument ved at retningslinjene kan sette grenser for i hvilken grad de faktiske investeringene skal kunne avvike fra referanseporteføljen. I tillegg kan en sammenlikne avkastningen på referanseporteføljen med avkastningen på de faktiske investeringer. Forskjellen vil da fortelle i hvilken grad avvik fra referansen har vært en suksess.

Retningslinjene for referanseporteføljens gjennomsnittlige investeringshorisont, diversifisering på ulike valutaslag, og investeringsobjektenes kategori og kredittrisiko representerer Norges Banks strategiske valg og er fastsatt på grunnlag av egne analyser.

Norges Banks referanseportefølje og eksterne tjenester

Gitt referanseporteføljens gjennomsnittlige investeringshorisont er det mange valgmuligheter når det gjelder investeringenes fordeling på de ulike løpetider. Norges Bank har vært opptatt av å optimere denne allokeringen, og av at referan-

seporteføljen skal fastsettes og vedlikeholdes av en nøytral part.

Flere banker publiserer ulike indekser til dette formål, men ingen av disse ble funnet å være hensiktsmessige. Norges Bank har derfor innledet et samarbeid med den amerikanske investeringsbanken J. P. Morgan.

Avkastningen påvirkes blant annet av vedlikeholdskostnadene, og optimeringen av referanseporteføljens sammensetning har bestått i å minimere vedlikeholdskostnadene under følgende kriterier:

- gjennomsnittlig modifisert durasjon skal være 3,5. (Modifisert durasjon er et uttrykk for sensitiviteten til porteføljens verdi med hensyn til endringer i rentene.)
- høy avkastning
- enklest mulig rebalansering
- færrest mulig objekter i referanseporteføljen
- den faktiske porteføljen skal kunne investeres som referanseporteføljen anviser. (Der som porteføljeforvalterens resultat med rimelighet skal kunne sammenliknes med resultatet til referansen, bør det være praktisk gjennomførbart å investere den faktiske porteføljen som referansen tilsier.)

Den vesentligste vedlikeholdskostnaden for referanseporteføljen henger sammen med at tiden går og fremtvinger justering av posisjonene for å opprettholde porteføljens durasjon. I tabell 1 er dette illustrert for en portefølje som består av to objekter: en 4-års obligasjon og en 5-års obligasjon. Den gjennomsnittlige durasjonen er i utgangspunktet 3,5, og porteføljen rebalanseres hvert kvartal. I løpet av ett år må vel 90 prosent av porteføljen omsettes for å vedlikeholde dura-

sjonen. Med en portefølje på 100 milliarder kroner betyr dette transaksjonskostnader i en størrelsesorden på 60 millioner kroner (basert på en «spread» mellom kjøps- og salgskurs på 0,07 prosentpoeng). I tabell 2 er referanseporteføljen utvidet til å inneholde 8 objekter med løpetid opptil 8 år. Strategien er å «kjøpe og holde», som illustrert i figur 1. Transaksjonsvolumet for å vedlikeholde porteføljen blir nå redusert til 15,6 prosent av porteføljen, og for porteføljen på 100 milliarder reduseres vedlikeholdskostnaden til vel 10 millioner kroner. Generelt synker vedlikeholdskostnadene med et økende antall objekter, men denne gevinsten avtar raskt. Hensynet til enkelhet tilsier også at antall objekter holdes på et lavest mulig nivå.

Kostnadene synker også med færre balanseringstidspunkt. En kunne for eksempel tenkt seg en månedlig balansering av durasjonen for å holde den tett opptil 3,5. Alternativt kan den gjøres kvartalsvis med en startverdi på ca. 3,6 og sluttverdi på omtrent 3,4.

Kriteriene «høy avkastning», «enklest mulig rebalansering» og «færrest mulig objekter» må altså veies mot hverandre, og valget influerer sterkt på hva som er nødvendig transaksjonsvolum for å vedlikeholde porteføljen. Resultatet av optimeringsprosessen ble en portefølje med 8 objekter og en kvartalsvis rebalansering av vektene. Ved forfall og utbetaling av rentekuponger blir midlene i referanseporteføljen reinvestert i pengemarkedet inntil neste rebalansering. Referanseporteføljen er den samme for alle valutaer, bare justert for de faktisk eksisterende investeringsmuligheter og de faktiske renter. Vedlikeholdet av referanseporteføljene blir utført av J. P. Morgan.

Eksterne forvaltere

Den europeiske porteføljen skal forvaltes av ABN AMRO Asset Management i London, og porteføljen kan plasseres i rentebærende instrumenter i belgiske franc, britiske pund, danske kroner, ECU, franske franc, nederlandske gyl-den, tyske mark og svenske kroner. Den amerikanske porteføljen er tillatt investert i rentebærende instrumenter i amerikanske og kanadiske dollar og skal forvaltes av Goldman Sachs Asset Management i New York.

Innføringen av eksterne forvaltere er i første rekke knyttet til ønsker om synergieffekter og

kompetanseoppbygging. Norges Bank tror at kontakt med andre forvaltere vil ha en positiv effekt på bankens egen forvaltning. Ved å sammenligne de eksterne resultatene med de interne, kan en også få supplerende informasjon om hvor effektivt Norges Bank forvalter reservene. Slike sammenlikninger bør imidlertid gjøres med varsomhet. For å kunne vurdere om en forvalter er bedre enn en annen, kreves det observasjoner over en lengre periode. Norges Bank ønsker likevel at sammenlikningen skal kunne gi indikasjon på hva en bør legge vekt på for å forbedre egenforvaltningen.

Utvelgelsesprosessen

Norges Bank sendte i utgangspunktet en forespørsel om ekstern porteføljeforvaltning i Europa og Amerika til 50 utenlandske og 4 norske firmaer. Mange søkte på begge oppgaver, noe som sammen med generelt stor interesse førte til at banken til slutt mottok totalt 95 søknader. I forespørselen ble firmaene bedt om å gi informasjon om en rekke forhold. Det ble bedt om en beskrivelse av firmaets investeringsprosess - fra beslutning til implementering, oppfølging og styring av risiko, avkastningsrapportering, kontrollrutiner, tilbud om seminarer og traineeopphold, samt prisen på tjenesten, og en presentasjon av firmaets organisasjon og personale. Ved det endelige valg av de eksterne forvalterne ble det lagt særlig vekt på metoder og kapasitet for risikostyring og avkastningsrapporter, samt firmaets kapasitet som kompetanseoppbygger for Norges Bank.

Forvalternes retningslinjer

De eksterne forvalterne har retningslinjer som avviker noe fra de Norges Bank opererer med internt. De kan foreta noe større partielle avvik i porteføljenes durasjon, samtidig som de er underlagt krav til porteføljenes simultane risiko målt ved «tracking error». Tracking error relaterer beregningen av «value at risk» (VaR) på den faktiske porteføljen med VaR på referanseporteføljen. Beregningen av VaR viser porteføljens forventede verdiendring basert på historiske observasjoner av investeringsobjektene verdifluktasjoner og korrelasjonen mellom objektene verdiendringer. Dette er begreper en vurderer å innarbeide også i Norges Banks interne retningslinjer.

Tabell 1. Vedlikehold av en portefølje med to objekter. Kvartalsvis rebalansering for å holde durasjonen på 3,5.

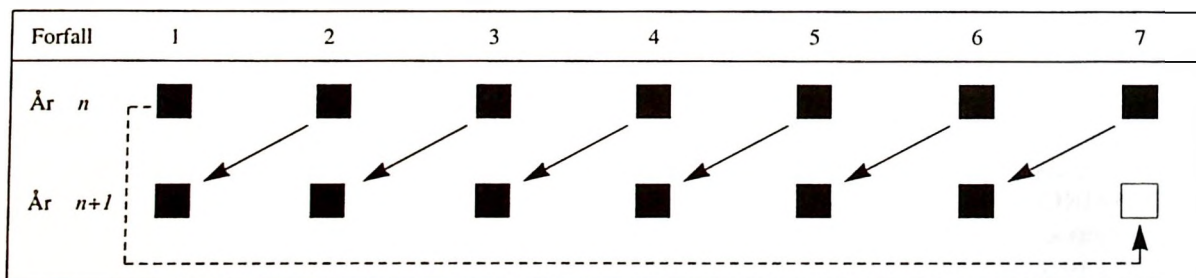
Kvartal	Porteføljens prosentvise fordeling på forfallstider								% vis endring i porteføljen
	Tid til forfall (år)								
	3,25	3,5	3,75	4	4,25	4,5	4,75	5	
1	0	0	0	91,3	0	0	0	8,7	-
2	0	0	65,4	0	0	0	34,6	0	25,9
3	0	40,7	0	0	0	59,3	0	0	24,7
4	15,7	0	0	0	84,3	0	0	0	25,0
5	0	0	0	91,3	0	0	0	8,7	15,7

Tabell 2. Vedlikehold av en portefølje med 8 objekter. Kvartalsvis rebalansering for å holde durasjonen på 3,5.

Kvartal	Porteføljens prosentvise fordeling på forfallstider								% vis endring i porteføljen
	Tid til forfall (år)								
	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	5-6	6-7	7-8	
1	12,8	12,2	13,1	14,0	14,9	16,0	17,1	0	-
2	9,1	12,2	13,1	14,0	14,9	16,0	17,1	3,7	3,7
3	5,6	12,2	13,1	14,0	14,9	16,0	17,1	7,2	3,5
4	2,1*	12,2	13,1	14,0	14,9	16,0	17,1	10,7	3,5
5	12,8	12,2	13,1	14,0	14,9	16,0	17,1	0	4,9*

*) Beholdningen på 2,1 prosent forfaller og er ikke inkludert i nødvendig omsetning.

Figur 1. Illustrasjon av «kjøp og hold» strategi



Honoraret til forvalterne består av to deler; en fast og en resultatavhengig. Den resultatavhengige delen er knyttet til «information ratio» som relaterer avkastningen til den risiko som er tatt, målt ved tracking error. Den resultatavhengige delen kan også være negativ. Det vil si at dersom forvalteren har tatt en større risiko enn referanseporteføljen og samtidig hatt et svakere resultat enn referanseporteføljen, så vil det resultere i et fratrukk i honoraret.

Sikkerhet forbundet med eksterne forvaltere

Ved engasjementet av de eksterne forvalterne er det lagt stor vekt på sikkerhet. Depot og oppgjør foretas i en separat bank (Bankers Trust), og depotbanken er ansvarlig for at utbetalinger kun skjer mot samtidig mottak av godkjente fordringer. Depotbanken rapporterer fortløpende

alle transaksjoner til Norges Bank, hvor de blir bokført på linje med egne transaksjoner. Månedlig rapporterer depotbanken resultatene på de ulike konti. De eksterne forvalterne rapporterer ukentlig de aktuelle posisjonene og risiko målt ved tracking error. Resultatene rapporteres månedlig.

Den videre utvikling

Norges Banks engasjement av de to eksterne forvalterne er en forsøksordning, og en eventuell utvidelse av samme typer avtaler vil være avhengig av de erfaringer en vinner. For tiden pågår det en vurdering om hvorvidt deler av Petroleumsfondet skal kunne investeres i utenlandske aksjer, og i den forbindelse vil det kunne bli aktuelt med andre typer avtaler med eksterne forvaltere.

BEREGNING OG TOLKNING AV TERMINRENTER

Espen Froyland, konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank¹

Markedet priser til enhver tid fordringer og gjeld med varierende løpetid til en gitt rente. Ved hjelp av forholdet mellom observerte korte og lange renter kan vi beregne implisitte terminrenter for årene fremover. Terminrenter kan igjen tolkes som fremtidige forventede renter. For de nærmeste årene er det betydelige avvik i de forventede rentene i Norge, Tyskland og Sverige. Fallet i de norske forventede rentene henger trolig sammen med at markedsaktører har nedjustert sine renteprognoser for den nærmeste tiden. Implisitte terminrenter kan gi informasjon om fremtidige inflasjonsforventninger. I Norge har vi ikke et marked for realobligasjoner, slik man har i for eksempel Sverige og Storbritannia. Derfor er det vanskeligere å beregne nivået på forventet inflasjon i Norge. Ved å gjøre en del forutsetninger er det imidlertid mulig å beregne endring i forventet inflasjon. Beregningene indikerer at inflasjonsforventningene i Norge har falt for de nærmeste årene. Det kan ha sin bakgrunn i appresieringen av kronen den siste tiden. Endringer i forventet rente kan imidlertid også skyldes endringer i forventet realrente eller risikopremier. Det er usikkert i hvilken grad endring i terminrenteforskjeller mellom land gir uttrykk for endring i forventede inflasjonsforskjeller mellom land. Beregningene antyder at forventet inflasjonsdifferanse mellom Norge og Tyskland har falt de siste månedene.

Innledning

Mange sentralbanker, inklusive Norges Bank, har tatt i bruk såkalte implisitte terminrenter som indikator for forventninger om fremtidige renter og inflasjon. Slike beregninger blir blant annet presentert i Norges Banks inflasjonsrapport. Med terminrenter menes renter som begynner å løpe i fremtiden. Terminmarkedet for renter er lite utviklet i Norge. I FRA-markedet («Forward Rate Agreement») handles det fremtidige renter. Kontraktene har imidlertid relativt kort horisont, og markedet for kontrakter mer enn ett år fram i tid er lite likvid. Implisitte terminrenter må derfor beregnes på grunnlag av avkastningskurven. Implisitte terminrenter kan, under visse forutsetninger, tolkes som fremtidige forventede renter. De blir dermed en fremoverskuende indikator, i motsetning til mange andre indikatorer som i større grad er tilbakeskuende. Det gjelder for eksempel historiske tall for pengemengde, arbeidsledighet, konsumprisindeksen mm.

Terminrenter brukes ofte i pengepolitisk analyse som en indikator for inflasjonsforventninger. Flere land har gått over til direkte inflasjonsstyring de siste årene. For disse landene er det viktig å ha indikatorer for inflasjonsforventningene for blant annet å vurdere tilliten til pengepolitikk.

Videre vil forventninger om økt inflasjon i seg selv kunne føre til høyere inflasjon, blant annet gjennom økte lønnskrav og ved at bedrifter fastsetter sine priser ut fra forventninger om den generelle prisutviklingen. En indikator for inflasjonsforventningene kan dermed være et nyttig redskap når sentralbankene utarbeider inflasjonsprognoser. Også for land med stabil valutakurs som styringsmål, som Norge og Danmark, kan slike indikatorer være nyttige. Det vil for eksempel være vanskelig å opprettholde et troverdig valutakursmål dersom inflasjonsforventningene og inflasjonen i Norge stiger betydelig i forhold til utlandet.

Terminrenter kan også brukes til andre typer analyser. I noen land kan det være aktuelt for myndighetene å bruke terminrenter for å overvåke at verdipapirmarkedet fungerer effektivt. Markedsaktører kan bruke terminrenteberegninger for å sammenholde priser mellom verdi-

¹ Takk til Qaisar Farooq Akram, Anne Berit Christiansen, Øyvind Eitrheim, Harald Johansen og Ole Bjørn Røste i Norges Bank og Klaus Mohn i Statoil Finans for nyttige kommentarer. Programmet for beregning av terminrenter er en omarbeidet versjon fra Sveriges Riksbank. Øyvind Eitrheim i Forskningsavdelingen i Norges Bank har foretatt programmeringen i GAUSS.

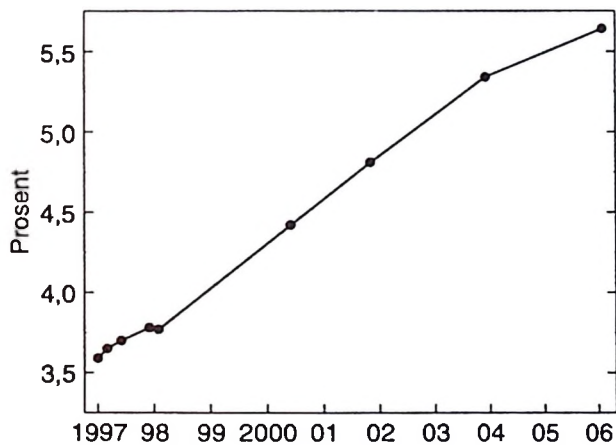
papirer med ulik løpetid etc. for å avdekke feilprising og muligheten for lønnsom arbitrasje.

Implisitte terminrenter kan utledes ved ulike metoder, og valg av metode vil ha betydning for resultatene. Modelltekniske forhold vil imidlertid i liten grad bli diskutert her.

Rentens terminstruktur

Med korte renter menes vanligvis renter på fordringer med løpetid under ett år. Lange renter er renter på fordringer med løpetid over ett år. Sammenhengen mellom renter med ulik løpetid kan illustreres ved hjelp av en avkastningskurve. Avkastningskurven viser sammenhengen mellom løpetiden og den effektive renten på ett bestemt tidspunkt. Figur 1 viser den norske avkastningskurven 21. februar 1997, basert på norske effektive eurokrone- og statsobligasjonsrenter.

Figur 1. Avkastningskurve Norge. 21. februar 1997



Kilde: Norges Bank

I det norske markedet er det relativt få statsobligasjoner, i motsetning til i en del andre land. Ved utgangen av februar 1997 er det fem såkalte «benchmark»-statsobligasjonslån med 112 milliarder kroner utestående og med løpetider fra ett til ti år. Dette er kupongobligasjoner, det vil si obligasjoner med årlige utbetalinger av en fast rente (kupong). Den effektive renten på kupongobligasjoner vil avhenge både av kupongrente og obligasjonskurs. Det fører til at obligasjoner med samme forfallstidspunkt, men med ulik kupongrente, vil ha noe ulik effektiv rente (ofte kalt «kupongeffekten»). Dette kompliserer bereg-

ningen av implisitte terminrenter fra renter på kupongobligasjoner. Kupongrentene må uttrykkes på en standardisert form slik at de blir sammenlignbare. Første skritt i beregningen av implisitte terminrenter er derfor å beregne såkalte implisitte nullkupongrenter på grunnlag av de observerte rentene på kupongobligasjonene. Nullkupongobligasjoner gir kun utbetaling ved forfall, slik at den effektive renten kun er bestemt av obligasjonskursen.

Implisitte terminrenter er relativt enkelt å beregne fra nullkupongrenter fordi en terminkontrakt med en gitt løpetid og forfall kan reproduseres med et kjøp og salg av en nullkupongobligasjon. Et eksempel kan gjøre det klarere: Anta at man om tre år ønsker å plassere en viss sum i obligasjoner i ett år. Hvis det ikke er mulig å avtale dette i dag, kan man plassere i obligasjoner i dag med forfall om fire år, og samtidig utstede obligasjoner med forfall om tre år. Implisitt oppnår man da å plassere pengene om tre år i ett år, og terminrenten er avkastningen på denne plasseringen.

Terminrenter kan, under visse forutsetninger tolkes som forventede fremtidige korte renter. I henhold til forventningshypotesen vil renten på verdipapirer med lang løpetid være lik et veid gjennomsnitt av forventet avkastning på verdipapirer med kort løpetid. Bak dette ligger det en antakelse om at investorer ikke bryr seg om løpetiden, men velger den kombinasjonen av korte og lange løpetider som gir høyest forventet avkastning. For at dette skal gjelde, må flere forutsetninger være oppfylt: Markedet må bestå av risikonytrale aktører, aktørene må ikke ha spesielle preferanser med hensyn til løpetid, og det må ikke være transaksjonskostnader forbundet med reinvestering.

Ulike risikopremier kan imidlertid føre til at implisitte terminrenter ikke bare gir uttrykk for renteforventninger. Innen ulike deler av obligasjonsmarkedet kan det dannes egne segmenter med tilbud og etterspørsel. Segmenteringen kan skape en løpetidspremie som er ment å ta hensyn til mer-risikoen ved verdipapirer med lang løpetid i forhold til verdipapirer med kort løpetid. Generelt sett kan denne meravkastningen være større, lik eller mindre enn null. I den grad løpetidspremien er positiv, vil terminrenten overvurdere forventet rente.

Også andre typer risikopremier kan påvirke renteutviklingen, som for eksempel en variabel

likviditetspremie. Med likviditetsrisikopremie menes at investor krever en kompensasjon for den risikoen som oppstår fordi det er vanskelig å gå inn og ut av en posisjon uten at kursene endres. Undersøkelser har vist at norske statsobligasjonsrenter i perioder svinger mer enn tilsvarende utenlandske renter, muligens som følge av et lite likvid norsk statsobligasjonsmarked. Denne volatiliteten kan medføre en tidsavhengig likviditetspremie på norske renter. Også denne premien kan gjøre det vanskelig å tolke terminrenten som et uttrykk for forventet rente.

Forventningshypotesen blir ofte forkastet i empiriske undersøkelser. Men selv om forventningshypotesen i statistisk forstand blir forkastet, kan den likevel ha utsagnskraft i økonomisk forstand dersom en betydelig del av utviklingen i lange renter kan forklares med bevegelser i forventede korte renter. I en empirisk undersøkelse viser Gerlach (1996) at lange renter i flere europeiske land i stor grad er bestemt av markedsaktørenes forventninger om fremtidige korte renter. Vi vil i resten av artikkelen ha forventningshypotesen som utgangspunkt, det vil si at terminrenter gir informasjon om fremtidige forventede renter.

Nelson-Siegel-metoden²

I det norske markedet er det kun fem statsobligasjoner med løpetid over ett år å beregne implisitte nullkupong- og terminrenter fra. Avkastningskurven mellom de enkelte renteobservasjonene må derfor beregnes. For renter med løpetid under ett år brukes eurokronerenter i stedet for statssertifikatrenter. Det skyldes at statssertifikatmarkedet i Norge er relativt lite likvid. Eurokronerenter med en, tre, seks og tolv måneders løpetid benyttes.³ Vi vil ikke drøfte den tekniske beregningen av overgangen fra kupongrente til implisitt nullkupongrente, men kun diskutere hvordan vi kan beregne en kurve for implisitte nullkupong- og terminrenter.

Det eksisterer mange ulike metoder for dette. McCulloch (1975) og andre har benyttet ulike former for interpolasjonsteknikk mellom punktobservasjoner for de implisitte nullkupongrentene. I forbindelse med figur 1 har vi føyd en linje mellom punktene, noe som er et eksempel på den enkleste mulige interpolasjonsteknikk. En slik metode kan imidlertid gi opphav til betydelige problemer fordi verdien på et punkt på kurven

for nullkupong- og terminrenten vil være sterkt avhengig av de omkringliggende faktiske observasjonene. Det skyldes at interpolert nullkupongkurve går gjennom hvert punkt for observert rente. Små bevegelser i obligasjonsrentene med lengst løpetid kan dermed resultere i knekkpunkter i kurvene.

Nelson og Siegel (1987) foreslår en enkel funksjonsform for henholdsvis nullkupong- og terminrentekurven med parametre som lar seg beregne fra de observerte kupongrentene. På denne måten får en korrigert for kupongeffekt, samtidig som en får fremstilt en funksjon som dekker alle løpetider. Kurvens form vil bli spesifisert av funksjonsformen, mens data bestemmer beliggenhet, stasjonærpunkt og krumning. Samtidig er metoden enkel og krever ikke så mange observasjoner for estimering. Dermed blir ikke få punkter på avkastningskurven et så stort problem, fordi bevegelser i noen renter ikke medfører store endringer i kurvens form.

Modellen gir en kontinuerlig, jevn og stabil bane for nullkupong- og terminrentekurven. Det er en fordel, ettersom volatile terminrenter ville vanskeliggjøre tolkningen av terminrenter for pengepolitiske formål. Videre er det i Nelson-Siegel-metoden forutsatt at nullkupong- og terminrentene langt fram i tid er konstante, noe som igjen innebærer at inflasjonsforventninger og forventede realrenter er konstante, jf. diskusjonen nedenfor. Det kan være hensiktsmessig å pålegge konstante realrente- og inflasjonsforventninger langt fram i tid. Det er liten grunn til at tro at markedsaktører har ulike forventninger om disse størrelsene om 15 til 20 år. Til slutt er det viktig at metoden som benyttes er gyldig for sammenlikninger av terminrenter på ulike tidspunkt og mellom land. En enkel modell vil være mindre følsom for manglende observasjoner og overfor at antall obligasjoner som blir brukt i estimeringen, varierer. Over tid vil det være obligasjonslån som forfaller og som erstattes med nye lån med annen løpetid og kupongrente. I appendikset blir det redegjort nærmere for modellen.

² Dette avsnittet bygger i stor grad på Dahlquist og Svensson (1994).

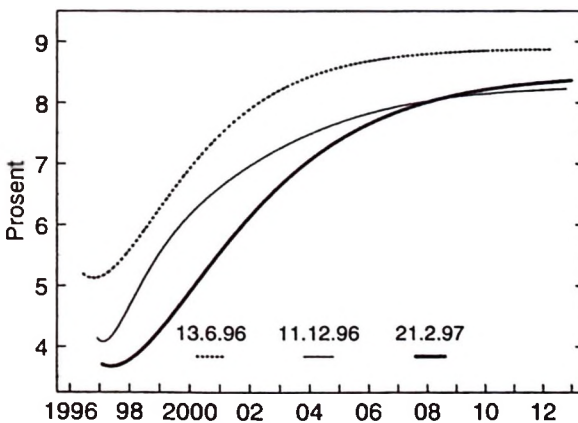
³ For enkelhets skyld ser vi bort fra at eurokronerenter inneholder en kredittrisikopremie i forhold til statssertifikatrenter. Private obligasjoner benyttes ikke i analysen fordi de består av en variabel kredittrisikopremie i forhold til statsobligasjoner.

Dahlquist og Svensson (1994) sammenlikner Nelson-Siegel-metoden med en mer komplisert teoretisk modell. Forskjellen mellom de estimerte implisitte terminrentene fra de to metodene er likevel små, og de konkluderer med at Nelson-Siegel-metoden er tilfredsstillende for pengepolitiske formål, samtidig som den er relativt enkel å bruke.

På et seminar arrangert av Bank of International Settlements (BIS) i 1996, der estimering av terminrenter var tema, kom det fram at mange sentralbanker estimerer terminrenter til bruk for pengepolitisk analyse og at de hovedsakelig brukte ulike versjoner av Nelson-Siegel-metoden. Oppfatningen var stort sett at renteforventningene ble tilfredsstillende beregnet.

Figur 2 viser terminrentekurver på ulike tidspunkt for Norge. Terminrentekurven flyttet seg parallelt nedover i perioden fra juni til desember 1996, mens fra desember 1996 til februar 1997 er det kun de forventede rentene for de nærmeste årene som har falt. Bevegelsene fra desember 1996 til februar 1997 henger trolig sammen med at Norges Bank har senket de administrative rentene, noe som har ført til at markedsaktørene har nedjustert sine renteprognoser for den nærmeste tiden. Utslagene har ikke vært like store for terminrentene lenger fram i tid.

Figur 2. Norske terminrenter



Kilde: Norges Bank

4 Hvis vi ser på endringen i inflasjonsforventningene mellom to tidspunkt og antar at både realrenten og inflasjonsrisikopremien er konstant, får vi $i_{t+1} - i_t = E(\pi_{t+1}) - E(\pi_t)$

Norske terminrenter og inflasjonsforventninger

Under visse forutsetninger kan vi via rentene indirekte finne inflasjonsforventningene. En enkel metode for beregning av gjennomsnittlige inflasjonsforventninger tar utgangspunkt i likningen

$$(1) \quad i = r + E(\pi) + \theta.$$

Nominell rente i blir bestemt av innenlandsk realrente på en realobligasjon r , forventet innenlandsk inflasjon $E(\pi)$ og inflasjonsrisikopremien θ . Inflasjonsrisikopremien er den ekstra avkastning investor krever for å holde en obligasjon med nominell avkastning i , fordi inflasjonsutviklingen er usikker, vil gi en usikker realavkastning. Gjennomsnittlig forventet inflasjon over løpetiden vil være differansen mellom den nominelle renten på en vanlig obligasjon og realrenten på en realobligasjon, gitt at inflasjonsrisikopremien er lik null eller svært lav. Et estimat på gjennomsnittlig årlig inflasjon de neste fem årene vil være differansen mellom renten på en femårs nominell obligasjon og renten på en femårs realobligasjon. Det er også mulig å beregne fremtidige inflasjonsforventninger, som kan ses på som en parallell til implisitte terminrenter. For å utlede forventede inflasjonsrater må vi i tillegg til likning (1) anvende forventningshypotesen som sier at terminrenter kan tolkes som forventede fremtidige renter. Dersom forventningshypotesen gir en rimelig korrekt beskrivelse av rentedannelsen og inflasjonsrisikopremien er liten, kan differansen mellom implisitte terminrenter på nominelle obligasjoner og realobligasjoner gi et estimat på årlig forventet inflasjon på ulike tidspunkter fremover i tid.

I Norge finnes det ikke realobligasjoner, når en ser bort fra noen svært få private. Inflasjonsforventningene kan derfor ikke finnes ved hjelp av metoden beskrevet over. I den grad risikopremier og realrenten er konstante, kan likevel rentendringen over perioden være et estimat på endringen i inflasjonsforventningene.⁴ Observasjoner for realrenten blir unødvendig.

Utviklingen i terminrentekurvene, jf. figur 2, kan indikere at inflasjonsforventningene på noe lenger sikt er omtrent uendret fra desember, men at de har falt de nærmeste årene. Appresieringen av kronen i begynnelsen av året kan være en medvirkende årsak til dette. Dersom markedsaktører venter en styrking av kronen av mer lang-

varig karakter, vil dette ha en dempende effekt på prisstigningen.

Sammenlikning med andre land

Storbritannia har som offisielt inflasjonsmål 1-2,5 prosent innen 1997, Tyskland har 2 prosent og Sverige har 2 prosent, med 1 prosentpoeng margin i begge retninger.⁵ Bank of England legger vekt på å beregne forventet inflasjon i sin kvartalsvise inflasjonsrapport. I Storbritannia er obligasjonsmarkedet (også for realobligasjoner) godt utbygget. Ti års realrente i Storbritannia har variert mellom 2 og 5 prosent i perioden 1982 til 1995 og var i gjennomsnitt omtrent 4 prosent. Banken beregner både nominelle terminrenter og realterminrenter, og finner dermed implisitt inflasjonsforventningene. De seneste beregningene fra februar 1997 tilsier at årlige inflasjonsforventninger tre og ti år fram i tid er omtrent 3,5 og 4 prosent og at realrenten om tre år er vel 3,5 prosent.⁶

Sveriges Riksbank anslo i desember 1996 forventet langsiktig inflasjon til 4,3 prosent.⁷ Om inflasjonsrisikopremien er positiv, må den forventede langsiktige inflasjonen nedjusteres med denne premien. Inflasjonsrisikopremien må være relativt høy for at inflasjonsforventningene skal være forenlig med inflasjonsmålet. På samme tid var realrenten 2,9 prosent. Gjennom 1996 og fram til november samme år falt realrenten i Sverige med over 3 prosentpoeng. Det svenske realobligasjonsmarkedet er lite likvid og dårlig utviklet, slik at likviditetspremien på realrentene kan være betydelig og variere sterkt.

I Danmarks Nationalbank gjøres det også beregninger for differansen mellom terminrente og realrente.⁸ I april 1996 var differansen 6,5 prosentpoeng. Forskjellen overvurderer antakelig den forventede inflasjonen ettersom markedet for realobligasjoner er dårlig utbygget. Av den grunn trekkes det fra en fast korreksjon på 2 prosentpoeng. Estimater for forventet inflasjon i Danmark ble dermed 4,5 prosent.

Det er grunn til å tro at den norske renteutviklingen i stor grad henger sammen med renteutviklingen i utlandet. Når pengepolitikken i Norge er innrettet mot å holde en stabil kurs mot europeiske valutaer, vil den norske renten følge rentene i disse landene. Et naturlig utgangspunkt kan dermed være at den nominelle renten i Norge blir bestemt fra utlandets nominelle rente og

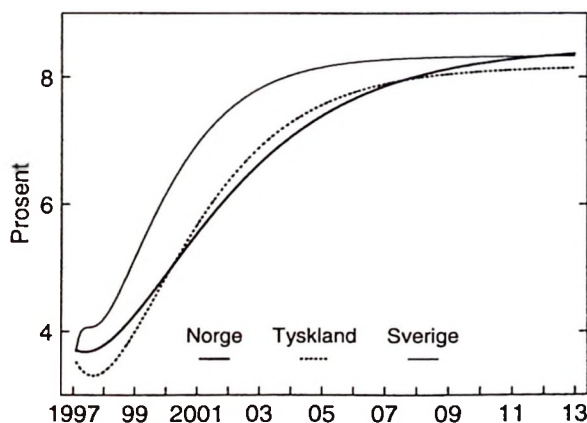
forventninger om kursendringer til den norske kronen. Den utenlandske renten er det naturlig i denne sammenheng å betrakte som gitt. I henhold til teorien om udekket renteparitet vil følgende likning gjelde:

$$(2) \quad i = i^* + E(\delta).$$

Innenlandsk nominell rente i vil være lik utenlandsk nominell rente i^* pluss forventet depreciering av innenlandsk valuta $E(\delta)$. Dersom udekket renteparitet gjelder, vil den forventede avkastningen ved å plassere i utenlandsk valuta være lik forventet avkastning ved å plassere i kronefordringer.⁹

Figur 3 viser terminrenter i Sverige, Tyskland og Norge 21. februar 1997. Av figuren kan vi se at det ikke forventes store renteforskjeller på noen års sikt. For de nærmeste årene er det store forskjeller. Det skyldes trolig at landene er i en ulik konjunkturmessig fase, og dermed innretter pengepolitikken forskjellig. Dersom norske renter utvikler seg i samsvar med hypotesen om udekket renteparitet, viser terminrentekurven hvordan den norske kronen vil utvikle seg i for-

Figur 3. Terminrenter for Sverige, Tyskland og Norge. 21. februar 1997



Kilde: Norges Bank

⁵ Tysk pengepolitikk har offisielt et pengemengdemål, men pengemengdemålet kan sies å bygge på et implisitt mål om inflasjon på rundt 2 prosent på mellomlang sikt.

⁶ Se Bank of England (1997).

⁷ Se Sveriges Riksbank (1996).

⁸ Se Topp (1996).

⁹ Se Akram og Frøyland (1997) for en empirisk undersøkelse. Undersøkelsen gir støtte til hypotesen om udekket renteparitet.

hold til tyske mark på ulike tidspunkt. I følge figuren kan det se ut som om markedsaktører forventer at norske kroner skal appresiere noe mot tyske mark, ettersom de norske terminrentene er lavere enn de tyske.

Teorien om kjøpekraftsparitet sier at mobilitet av varer og tjenester mellom land vil føre til at forskjellen i inflasjonsratene mellom land blir motsvart av en tilsvarende forventet nominell depresiering ($E(\delta)$) av valutaen til det landet som har høyest inflasjon. Teorien kan begrunnes i at mobilitet av varer og tjenester skal føre til at prisene, målt i samme valuta, utjevnes. Vi kan skrive

$$(3) \quad E(\delta) = E(\pi) - E(\pi^*),$$

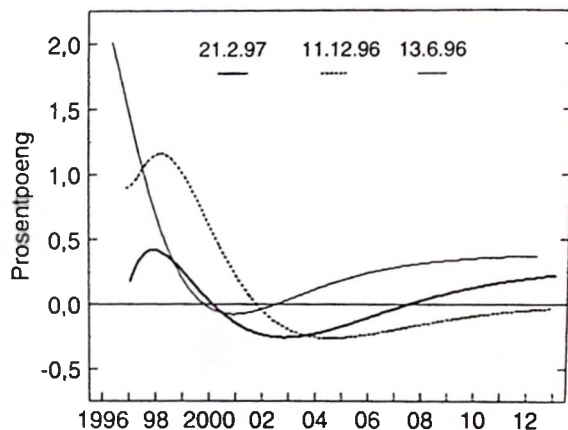
der π er innenlandsk inflasjon og π^* er utenlandsk inflasjon. Dersom udekket renteparitet og kjøpekraftsparitet gjelder, vil realrentene mellom land bli like, forutsatt at inflasjonsrisikopremien er lik null. Forskjell i forventet inflasjon er dermed lik differansen mellom terminrentene i ulike land.¹⁰

I figur 4 har vi beregnet differansen mellom norske og tyske terminrenter på ulike tidspunkt. Terminrentedifferansen ti år fram i tid har falt fra nesten 0,5 prosentpoeng i juni i fjor til om lag null ved slutten av februar 1997. Fra desember i fjor har terminrentedifferansen falt for de nærmeste årene, noe som kan tolkes som at forventet inflasjon i Norge er redusert i forhold til forventet inflasjon i Tyskland. Denne tolkningen er imidlertid blant annet basert på hypotesen om kjøpekraftsparitet. Dersom kjøpekraftsparitet ikke gjelder, kan fallet i terminrentedifferansen også skyldes at markedsaktører forventer lavere realrenter i Norge.

Sveriges Riksbank beregnet at terminrentedifferansen mot Tyskland om ti år var 0,5 prosentpoeng ved utgangen av 1996.¹¹ Det var altså forventet 0,5 prosentpoeng høyere inflasjon i Sverige enn i Tyskland. En tolkning av dette er at den tyske pengepolitikken er mer troverdig enn den svenske.

I figur 5 har vi fremstilt rente- og inflasjonsdifferansen for Norge og Tyskland fra 1989. Av figuren ser vi at det er en sammenheng mellom

Figur 4. Differanse mellom norske og tyske terminrenter



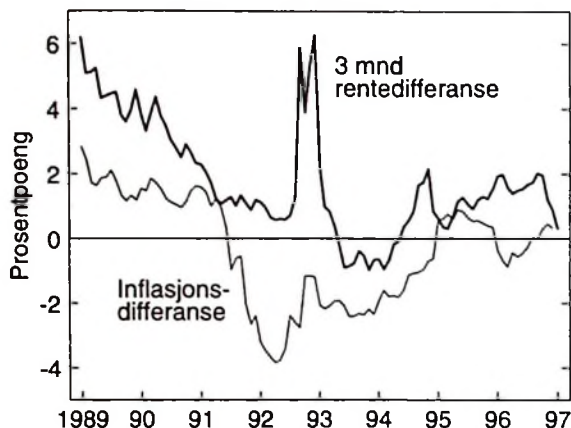
Kilde: Norges Bank

rentedifferansen og inflasjonsdifferansen, mer, at det til tider er store forskjeller mellom seriene. Stort sett har renteforskjellen vært større enn inflasjonsforskjellen, og i gjennomsnitt har differansen vært om lag 0,7 prosentpoeng de siste åtte årene. Det ser derfor ut til at det har vært en positiv «risikopremie» på plasseringer i norske kroner. Premien skyldes antakelig flere ulike forhold. For det første vil sammenlikning av implisitte terminrentedifferanser for å utlede inflasjonsforskjeller mellom land bare gi mening dersom vi antar at realrentene er like mellom land. Individuelle forhold i det enkelte land vil imidlertid påvirke realrenten, som for eksempel konjunkturelle forhold eller endringer i sparing og investering i det enkelte land. Det er dermed lite sannsynlig at kjøpekraftsparitet gjelder på kort og mellomlang sikt, og et land kan også oppleve langvarige avvik. Det har vist seg vanskelig å få bekreftet kjøpekraftsparitet ved empiriske undersøkelser. Der en finner støtte for det, tar det lang tid før forskjeller utliknes. Forskjellene i de observerte realrentene i Sverige, Danmark og England kan indikere at det, i beste fall, tar tid før forskjeller utjevnes. For det andre er det grunn til å tro at det betydelige avviket på slutten av 1992 og i begynnelsen av 1993 skyldtes valutauro i forbindelse med at Norges Bank måtte gi opp ECU-tilknytningen i desember 1992. Beregningen kan likevel indikere at rentedifferanser til en viss grad inneholder informasjon om inflasjonsforskjeller.

¹⁰ Fra likning (2) og (3) kan vi utlede $i - E(\pi) = i^* - E(\pi^*)$.

¹¹ Se Sveriges Riksbank (1996)

Figur 5. Rente- og inflasjonsdifferanse mellom Norge og Tyskland



Kilde: Norges Bank

Oppsummering og konklusjon

Ved hjelp av forholdet mellom observerte korte og lange renter kan vi beregne implisitte terminrenter for årene fremover. Terminrenter igjen kan tolkes som fremtidige forventede renter. For de nærmeste årene er det betydelige avvik i de forventede rentene i Norge, Tyskland og Sverige. Fallet i de norske forventede rentene henger trolig sammen med at markedsaktører har nedjustert sine renteprogner for den nærmeste tiden.

Norges Bank og andre sentralbanker bruker Nelson-Siegel-metoden for å beregne implisitte terminrenter. Metoden kan sies å ha bedre egenskaper enn den Norges Bank tidligere brukte, men det gjenstår fremdeles en rekke svakheter av både metodemessig og teoretisk art.

Implisitte terminrenter kan gi informasjon om fremtidige inflasjonsforventninger. Utledning av inflasjonsforventninger for Norge via det finansielle markedet kan være nyttig tilleggsmessig informasjon, men bygger på svært strenge forutsetninger og må derfor tolkes med varsomhet. Ovenfor har vi vurdert to ulike indikatorer for inflasjonsforventningene: endring i norsk terminrente, jf. figur 2, og endring i terminrentedifferanse mellom land, jf. figur 4. For at figur 2 skal avspeile endring i inflasjonsforventninger kreves det at realrenten og inflasjonsrisikopremien er konstant i Norge mellom sammenligningstidspunktene. Beregningene indikerer at inflasjonsforventningene i Norge

kan ha falt for de nærmeste årene. Dette kan ses på bakgrunn av appresieringen av kronen den siste tiden.

Skal figur 4 gi uttrykk for endring i inflasjonsforventningene overfor utlandet, må realrenten i Norge være lik utlandets, det vil si at både udekket rente- og kjøpekraftsparitet må gjelde. Dette vil i de fleste tilfeller være en for sterk forutsetning. Av den grunn er det usikkert i hvilken grad terminrenteforskjeller mellom land gir uttrykk for forventede inflasjonsforskjeller mellom land. Beregningene antyder at forventet inflasjonsdifferanse mellom Norge og Tyskland har falt de siste månedene. Kun i det spesialtilfelle der realrentene er like og konstante i perioden som betraktes, vil tolkningene av figur 2 og 4 gi samme konklusjon.

Referanser

- Akram, Farooq Q. og Frøyland, Espen (1997). Empirisk modellering av norske pengemarkeds- og obligasjonsrenter. *Arbeidsnotat nr 1/1997*, Norges Bank.
- Bank of England (1997). *Inflation Report*. February 1997.
- Dahlquist, Magnus og Svensson, Lars E. O. (1994). Estimating the Term Structure of Interest Rates with Simple and Complex Functional Forms: Nelson & Siegel vs Longstaff & Schwartz. *Arbetsrapport nr 15*, Sveriges Riksbank.
- Gerlach, Stefan (1996). Monetary Policy and the behaviour of interest rates: Are long rates excessively volatile? BIS, *Working Paper No 34*.
- McCulloch, Huston J. (1975). «The Tax-Adjusted Yield Curve», *Journal of Finance* 30.
- Nelson Charles R. og Andrew F. Siegel (1987). «Parsimonious Modeling of Yield Curves», *Journal of Business*, Vol 60.
- Topp, Jacob (1996). *Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente og inflasjonsutviklingen i Danmark*, Danmarks Nationalbank, Mai 1996.
- Svensson, Lars O. (1994). *Estimating and Interpreting Forward Rates: Sweden 1992-1994*. WP/94/114. International Monetary Fund.
- Sveriges Riksbank (1996). *Inflationsrapport nr 4*, Desember.

Appendiks

Appendikset inneholder en kort teknisk beskrivelse av metoden som benyttes. For en grundigere gjennomgang, se Svensson (1994). Nelson og Siegel (1987) antar at terminrenten er en løsning av en annen-ordens differensiallikning med to røtter. Likningen er relativt fleksibel og har ett stasjonærpunkt. Løsningen for terminrenten kan skrives som

$$f(m;b) \equiv \beta_0 + \beta_1 \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right) + \beta_2 \frac{m}{\tau} \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right),$$

der $b = (\beta_0, \beta_1, \beta_2, \tau)$ er vektoren av parametre som må estimeres og m er antall år løpetid. Nullkupongrenten kan finnes ved å integrere opp uttrykket for terminrenten, se Svenssons artikkel. Løsningen for nullkupongrenten blir

$$s(m;b) \equiv \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)}{\left(\frac{m}{\tau}\right)} - \beta_2 \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right).$$

Parameterene blir bestemt med hjelp av en ikke-lineær regresjonsteknikk (sannsynlighetsmaksimering). Ved tallfesting tar vi utgangspunkt i de faktiske kupongrenteobservasjonene i markedet. Nullkupong- og terminrentene som følger av den valgte funksjonen oppfyller fornuftige krav og konvergerer mot en konstant når løpetiden går mot henholdsvis null eller uendelig ettersom

$$f(\infty;b) = s(\infty;b) = \beta_0, \text{ og}$$

$$f(0;b) = s(0;b) = \beta_0 + \beta_1.$$

«Extended» Nelson-Siegel betyr at en innfører et ekstra ledd i likningen, slik at funksjonen blir mer generell og blant annet kan inneholde to stasjonærpunkt. Denne utvidelsen ble foreslått av Svensson (1994), og vi har benyttet denne varianten i beregningene som er presentert foran.

HØRING - NOU 1996 : 24 BETALINGSSYSTEMER M.V.

Norges Bank sendte 19. februar 1997 nedenstående brev til Finansdepartementet

1. Generelle merknader

Vi viser til departementets brev av 22. november 1996 vedlagt NOU 1996:24 om forslag til lov om betalingssystemer m.v. - høring.

Banklovkommisjonens tredje utredning inneholder forslag til lovregulering av betalingssystemene som er enstemmig, med unntak av et par enkeltpunkter. Norges Bank slutter seg til hovedkonklusjonene i kommisjonens utredning.

Lovforslaget representerer et viktig nytt element i lovgivningen på finansområdet. Norges Bank har gjennom mange år framført et ønske om å få et lovfestet hjemmelsgrunnlag til å håndheve bestemmelsen om ansvaret for å fremme effektive betalingssystemer i sentralbanklovens § 1. Vi vil i denne sammenheng vise til Norges Banks uttalelse av 17. april 1984 til forslaget om ny sentralbanklov, der Norges Bank foreslo en bestemmelse som ga Kongen hjemmel til å utferdige forskrifter om betalingsformidling og betalingssystemer. Vi vil også vise til vår høringsuttalelse til Justisdepartementet av 16. juni 1995 til Banklovkommisjonens første utredning om finansavtaler og finansoppdrag, der det ble fremført at det er en viktig oppgave for det offentlige å påse at betalingssystemene er robuste, og at de utformes på en måte som sikrer at såvel betaler som mottaker har tillit til systemene. Lovforslaget som nå foreligger, gir mulighet til å gripe inn mot en uønsket utvikling på dette området.

2. Om behovet for regulering

På overordnet nivå må betalingssystemene ses i sammenheng med den øvrige reguleringen av finanssektoren. Et vesentlig formål med myndighetenes arbeid for å sikre soliditeten i bankvesenet er å sikre publikum tilgang til et betalingsmiddel (kontopenger) som er allment akseptert og med lav risiko. Den kollektive nytten av et slikt betalingsmiddel er avhengig av at overføringer skjer på en sikker og effektiv måte, og at publikum har tillit til betalingssystemene.

Tidligere var Postgirosystemet og bankenes betalingssystemer ikke tilstrekkelig samordnet. Dette innebar et samfunnsøkonomisk tap, ved at

stordriftsfordeler ikke ble tilstrekkelig utnyttet. Minst like viktig var de ulemper som publikum hadde ved at overføringer mellom de to systemene ble vanskeliggjort. Tilgangen til minibank og EFTPOS-tjenester ble også begrenset for publikum som følge av manglende samordning. Det er en nær sammenheng mellom publikums nytte av sine innskuddskonti og graden av samordning.

Samordning krever betydelig samarbeid i form av avtaler og standarder mellom bankene, og strategisk posisjonering mellom banker kan gjøre det vanskelig å komme frem til de løsningene som er optimale sett i forhold til samfunnets samlede interesser. Samtidig må naturlige felles systemer ikke benyttes til å diskriminere mellom banker. Dagens selvregulering bør derfor kunne suppleres med krav fra myndighetene. For å sikre økonomisk effektivitet, er det imidlertid viktig å påse at samordningen ikke går på bekostning av effektiv konkurranse.

3. Interbanksystemene - lovutkastets kapittel 2

Interbanksystemene har en sentral stilling i betalingssystemet. Som kommisjonen påpeker, er stabilitet i disse systemene nødvendig for å sikre allmennheten en effektiv og sikker betalingsoverføring.

Risiko

Det er en stadig økende erkjennelse, både i Norge og internasjonalt, av at interbanksystemene ofte er utformet på en måte som gjør det vanskelig for enkeltaktører å identifisere og avgrense sin risiko. Enkeltaktører har i dag ikke tilstrekkelige insentiver og muligheter til å begrense den risiko de utsetter andre aktører i systemet for, og det er da også vanskelig å begrense egen risiko. Utformingen av systemene må ses i sammenheng med den kostnadsmessige fordel som ligger i avregning, samtidig som de aktuelle risikoreducerende tiltak som regel innebærer kostnader, som i normale situasjoner ikke vil bidra til økte inntekter. Interbanksystemene har karakter

av å være et kollektivt gode, og bankene kan i fellesskap ha insentiver til å iverksette risikoreducerende tiltak. Frivillig privat finansiering av kollektive goder er imidlertid generelt et problem, ettersom enkeltaktører tilsynelatende kan satse på at andre vil betale. Dersom bankene anser det sannsynlig at myndighetene vil gripe inn for å forhindre en systemkrise, vil insentivene være enda svakere. Norges Banks rolle som «lender of last resort» innebærer et ansvar for at illikvide, men solvente banker får tilgang til tilstrekkelig likviditet. I en krise i betalingsoppgjøret kan det være vanskelig å skille banker som bare er illikvide fra de som også er insolvente fordi slike oppgjørdisposisjoner vanligvis er tidskritiske. En annen årsak til at risikoreducerende tiltak ikke iverksettes av næringen, kan være problemer med å komme frem til enighet om felles løsninger. Den økte konkurransen mellom bankene, samt endringer i styrkeforholdet mellom bankforeningene og stadig større enkeltbanker, kan gjøre det vanskeligere enn tidligere å komme fram til kollektive løsninger. I slike situasjoner bør myndighetene kunne sette krav til at risikoreducerende tiltak iverksettes.

Behovet for å kunne stille krav til interbank-systemene må også ses i sammenheng med økende transaksjonsvolumer, både innenlands og internasjonalt, og stadig flere kontaktflater mellom finansielle systemer i ulike land. Økende transaksjonsvolumer og tettere sammenknytninger av landenes betalingssystemer innebærer større fare for at problemer hos en aktør, eller i et system, kan smitte over på andre aktører og systemer. Uten mulighet til å regulere interbank systemene vil myndighetene være avhengig av at banknæringen selv, som konkurrenter eller i fellesskap, fremskaffer samfunnsøkonomiske rasjonelle og sikre løsninger.

En viss kontroll med norske bankers deltakelse i utenlandske betalingssystemer vil også være nødvendig dersom problemer i disse systemene kan skape problemer i det norske betalingssystemet. Også av hensyn til bankenes og andre næringers markedsadgang, kan det være hensiktsmessig at myndighetene påser at internasjonale standarder vedrørende risikobegrensning følges på viktige områder.

Vi vil i denne sammenheng nevne at forhold knyttet til bankenes betalingsformidling med utlandet også er foreslått regulert i Finansdepartementets forslag om ny § 28 i sentralbankloven,

der det heter at Kongen kan fastsette forskrift om at bare den som får tillatelse av Kongen kan drive forretningsmessig omsetning av valuta eller forretningsmessig betalingsformidling med utlandet. Selv om bakgrunnen for regulering er ulik, kan det være grunn til å se nærmere på forholdet mellom reguleringskompetansen i de to lovutkastene.

Infrastruktur

Banklovkommisjonen anbefaler at myndighetene bør få et hjemmelsgrunnlag til å supplere dagens selvregulering når det gjelder å sikre en rasjonell samordning. Det er etter vår vurdering vesentlig at ansvaret for samordning forblir hos aktørene. Korreksjoner i form av offentlige inngrep bør derfor begrenses til forhold som klart reduserer den samfunnsøkonomiske effektivitet, og bør om mulig skje gjennom samarbeidsorganer, som opprettes med tilstrekkelig mandat til å løse det aktuelle problem.

Behovet for regulering basert på lov

Kommisjonen har vurdert den gjeldende selvregulering gjennom avtaler som et alternativ til lovregulering, men blitt stående ved at lovregulering er den beste måten å sikre at interbanksystemene fungerer på en tilfredstillende måte. Det er etter vår oppfatning viktig at en ved vurdering av behovet for en lov, også nøye belyser argumentene mot lovregulering. Et synspunkt som også tidligere er framført fra Norges Bank, er at det skal være et klart reguleringsbehov for å godtgjøre den reguleringskostnad som følger reguleringen. Det bør også nevnes at en internasjonalt legger vekt på markedenes selvregulerende evner i stadig større grad. Det er blant annet ikke drøftet eksplisitt i kommisjonens innstilling om Norges Bank gjennom rollen som bankenes oppgjørspartner kan stille de nødvendige krav til risikoreducerende tiltak i bankenes egne systemer. Et eksempel på at sentralbanken kan stille krav i rollen som oppgjørspartner, er det pågående arbeidet med å endre rammevilkårene for bankenes oppgjør i Norges Bank. Dette arbeidet har i stor grad også bygget på inngående samarbeid med bankene. Mange andre sentralbanker har kommet langt i arbeidet med å innføre risikoreducerende tiltak i sine oppgjør- og avregningsentraler uten å ha en så omfattende lovregulering

som kommisjonen legger opp til. Dette gjelder blant annet den engelske sentralbanken. Muligheten for å kunne stille krav uten lovhjemmel må imidlertid, som også kommisjonen har pekt på, ses i sammenheng både med sentralbankenes ulike grad av direkte deltakelse i interbanksystemene og landenes reguleringstradisjon.

Selv om kommisjonen legger vekt på at lovforslaget skal utfylle, og ikke erstatte dagens selvregulering, kan lovreguleringen også ha uheldige effekter på bankenes eget samarbeid, og samarbeidet mellom bankene og myndighetene. Selvregulering og samarbeid kan videre bli redusert om konsesjon oppfattes som en detaljert sertifisering, med en alminnelig garanti fra myndighetene.

På den annen side har den alminnelige konsesjonslovgivningen nettopp hatt som siktemål å unngå detaljert lovregulering. Kommisjonen følger i sitt forslag opp denne linjen. Det kan også vises til at eksisterende bankkonsesjoner ikke synes å ha lagt hindringer i veien for selvregulering og samarbeid mellom aktorene. Norges Bank kan som oppgjørsbank stille krav til deltakerne i oppgjøret i Norges Bank, herunder også enkelte krav knyttet til infrastrukturen i systemene. Det er imidlertid med dagens reguleringskompetanse vanskelig å stille krav som i tilstrekkelig grad ivaretar hele det lovbestemte ansvar Norges Bank har for effektive og sikre betalingssystemer i sentralbanklovens § 1. Dette gjelder både krav til aktører som ikke er banker og problemene knyttet til manglende insentivstruktur. De praktiske muligheter for gjennom oppgjørsbankrollen å stille krav til interbanksystemer på lavere nivåer i oppgjørssystemet kan være begrenset, selv om beløpene som gjøres opp i slike systemer, kan være store og dermed bidra til systemrisiko.

Norsk reguleringstradisjon er i større grad enn i mange andre land basert på lovregulering. Eventuelle krav fra Norges Banks side til oppgjørssystemer utenfor sentralbanken vil derfor kunne bli møtt med spørsmål om hjemmelsgrunnlag og påstander om urettmessig innblanding. Uten adgang til å stille generelle krav til interbanksystemene vil det videre være en fare for at større deler av oppgjøret foretas på lavere uregulerte nivåer, med dertil uheldige konsekvenser for den samlede risikoen i betalingssystemene. I verste fall vil oppgjørsbankene på lavere nivåer, som regner med at myndighetene uansett vil gri-

pe inn i en krisesituasjon, kunne være villig til å ta på seg stor risiko. Lovregulering kan videre gi mer forutsigbare rammebetingelser for aktørene. Det er også internasjonalt en økende erkjennelse og klargjøring av sentralbankenes overvåkeransvar for betalingssystemene, og norske banker er avhengig av internasjonal tillit til de norske systemene.

Den modell for samarbeid mellom myndighetene og bankene som en til nå har basert seg på, har ikke i praksis vist seg velegnet til å løse viktige problemstillinger knyttet til infrastrukturen i betalingssystemene. En av grunnene til at Norges Bank har funnet det naturlig å være oppgjørsbank for mer enn det ordinære interbankoppgjøret, er at Norges Bank gjennom oppgjørsbankrollen til en viss grad kan kontrollere risikoen i systemene. En lovhjemlet adgang til å kunne stille krav til systemer for oppgjør utenfor sentralbanken, vil innebære at Norges Bank på friere grunnlag kan vurdere hvilke oppgjør som bør skje direkte i sentralbanken.

Et alternativ til kommisjonens forslag om en konsesjonsordning kunne vært tilsyn med en generell inngrepshjemmel - et alternativ som kommisjonen ikke eksplisitt har diskutert. Konsesjon gir myndighetene muligheter til å gripe inn i forkant. Dette innebærer at myndighetene på et tidlig tidspunkt må ta stilling til de forhold som skal reguleres. Derved bidrar en til mer stabile rammebetingelser for operatører av interbanksystemer. En inngrepshjemmel kan være mer fleksibel for myndighetene, men kan gå på bekostning av stabile rammebetingelser for operatørene av systemene.

Norges Bank slutter seg på dette grunnlag til kommisjonens forslag om regulering basert på lov med en kombinasjon av konsesjon, direkte regulering og tilsyn. Reguleringen må imidlertid praktiseres slik at insentivene til selvregulering ikke svekkes. Videre må det gjøres utvetydig klart at ansvaret for systemene ligger hos operatøren og de deltakende banker, og at en konsesjon ikke kan oppfattes som en garanti fra myndighetene. Det er etter vår vurdering viktig å understreke at en skal følge de alminnelige prinsipper for konsesjonsbehandling, noe som tilsier at det er operatøren som skal godtgjøre og stå inne for at systemet tilfredsstillende de krav som stilles, og at myndighetene for eksempel ikke skal foreta teknisk kontroll av systemene.

Avgrensning av hvilke systemer som bør reguleres - §§ 2-1 og 2-2

Et interbanksystem er etter lovutkastet kjenne-tegnet ved at er det basert på felles regler for avregning, oppgjør og overføring mellom banker. «Felles regler» innebærer et standardisert avta-leforhold som inngås mellom flere deltakere, eventuelt bilateralt mellom deltakerne og opera-tøren av systemet. Innenfor de felles regler vil det normalt være anledning til å avtale enkelte individuelle tilpasninger. Felles regler for avreg-ning er i praksis avhengig av avtaler for hvordan oppgjøret skal skje.

Ved en streng fortolkning av ordlyden i utkas-tet er det bare et fåtall av dagens norske systemer som vil omfattes av definisjonen. Dette er syste-mene som i dag er organisert i BBS, Spareban-ken NOR og Sparebanken Midt-Norge, og muli-gens den tilknyttede avregning som skjer i Fel-lesdata og NOVIT. VPS-oppgjøret og NOS-opp-gjørene, vil etter definisjonen i lovutkastet fang-es opp av bestemmelsen om lignende systemer.

De rene bankdatasentraler antas å falle utenfor definisjonen. Organiseringen av disse systeme-ne vil ikke påføre andre aktører kredittrisiko. Forsinkelser i disse sentralene kan imidlertid li-kevel ha stor likviditetsmessig betydning for an-dre banker, fordi forventet inngang av likviditet kan bli forsinket (likviditetsrisiko). Videre vil bi-laterale enkeltavtaler mellom banker falle utenfor. Slike systemer og avtaler vil imidlertid i stor grad ligge innenfor Kredittilsynets institusjons-baserte tilsyn.

Risikoreduserende tiltak i interbanksystemene er kostnadskreven- de for bankene. Å fjerne all ri-siko i betalingsystemene er neppe samfunns-økonomisk optimalt. Risikoen skal imidlertid være kjent og forstått av alle deltakerne. Krav fra myndighetene om risikoreduserende tiltak, bør begrunnes med at systemrisikoen som foreligger kan få konsekvenser for stabiliteten i betalings-systemene. Slik risiko foreligger primært i inter-banksystemer hvor store beløp tas til oppgjør, som for eksempel de store betalingsoppgjørene mellom bankene og verdipapiroppgjøret. I syste-mer med lav omsetning, vil betalingsproblemer hos en enkeltbank neppe ha særlig betydning for finansiell stabilitet. Selv om det er få av dagens norske systemer som vil falle innenfor lovutkas-tets definisjon av et interbanksystem, er defini-jonen så generelt utformet at den vil omfatte

eventuelle fremtidige mindre avregnings- og oppgjørssystemer, selv om beløpene som avreg-nes og sendes til oppgjør er av beskjedne størrel-se. Regulering av slike systemer er ikke avgjø-rende for å fylle lovens formål, slik dette er for-mulert i lovutkastets § 2-1.

Lovutkastets § 5-1 om forskrifter m.v. gir Kongen hjemmel til å fastsette nærmere regler til utfylling og avgrensning av bestemmelsene i lo-ven. En nærmere avgrensning av hvilke inter-banksystemer som skal omfattes av loven synes imidlertid nødvendig, jf. diskusjonen over. Det er etter vår vurdering da naturlig at hovedprin-sippene for en slik avgrensning fremgår ekspli-sitt i § 2-2.

Vi vil i denne sammenheng vise til vedlegg 4 i kommisjonens utredning, hvor det går frem at tilsvarende lovgivning i Canada bygger på at de enkelte systemer skal vurderes med hensyn til iboende systemrisiko før de eventuelt underleg-ges lovens bestemmelser. En slik generell «kan-regel» overlater i praksis vurderingen av lovens virkeområde til forvaltningens skjønn, og inne-bærer en tilnærmet generalfullmakt / generell beredskapshjemmel. En slik regel strider imid-ler tid i stor grad imot det som i dag må anses som vanlige norske lovgivningsprinsipper, og regu-leringen av finansnæringen forøvrig. Etter vår vurdering bør en unntaksregel knyttes direkte opp til formålene i § 2-1, og vi vil i denne sam-menheng foreslå at § 2-2 utvides med et nytt an-net ledd, som for eksempel kan gis følgende ord-lyd:

(2) Kongen kan gjøre unntak fra bestem-melsen i første ledd og fastsette nærmere regler om unntak fra øvrige bestemmelser i kapittel 2 for interbanksystemer av mindre omfang som ikke anses å påvirke formålene i § 2-1.

Opplysninger om å sikre teknisk drift - § 2-5(1)c) og krav til virksomheten - § 2-6(3)

Kommisjonen foreslår at opplysninger om tiltak for å sikre den tekniske driften skal vedlegges søknaden om å få etablere interbanksystemer. Kongen skal etter forslaget kunne fastsette nær-mere krav til virksomheten, herunder kapital- og sikkerhetskrav. Det er i motivene til bestemmel-sene vist til generelle, internasjonalt anbefalte krav, som for eksempel krav til at systemene et-

ter driftsavbrudd skal kunne være i ordinær drift med virkning fra start neste oppgjørsdag. Vi vil forøvrig også her vise til at det er de alminnelige prinsipper for konsesjonsbehandling som skal legges til grunn.

Adgangen til å delta i interbanksystemene § 2-8

Det foreslås at banker som er etablert i Norge skal ha rett til å bli medlem i interbanksystemer, og til å bruke disse i samsvar med fastsatte tariff- og alminnelige forretningsvilkår. Det kan i tillatelsen gis unntak fra denne regelen. Forslaget må ses i sammenheng med den betydning det har for konkurransen mellom bankene at det gis en alminnelig tilgang til den sentrale infrastrukturen. Oppbygging av infrastruktur er imidlertid kostbart, og bankene må kunne inngå avtaler om samarbeid på dette feltet, uten at ethvert samarbeid dermed må være åpent for alle andre banker. Vi legger derfor til grunn at unntaksregelen vil bli praktisert liberalt, så lenge det dreier seg om interbanksystemer hvor tilknytning ikke er av særlig betydning for muligheten til å drive ordinær betalingsformidling.

Tilsyn med interbanksystemene § 2-10

Kommisjonen foreslår at Norges Bank gis ansvaret for å holde tilsyn med interbanksystemene og virksomheten til operatørene. Banken og Kredittilsynet kan imidlertid avtale en fordeling av arbeidet. I overensstemmelse med motivene til denne bestemmelsen legger Norges Bank til grunn at tilsynet med interbanksystemene skal avgrenses til overordnede spørsmål i tråd med de rammer som konsesjonen trekker opp.

4. Rettsvern og sikkerhet for avregning og oppgjør - lovutkastets kapittel 4

Ved utarbeidelsen av utkastet til kapittel 4, la Banklovkommisjonen vekt på å utforme de enkelte lovbestemmelser slik at disse i hovedsak skulle samsvare med EU-kommisjonens forslag til direktiv av 30.5.96 om endelig oppgjør og sikkerhetsstillelse, COM (96) 193 final 96/0126 (COD). Vi vil for ordens skyld peke på at dette direktivforslag senere er trukket tilbake, fordi EU-kommisjonen er bedt om å vurdere om også regler for rettsvern for avregning av «papirosiden» av verdipapiroppjøret kan innarbeides i direktivutkastet.

Banklovkommisjonen foreslår at avtaler om avregning og oppgjør skal kunne gjøres gjeldende etter sitt innhold selv om en deltaker kommer under offentlig administrasjon eller insolvensbehandling. Avregning reduserer bankenes likviditetsbehov og transaksjonskostnader. En oppnår dessuten reduksjon av risiko ettersom aktørenes eksponering mot andre kan reduseres før transaksjonene går til endelig oppgjør. Risikoreduksjonen er imidlertid bare reell dersom avtalen om avregning er rettslig bindende også i en konkurssituasjon. Lovforslaget er på dette punktet helt i tråd med utviklingen i konkurslovgivningen internasjonalt, og følger internasjonale anbefalinger fra sentralbankhold. Nødvendigheten av et klart juridisk grunnlag for slike avtaler ble også påpekt i vår uttalelse til Banklovkommisjonens første delutredning, om finansavtaler og finansoppdrag, jf. pkt. 1. Norges Bank vil uten videre støtte hovedregelen i kommisjonens forslag på dette punkt.

Registrering av avtalene og krav om sikkerhet

Kommisjonen har av hensyn til likebehandling av kreditorer foreslått at det skal sikres nødvendig notoritet for avtalene. Det kan stilles spørsmål om en særskilt registrering er nødvendig for at rettsvern skal etableres. Ved utarbeidning av forslaget til bilaterale avregningsbestemmelser for rente- og valutakontrakter, fant Aarbakkeutvalget ikke grunn til å foreslå en slik ordning. Begrunnelsen var delvis at det ved enhver bobehandling vil kunne oppstå bevismessig spørsmål vedrørende inngåtte avtaler, og at også spørsmål vedrørende avregningsavtalene må løses på vanlig måte. Videre foreslo Aarbakkeutvalget at aktører som er underlagt kapitaldekningskrav, må melde avtalene til Kredittilsynet dersom de ønsker at kapitaldekningskravet skal beregnes ut fra nettoposisjonen. Dette ble også ansett for å gi en viss notoritet.

Når det gjelder deltakelse i multilaterale oppgjørssystemer, synes det heller ikke å være noen behov for å fastsette krav om en egen registreringsordning. Deltakere i disse systemene vil normalt ha inngått avtaler hvor spørsmålet om avregningen vil være regulert, og slike avtaler vil antakelig gi tilstrekkelig notoritetsvirkning. Det vil neppe oppstå bevismessige spørsmål om hvorvidt slike avtaler er inngått eller ikke, og det

skulle derfor ikke være behov for at avtalene skal måtte registreres i Norges Bank for at de skal få rettsvern. Det følger dessuten av lovutkastets kapittel 2 at slike avtaler normalt skal foreligge.

Forslaget inneholder også en regel om at banker som deltar i et multilateralt avregnings- og oppgjørssystem, og som registrerer en avregningsavtale, som hovedregel skal stille sikkerhet overfor oppgjørsbanken eller sentral motpart. Dersom multilateral avregning skal ha en risikoreducerende effekt, forutsetter dette at aktørene kan stole på at endelig oppgjør gjennomføres på bakgrunn av avregningsresultatet. En forutsetning for at en avregning ikke vil bli reversert i en konkurssituasjon, er at det finnes midler i avregningssystemet som kan benyttes til å dekke forpliktelse for aktører som ikke selv kan gjøre opp for seg. Ettersom avregningsavtalenes reelle innhold er avhengig av at det finnes midler i systemet, synes det naturlig å knytte rettsvernet direkte til et krav om sikkerhet. Norges Bank vil på dette grunnlaget gi sin støtte til kommisjonens forslag om krav til sikkerhet.

Det pekes for ordens skyld på at om registreringskravet i § 4-2 tas ut, må også § 4-3, hvor kravet til sikkerhet er knyttet til registrering av avtale, justeres. Vi vil i så fall foreslå at kravet til sikkerhet stilles som vilkår for å få rettsvern.

5. Systemer for betalingstjenester - lovutkastets kapittel 3

Generelt om systemer for betalingstjenester

Kommisjonen viser til at det i lengden ikke er tilfredsstillende å bygge en regulering av systemet for betalingstjenester på regelverket for finansieringsvirksomhet. Norges Bank slutter seg til denne vurderingen. Vi vil likevel knytte noen merknader til begrunnelsen for forslaget.

Kommisjonen legger i sin enstemmige konklusjon vekt på faren for konkurransevridding mellom institusjoner som er underlagt eksisterende lovgivning og nye aktører som i utgangspunktet ikke vil være regulert. Det er ikke umiddelbart klart hvor betydningsfull en slik eventuell konkurransevridding faktisk vil være. For det første kan det være stordriftsfordeler som virker i bankenes favør; for det andre må det antas at risikoreducerende tiltak innenfor bankenes fellesstruktur kan gjøre bankenes systemer mer attraktive. For det tredje vil bankene fremdeles

ha en stor konkurransefordel ved sitt innskuddsmonopol, sikringsordninger og kontohold i sentralbanken. Det er således bare banker som vil kunne tilby betalingstjenester fra konto til konto, der oppsamlede midler (innen visse grenser) er underlagt lovbestemt sikring.

Selv om konkurransemotivet alene neppe er sterkt nok til å bringe slike systemer inn under offentlig tilsyn og regulering, kan hensynet til en rasjonell og samordnet utbygging av betalingstjenester tilsi en offentligrettslig regulering. Det bør være et mål å fremme kostnadseffektive og samvirkende systemer innenfor en felles infrastruktur. En felles infrastruktur vil også gjøre det lettere for andre enn banker å etablere seg på dette området. Det kan imidlertid også tenkes at nye aktører vil ønske å etablere systemer som ikke samvirker med de eksisterende banksystemene. Myndighetene bør ha mulighet til å gripe inn på et tidlig tidspunkt dersom det er fare for at dagens samordningsfordeler kan gå tapt.

Forbrukerhensyn som frivillighet, tilgjengelighet og oversiktighet, kan også tilsi en viss lovregulering. Lovforslaget vil bl.a. beskytte forbrukernes tilgang til betalingssystemene og deres adgang til selv å velge mellom sikre betalingsformer, herunder publikums adgang til å kunne gjøre opp for seg med kontanter.

Når det gjelder vilkårene for å nekte konsesjon i § 3-4 tredje ledd, foreslår vi at begrepet «allmenne hensyn» tas ut. Henvisningen til lovgivningen, herunder formålsbestemmelsen i § 3-1, dekker etter vår mening fullt ut de allmenne hensyn som skal ivaretas etter lovutkastet.

Om forhåndsbetalte kort

Når forhåndsbetalte kort kan brukes på mange steder, begynner de å ligne funksjonelt på kontanter og andre likvide betalingsmidler (penger). Hensynet til utviklingen av et effektivt betalingssystem som også publikum har tillit til, kan tilsi at systemer med kort som har karakter av å være et alminnelig akseptert betalingsmiddel, bør kunne underlegges regulering, selv om verdien av det enkelte kort er begrenset til beløp under 1000 kroner. En avgrensning av reguleringsområdet kan for eksempel være basert på en kombinasjon av en vurdering av om systemet har karakter av å være et alminnelig betalingsmiddel, beløpsgrenser på enkeltkort og den samlede verdi av de kort som er i omløp i det aktuelle

le system. Derimot synes det ikke generelt å være et like stort behov for å regulere kortsystemer der kortenes anvendelsesområde er forholdsviss begrenset, selv om verdien av det enkelte kort kan være større enn 1000 kroner.

Vi støtter forøvrig kommisjonens påpekning av at forslaget til regelverk for forhåndsbetalte kort må vurderes i forhold til innskuddsmonopolet m.v.

6. Praktiske konsekvenser for Norges Bank ved implementering av forslaget

I forslaget til lov er konsesjonsansvaret for betalingssystemer tillagt Kredittilsynet. Dette er naturlig gitt den institusjonsbaserte tilsynsrolle Kredittilsynet allerede har.

Skillet mellom tilsynet med interbanksystemer, som skal ivaretas av Norges Bank, og tilsynet med systemer for betalingstjenester kan imidlertid ikke trekkes helt klart, og kommisjonen legger derfor opp til en nærmere avklaring av tilsynsoppgavene mellom de to institusjonene. Koblinger mellom de to reguleringsområder vil dels kunne oppstå ved at systemer for betalingstjenester er knyttet opp mot interbanksystemene, eller ved at de er en blanding av kundesystemer og avregning- og oppgjørssystemer (§ 2-5 første ledd bokstav e)). Dessuten vil Norges Bank i kraft av sitt lovpålagte ansvar for helheten i betalingssystemene være opptatt av den generelle utviklingen av systemer for betalings-

tjenester. Dette tilsier et tett samarbeide mellom de to institusjonene på dette området. Hovedlinjene i arbeidsdelingen bør være avklart i god tid før loven trer i kraft.

Kommisjonen uttaler i kapittel 10, om administrative og økonomiske konsekvenser, at Norges Bank har tilstrekkelige ressurser til å påta seg tilsynsansvaret, men at det kan være behov for en viss intern omfordeling av ressursene for å styrke kompetansen på dette området.

Det er i dag uklart hvor mye ressurser som Norges Bank vil måtte legge ned i konsesjonsbehandling og tilsyn med systemene, og eventuelt i forbindelse med behandling og oppbevaring av avregnings- og oppgjørsavtaler. Når det gjelder eksisterende oppgaver, vil det antagelig i liten grad bli frigjort ressurser i Norges Bank som følge av at Kredittilsynet blir tillagt et ansvar for systemer for betalingstjenester. Norges Bank bruker i utgangspunktet lite ressurser på de oppgaver som foreslås lagt til Kredittilsynet. Banken må også fortsette å følge utviklingen på dette området, blant annet som følge av sitt overordnede ansvar for å fremme et effektivt betalingssystem. Siden det pågående arbeidet med å vurdere Norges Banks oppgaver og dimensjonering vil resultere i en viss årsverksreduksjon, vil et eventuelt økt ressursbehov på betalingssystemområdet likevel ikke øke Norges Banks samlede ressursbehov, men reduksjonen vil kunne bli mindre enn hva den kunne bli uten nye oppgaver.

FRIGJØRINGSMYNTEN 1995 GAV OVERSKUDD TIL INFORMASJONSFOND

I 1995 utgav Norges Bank en sølvmynt som en markering av frigjøringsjubileet 8. mai. Mynten ble preget i proofkvalitet i et antall av 50 000 stk. og fikk pålydende 50 kroner. Salgsprisen ble fastsatt til kr 250,-. Finansdepartementet bestemte at et mulig overskudd fra salget av myntene skulle gå til et «Fond for informasjon om krigstiden i Norge», som ble opprettet ved Statsministerens kontor.

I samarbeid med et reklamebyrå gikk Norges Bank før jul 1994 ut med tilbud om å forhåndsbestille mynten. Dette gav meget god respons - omtrent 30 000 mynter var blitt bestilt før utgivelsesdagen 8. mai. Etter utgivelsesdagen fortsatte salget jevnt og trutt til hele opplaget var

solgt i juni 1996. Som ved tidligere minnemynt-utgivelser var mynten til salgs i Norges Banks egne avdelinger, hos mynthandlere, i banker og på postkontorer.

Det var tydelig fra forhåndsbestillingene at denne mynten appellerte til en mye bredere gruppe av befolkningen enn bare det vanlige myntsamlermiljøet. En stor del av myntene ble kjøpt av krigsveteraner og andre med et spesielt personlig forhold til frigjøringsjubileet, og ble i mange tilfeller sikkert benyttet som gaver til barnebarn og andre slektninger.

Prosjektet gav et overskudd på omkring 6,7 mill. kroner som ble overført fondets konto.

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nær-
meste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk
anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr.
14. mars 1997.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1995									
Januar	01.-15.	7,0	3,1	0,6	0,8	-	4,9	5,44	2,1
	16.-31.	7,0	2,9	0,2	10,4	5,00	0,6	-	3,6
Februar	01.-15.	7,0	3,1	0,1	3,5	4,90	-	-	6,1
	16.-28.	7,0	3,6	0,2	0,7	4,97	2,0	5,23	3,1
Mars	01.-15.	7,0	3,1	0,0	-	-	15,7	5,14	6,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,4	0,4	4,96	3,7	5,10	4,2
April	01.-15.	7,0	3,0	0,2	0,9	5,10	-	-	3,6
	16.-30.	7,0	3,0	0,7	4,5	5,63	-	-	1,7
Mai	01.-15.	7,0	3,0	0,5	0,4	5,57	0,9	6,11	1,5
	16.-31.	7,0	2,9	0,6	21,9	5,46	-	-	1,1
Juni	01.-15.	7,0	3,0	0,6	13,9	5,59	-	-	1,5
	16.-30.	7,0	3,0	1,3	4,3	5,66	0,1	5,50	2,3
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

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. D operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 01.09.94 (Se rundskriv nr. 11/18. august 1994) Forskriften (gitt 17. august 1994) gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til sikkerhet for D-lån. Som sikkerhet aksepteres fastrenteinnskudd i Norges Bank og verdipapirer som er pantsatt til fordel for Norges Bank. Beregningsgrunnlaget for D-lån settes lik forvaltningskapitalen fratrukket D-lån.

f.o.m. 01.09.95 (Se rundskriv nr. 4/16. august 1995) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994. Det innføres krav til full sikkerhet for bankenes dagslån i Norges Bank. Pantesikkerheten vil kunne endres daglig.

f.o.m. 01.09.96 (Se rundskriv nr. 5/23. august 1996) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994. Filialer i Norge av finansinstitusjoner utenfor EØS-området gis adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Antall papirer som aksepteres som sikkerhet for D-lån utvides, bl.a. til bankers eierandeler i verdipapirfond som etter sine vedtekter kun kan investere i norske statspapirer.

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.

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

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

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

Kreditt- og likviditetsutvikling

20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kredittilførsel 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, valutafordelet. 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 valutatransaksjoner 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 1994	31/12 1995	30/11 1996	31/12 1996	31/1 1997
Fordringer på utlandet	153 865	151 481	219 329	235 087	256 587
Internasjonale reserver	141 521	143 696	206 338	170 335	196 622
Plassering av Statens Petroleumsfond	—	—	2 035	47 539	46 265
Andre fordringer på utlandet	12 344	7 785	10 956	17 213	13 700
Fordringer på norske finansinstitusjoner	5 292	10 097	4 532	368	4 815
Lån til private banker	5 660	10 069	4 553	247	4 849
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	192	83	34	176	21
Avsetning på tap på utlån til banker	-560	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	14 245	18 831	13 480	12 827	11 815
Ihendehaverobligasjoner	9 778	11 669	10 659	10 686	8 972
Andre verdipapirer	3 913	6 388	2 281	1 727	2 632
Andre fordringer	554	744	540	414	211
Fordringer på andre norske sektorer	1 034	1 265	1 022	862	866
Verdipapirer og utlån	616	594	542	528	527
Andre fordringer	418	671	480	334	339
Varebeholdning produksjonsbedrifter	112	40	41	36	36
Varige driftsmidler	2 364	2 281	2 224	2 223	2 216
Kursreguleringer	—	—	3 045	—	7 984 ¹⁾
Kostnader	—	—	4 525	—	406
Eiendeler i alt	176 912	183 995	248 198	251 403	284 725
Gjeld til utlandet	13 005	8 627	11 882	18 185	14 753
NOK-gjeld til IMF	6 577	4 400	4 449	4 505	4 589
Annen gjeld til utlandet	6 428	4 227	7 433	13 680	10 164
Sedler og mynt i omløp	40 454	42 069	39 512	43 324	40 642
Innenlandske innskudd	90 874	102 711	150 562	158 883	194 525
Statskassen	82 624	94 912	141 872	80 586	134 261
Statens Petroleumsfond	—	—	2 035	47 539	46 265
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	3 544	2 611	3 190	3 355
Private banker	1 102	979	1 316	24 481	7 802
Andre finansinstitusjoner	2 149	3 162	2 607	2 976	2 717
Andre norske sektorer	174	114	121	111	125
Åløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	0	4 931	0	120
Annen innenlands gjeld	486	221	211	458	221
Motverdi av spesielle trekktrettigheter i IMF	1 662	1 576	1 557	1 554	1 524
Fond	30 431	28 791	28 791	28 999	28 999
Kursreguleringer	—	—	—	—	—
Inntekter	—	—	10 752	—	3 941 ²⁾
Gjeld og egenkapital i alt	176 912	183 995	248 198	251 403	284 725

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	0
Valuta kjøpt på levering	0
Derivater solgt	248
Derivater kjøpt	1 122
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310

¹⁾ Kursreguleringer består i hovedsak av urealiserte valutakurstap som følge av appresiering av den norske krone i januar. Kursreguleringer vedr. immuniseringsporteføljen og Statens petroleumsfond er inkludert.

²⁾ 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 i januar.

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	31/1 1997
Gull	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	2 926	2 290	2 102
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 976	5 728	5 443
Lån til IMF	653	673	733	713
Bankinnskudd i utlandet	3 506	4 376	3 047	-
Utenlandske statskasseveksler	17 195	8 678	7 204	6 565
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	107 370	103 037	134 772
Utlån utenlandske banker	21 068	9 787	44 792	42 883
Opplyente, ikke forfalte renter	3 202	3 626	3 219	3 859
Totalt	141 521	143 696	170 335	196 622

Kilde: Norges Bank

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 011	4 597	4 000	3 888	5 593
Utlån i alt	179 536	183 946	176 959	178 828	178 512
Herav:					
Til publikum	175 439	175 328	171 716	172 396	172 127
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 531	3 531	3 531
Andre eiendeler	8 377	11 949	10 041	12 980	9 993
Eiendeler i alt	196 465	204 033	194 531	199 227	197 629
Ihendehaverobligasjonslån	10 508	12 396	12 531	13 479	12 494
Herav:					
I norske kroner	9 864	11 744	11 872	12 820	11 861
I utenlandsk valuta	644	652	659	659	633
Andre lån	153 871	155 141	151 205	151 468	151 768
Herav:					
Statskassen	153 860	153 538	149 900	149 187	150 112
Annen gjeld m.v.	21 269	25 987	20 538	24 025	24 754
Aksjekapital, fond	10 309	10 509	10 257	10 255	8 613
Gjeld og egenkapital i alt	196 465	204 033	194 531	199 227	197 629

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning	3 340	3 014	3 798	3 566	3 892
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank ²⁾	2 289	4 023	4 228	4 662	24 599
Innskudd i forretnings- og sparebanker	7 313	15 265	17 316	15 912	14 153
Innskudd i utenlandske banker	14 329	22 749	19 930	18 514	13 691
Statssertifikater	17 539	19 639	21 751	20 445	22 886
Andre sertifikater	15 435	20 304	18 626	21 831	20 880
Stats- og statsbankobligasjoner	29 590	32 103	32 629	29 561	28 932
Andre ihendehaverobligasjoner	20 963	22 355	24 123	25 222	28 114
Lån til utlandet	24 033	27 944	31 105	31 449	32 069
Utlån til publikum	521 352	533 188	552 339	566 821	584 505
Herav:					
I utenlandsk valuta	29 147	27 952	27 995	28 050	29 045
Utlån til private finansinstitusjoner	10 094	19 247	22 395	21 543	18 706
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	29 496	50 929	29 746	48 168	31 866
Andre eiendeler ³⁾	40 336	54 817	55 300	50 973	48 707
Eiendeler i alt	736 109	824 817	833 286	858 667	873 000
Innskudd fra publikum	454 468	468 519	475 762	464 451	482 326
Herav:					
I utenlandsk valuta	18 517	22 148	18 789	20 239	20 649
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	9 647	11 392	12 318	16 079	15 021
Innskudd fra private finansinstitusjoner	23 376	30 339	29 302	30 968	31 562
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	37 580	61 294	37 279	56 047	40 697
Innlån i form av banksertifikater	17 816	29 086	31 844	36 166	30 621
Lån og innskudd fra Norges Bank	10 474	7 398	6 238	450	446
Lån og innskudd fra utlandet	38 259	58 837	72 950	72 019	95 254
Annen gjeld	89 621	100 641	108 134	121 001	113 728
Aksje-/grunnfondskapital	21 084	22 313	22 621	22 853	22 738
Avsetninger, fond etc.	26 014	32 179	31 915	31 758	32 981
Nettoinntekt	7 770	2 819	4 923	6 875	7 626
Gjeld og egenkapital i alt	736 109	824 817	833 286	858 667	873 000
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	47 378	60 764	63 509	63 551	59 310
Gjeld overfor utlandet	60 858	84 487	98 550	99 792	128 114

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

²⁾ Fom. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker¹⁾. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	9 223	12 453	12 307	13 303	13 675
Foretak ²⁾	168 599	170 844	179 067	183 348	185 452
Husholdninger ³⁾	343 530	349 891	360 965	370 170	385 378
Utlån til publikum i alt	521 352	533 188	552 339	566 821	584 505
Innskudd fra					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	25 613	31 707	35 933	30 259	35 404
Foretak ²⁾	125 057	131 213	123 116	122 662	139 742
Husholdninger ³⁾	303 798	305 599	316 713	311 530	307 180
Innskudd fra publikum i alt	454 468	468 519	475 762	464 451	482 326

¹⁾ Omfatter også Postbanken

²⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)²⁾

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 121	10 115	8 865	10 530	3 706
Sertifikater	3 222	4 655	3 874	4 081	2 731
Stats- og statsbankobligasjoner	1 919	2 224	1 592	1 542	1 532
Andre ihendehaverobligasjoner	13 000	13 462	14 714	14 565	14 298
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	630	436	459	348	258
Publikum	62 290	64 808	62 998	62 880	59 520
Andre	9 913	9 850	12 683	11 484	8 960
Andre eiendeler	4 109	5 934	2 863	3 168	3 451
Eiendeler i alt	100 204	111 484	108 048	108 598	94 456
Sertifikater	9 394	18 103	18 317	17 761	7 828
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	39 327	40 208	36 415	38 557	37 509
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	26 718	30 331	29 836	30 618	29 783
Andre innlån	10 532	11 845	12 304	10 401	10 046
Egenkapital	7 676	7 898	7 857	7 857	6 641
Annen gjeld	6 442	3 099	3 319	3 404	2 649
Sum gjeld og egenkapital	100 204	111 484	108 048	108 598	94 456

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

²⁾ Posteringer er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)^{3),4)}

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 069	675	889	686	833
Sertifikater	12	22	10	5	32
Ihendehaverobligasjoner	14	13	13	13	14
Utlån ¹⁾ (brutto)	33 041	28 306	28 269	30 924	32 984
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	30 491	24 898	26 308	28 387	30 266
Utlån til andre sektorer (netto)	438	2 035	651	1 070	1 058
Andre eiendeler ²⁾	984	-343	964	931	935
Eiendeler i alt	35 120	28 673	30 145	32 559	34 798
Sertifikater	3 881	2 575	2 060	1 935	2 145
Ihendehaverobligasjonslån	1 160	280	270	255	280
Lån fra andre enn banker	15 234	4 905	4 464	4 377	4 933
Lån fra banker	6 011	13 153	15 335	17 675	18 532
Annen gjeld m.v.	5 139	3 646	4 311	4 599	5 195
Kapital, fond	3 695	4 114	3 705	3 718	3 713
Gjeld og egenkapital i alt	35 120	28 673	30 145	32 559	34 798

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

³⁾ Posteringer er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter.

⁴⁾ Tallene fremviser en omstrukturering på kreditmarkedet ved årsskiftet 95/96 da enkelte utlåns- og innlånsposter ble overført fra finansieringsselskaper til forretningsbanker.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 746	8 796	8 541	9 317	8 968
Norske sertifikater	17 144	19 988	22 451	18 083	17 230
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	3 539	4 073	2 396	2 211	292
Norske ihendehaverobligasjoner	75 683	75 362	74 245	76 908	84 187
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	20 808	26 227	32 157	33 595	31 840
Norske aksjer og andeler	18 648	19 095	19 271	19 584	23 072
Utenlandske aksjer og andeler	5 908	7 161	8 570	9 853	10 723
Utlån til publikum	57 163	52 007	51 479	50 449	49 404
Utlån til andre sektorer	1 499	2 013	1 094	717	766
Andre spesifiserte eiendeler	21 843	21 127	25 355	25 912	23 065
Eiendeler i alt	230 981	235 849	245 559	246 629	249 547

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 466	2 859	2 830	3 024	3 713
Norske ihendehaverobligasjoner	35 866	36 547	37 728	38 041	38 369
Utlån til publikum	5 870	5 640	5 480	5 290	5 170
Andre spesifiserte eiendeler	13 627	13 964	14 493	15 038	15 145
Eiendeler i alt	57 829	59 009	60 531	61 393	62 397

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 161	7 899	8 350	8 167	8 385
Norske sertifikater	6 881	6 739	8 439	8 565	8 366
Utenlandske sertifikater	1 147	897	540	678	51
Norske ihendehaverobligasjoner	16 704	16 586	16 735	15 798	17 407
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 970	7 219	7 495	8 378	8 220
Norske aksjer	8 018	8 827	9 360	9 598	9 678
Utenlandske aksjer	3 575	3 828	3 410	3 087	3 204
Utlån til publikum	4 052	3 980	3 853	3 741	4 006
Utlån til andre sektorer	421	288	108	114	113
Andre spesifiserte eiendeler	14 898	14 190	14 790	15 252	14 483
Eiendeler i alt	70 827	70 453	73 080	73 378	73 913

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Bankinnskudd	1 832	642	1 563	2 187	4 246
Stats- og statsbanksertifikater	1 855	1 619	1 942	1 930	2 377
Andre norske sertifikater	9 455	12 393	11 592	11 134	10 760
Utenlandske sertifikater	645	771	654	664	689
Stats- og statsbankobligasjoner	4 525	3 432	2 774	2 569	2 849
Andre norske obligasjoner	9 968	10 905	11 601	12 247	13 283
Utenlandske obligasjoner	590	800	641	638	674
Norske aksjer	13 340	15 989	18 227	19 240	24 977
Utenlandske aksjer	2 267	2 552	2 504	2 817	3 086
Andre eiendeler	1 297	1 392	1 300	1 298	1 433
Eiendeler i alt	45 774	50 496	52 798	54 723	64 373

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Statsforvaltningen	179	739	654	719	679
Norske banker	1 357	1 553	1 347	1 534	1 681
Øvrige finansinstitusjoner	5 099	5 361	5 457	5 833	6 554
Kommuneforvaltning og -foretak	2 876	3 152	3 071	2 851	3 573
Øvrige foretak	8 124	9 715	9 641	10 063	12 310
Husholdninger	27 233	28 995	31 560	32 509	37 407
Utlendet	427	502	589	737	1 691
Andelskapital i alt	45 296	50 017	52 319	54 245	63 895

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	58 919	55 062	65 642	64 934	67 579
Offentlige finansinstitusjoner ¹⁾	323	310	283	340	918
Forretnings- og sparebanker ²⁾	5 060	5 499	5 650	7 515	5 723
Forsikringselskaper m.v.	30 289	31 432	33 699	34 172	37 162
Øvrige finansinstitusjoner	343	352	301	329	367
Kommuneforvaltning og -foretak	185	194	831	1 073	1 059
Stattlig eide foretak m.v.	5 406	5 404	7 858	7 892	6 267
Verdipapirfond ³⁾	12 667	14 563	16 951	18 169	23 841
Øvrige ikke-finansielle foretak	57 049	67 365	65 321	75 108	93 649
Husholdninger	31 625	32 983	33 241	34 630	39 534
Utlendet	96 067	105 016	122 731	117 629	132 714
Ufordelt	1 405	459	6	9	3
I alt	299 338	318 639	352 514	361 800	408 816

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 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Sparebanker	5 649	5 657	5 717	5 821	5 941
Forretningsbanker	12 578	12 529	12 544	12 774	12 781
Forsikringselskaper	1 196	1 214	1 439	1 439	1 206
Andre finansinstitusjoner	288	1 826	1 822	1 822	1 822
Statlig eide foretak	5 376	5 187	5 591	5 591	5 513
Øvrige ikke finansielle foretak	27 234	25 745	24 812	24 846	25 971
Utlandet	1 657	1 797	1 119	1 147	1 179
Ufordelt	768	33	0	0	0
I alt	54 746	52 988	53 044	53 440	54 413

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

1.-3. kvartal 1996	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Forretnings- og spare- banker ²⁾	Forsik- ringssel- skaper m.v.	Øvrige finans- inst.	Kommunal forv. og foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ³⁾
Låntakersektor										
Forretningsbanker	-2 609	315	386	9	3	96	286	1 531	8	26
Forsikringselskaper	-302	-335	-453	-0	-0	2 372	-239	-1 039	8	12
Andre finansinstitusjoner	0	55	3	0	0	-54	-10	-4	10	-0
Statlig eide foretak	161	180	79	-5	4	271	-132	-521	15	52
Øvrige ikke-fin. foretak	-370	2 056	-1 277	-30	242	4 135	-3 139	401	386	2 403
Utlandet	-2	1 379	33	2	-0	79	208	-2 226	-86	-613
Ufordelt	0	60	-0	-0	-0	85	117	0	-0	262
I alt	-3 122	3 710	-1 229	-24	250	6 984	-2 909	-1 858	342	2 142

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

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

³⁾ 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 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	39 837	39 729	38 797	37 969	37 815
Norges Bank	11 890	10 067	9 937	9 929	10 193
Statlige låneinstitutter ¹⁾	5 464	3 153	2 642	2 851	2 590
Forretnings- og sparebanker ²⁾	59 927	65 095	63 134	61 529	66 284
Forsikringselskaper m.v.	134 816	132 063	133 844	143 608	147 303
Øvrige finansinstitusjoner	17 424	15 011	13 932	12 940	11 487
Kommuneforvaltning og -foretak	6 482	6 670	6 442	6 384	6 781
Statlig eide foretak m.v.	2 865	2 490	2 209	2 207	1 908
Verdipapirfond ³⁾	12 531	14 336	14 374	14 816	16 131
Øvrige ikke-finansielle foretak	20 292	22 761	22 141	23 025	22 520
Husholdninger	9 087	7 648	7 614	7 845	7 590
Utlandet	12 160	9 219	9 865	12 281	17 412
Ufordelt	716	89	13	13	1
I alt	333 491	328 331	324 946	335 396	348 015

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

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

3) Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Statsforvaltningen	123 565	118 382	121 929	123 750	126 297
Statlige låneinstitutter ¹⁾	14 765	12 703	12 702	13 886	13 085
Forretnings- og sparebanker ²⁾	53 431	58 101	56 428	60 833	66 283
Private kredittforetak	51 518	47 293	43 511	44 620	43 256
Andre finansinstitusjoner	2 340	2 337	2 280	2 280	2 271
Kommuneforvaltning og -foretak	42 779	42 533	42 027	42 869	44 006
Statlig eide foretak m.v.	8 956	8 979	9 871	11 373	11 096
Øvrige ikke-finansielle foretak	15 792	16 422	16 633	16 552	16 824
Husholdninger	1 124	1 052	1 040	904	1 005
Utlandet	1 100	2 569	3 261	3 261	3 056
Ufordelt	1 154	0	0	0	0
I alt	316 525	310 371	309 682	320 327	327 180

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

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS¹⁾. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Forretnings- og spare- banker ²⁾	Forsik- rings- selskaper m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ³⁾
Statsforvaltningen	-3 789	-2 261	3 793	-391	159	1 346	203	1 064	98	222
Statlige låneinstitutter	-2 415	-464	2 330	-5	-170	-64	4	-92	0	-877
Forretnings- og sparebanker	228	2 984	2 763	-47	-202	357	44	96	49	6 272
Kredittforetak	-487	-19	-607	-3 838	30	-338	-72	-509	67	-5 773
Andre finansinstitusjoner	4	-155	27	131	-32	62	-35	-62	0	-60
Kommuneforvaltning og -foretak	-364	845	-351	-143	-29	330	35	-239	38	122
Statlig eide foretak m.v.	139	1 218	2 117	32	85	-1 214	11	-91	1	2 298
Øvrige ikke-finansielle foretak	265	151	383	-51	71	-398	67	116	5	610
Husholdninger	0	3	-84	-1	-22	-14	-20	-2	1	-138
Utlandet	0	-5	1 109	-18	0	45	10	0	0	1 141
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-6 419	2 298	11 480	-4 331	-110	114	248	281	258	3 818

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

2) Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

3) 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 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	2 525	2 530	3 960	4 328	5 582
Norges Bank	6 388	1 621	1 929	2 777	1 731
Statlige låneinstitutter ¹⁾	887	770	364	1 308	965
Forretnings- og sparebanker ²⁾	31 192	38 237	39 000	42 337	41 792
Forsikringselskaper m.v.	29 707	33 176	28 481	27 783	28 882
Øvrige finansinstitusjoner	845	1 236	1 663	1 813	2 161
Kommuneforvaltning og -foretak	1 617	1 389	1 375	1 315	1 794
Statlig eide foretak m.v.	2 491	3 373	3 408	6 274	1 878
Verdipapirfond ³⁾	12 331	14 065	13 569	13 099	13 137
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 645	6 780	8 331	9 193	7 067
Husholdninger	591	448	359	378	397
Utlandet	4 397	439	847	888	1 422
Ufordelt	226	72	0	0	0
I alt	797 842	104 138	103 286	111 492	106 806

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

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

3) Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Statssertifikater	40 500	33 000	33 000	34 000	36 000
Banksertifikater	17 758	29 555	32 065	37 838	31 109
Kreditsertifikater	7 605	8 681	9 065	8 530	5 780
Finanssertifikater	5 305	2 585	2 060	1 935	2 145
Lånesertifikater	25 260	29 280	26 171	27 678	31 297
Herav utstedt av:					
Statsbanker	15 616	17 862	14 148	15 364	16 861
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 784	4 528	5 586	6 752	7 176
Statsforetak	2 300	2 250	900	300	2 010
Andre foretak ¹⁾	4 560	4 640	5 537	5 262	5 250
Utlandet	1 594	200	350	350	0
I alt	98 022	103 301	102 711	110 331	106 331

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringsselskaper	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Forretningsbanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sparebanker	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Lån med garanti	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	2,0	1,8	1,1	0,8	0,8
Bank	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Markedslån i alt	4,5	4,3	3,6	3,3	3,3

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	
	K1	K3 ¹⁾	M2	K1	K3 ¹⁾	M2	K1	M2
1989								
Desember 1990	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
Desember 1991	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
Desember 1992	830,0	1 096,8	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
Desember 1993	821,4	1 095,3	542,1	-1,4	-1,0	7,3	-1,1	9,5
Desember 1994	817,2	1 100,0	545,7	-0,5	-0,5	0,5	0,6	1,2
Desember 1995	847,6	1 095,3	582,5	3,7	1,2	6,5	3,8	1,5
Januar 1996	848,6	1 098,2	580,0	3,1	1,7	5,8	2,9	-0,1
Februar	853,6	1 097,6	578,0	3,8	2,3	6,0	2,1	-2,5
Mars	858,7	1 099,8	588,7	3,8	2,5	5,2	3,0	-0,4
April	861,8	1 108,4	597,6	3,9	3,1	6,1	4,7	4,1
Mai	865,9	1 110,2	601,8	4,1	3,0	6,1	5,9	11,4
Juni	865,4	1 112,8	606,4	3,4	3,4	6,1	5,1	14,3
Juli	869,1	1 110,6	610,8	3,8	3,5	6,1	4,1	13,0
August	875,5	1 118,9	615,8	4,4	3,9	6,2	3,7	10,4
September	880,1	1 127,9	615,6	4,4	4,0	5,2	5,0	8,3
Oktober	887,1	1 132,6	621,1	4,8	4,6	6,7	6,7	7,6
November	892,1	1 136,0	624,0	5,1	4,7	6,7	7,8	6,2
Desember	892,7	1 144,4	613,5	5,3	5,5	5,1	7,4	3,6
Januar 1996	894,6	...	620,7	5,4	...	7,0	5,7	1,3
Februar	893,9	...	627,9	4,7	...	8,6	3,3	0,3
Mars	901,6	...	641,0	5,0	...	8,9	2,7	6,8
April	910,5	...	636,2	5,7	...	6,4	4,0	10,5
Mai	916,3	...	636,1	5,8	...	5,7	7,2	11,5
Juni	917,6	...	635,4	6,0	...	4,8	8,3	3,9
Juli	924,7	...	644,8	6,4	...	5,6	8,0	2,4
August	931,7	...	630,1	6,4	...	2,3	6,9	-0,6
September	938,9	...	637,3	6,6	...	3,5	7,6	0,9
Oktober	945,7	...	647,4	6,6	...	4,2	8,6	-0,4
November	953,9	...	647,9	6,9	...	3,8	9,6	4,7
Desember	953,7	...	651,1	6,8	...	6,0	8,6	7,3

K1 = 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 K1 tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1994		1995		1/1-31/12 1995		1/1-31/12 1996 ¹⁾	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	34 134	8,3	45 637	10,2	45 637	10,2	66 132	13,4
Statlige låneinstitutter ²⁾	- 3 306	- 1,9	- 758	- 0,4	- 758	- 0,4	- 2 950	- 1,7
Private finansieringsselskaper	5 359	28,8	6 233	26,0	6 233	26,0	- 705	- 2,3
Skadeforsikringselskaper	- 178	- 4,1	- 186	- 4,5	- 186	- 4,5	549	13,9
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	- 5 485	- 7,3	-11 432	-16,5	-11 432	-16,5	- 4 673	- 8,1
Kredittforetak	- 2 575	- 4,6	241	0,5	241	0,5	- 4 149	- 7,7
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	3 038	4,3	4 909	6,7	4 909	6,7	8 198	10,4
Markedslån	- 500	-11,1	500	12,5	500	12,5	- 1 200	-26,7
Annen kreditt	- 17	- 2,7	- 23	- 3,8	- 23	- 3,8	- 65	-11,0
Sum ⁴⁾	30 470	3,7	45 121	5,3	45 121	5,3	61 137	6,8

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

³⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁴⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator (K1). Merk at utlån i utenlandsk valuta ikke inngår i K1, men i K2 (kreditt fra utlandet).

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 (-)	1994		1995		1996	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	56,3	10,2	16,9	2,9	-39,0	-6,3
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-16,6	-3,0	2,6	0,4	-3,0	-0,5
Herav:						
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-4,1	-0,7	-1,3	-0,2	-3,3	-0,5
Private bankers og Postbankens kreditttilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	21,2	3,8	47,8	8,2	60,7	9,9
Herav:						
Økning i utlån i valuta	-4,0	-0,7	-1,0	-0,2	-0,1	-0,0
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,3	-0,0	-0,7	-0,1	-0,8	-0,1
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	-10,4	-1,9	-30,7	-5,2	0,5	0,1
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-14,4	-2,6	-5,8	-1,0	18,9	3,1
Endring i pengemengden i alt	35,9	6,5	30,2	5,1	37,3	6,0
Memo: Oljeskatter	24,5	4,5	27,8	4,7	33,1	5,4

Fotnoter står under tabell 23 b.

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

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	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								
September	37 287	279 628	85 726	402 641	212 816	615 457	30 280	5,2
Oktober	35 458	288 408	86 696	410 562	211 665	622 227	39 242	6,7
November	35 875	280 778	88 540	405 193	208 982	614 175	38 744	6,7
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	316 387	88 898	445 149	208 386	653 535	37 252	6,0
1997								
Januar	37 752	316 287	88 206	442 245	208 967	651 212	24 160	3,9

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

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statlige låneinstitutters inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i 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 stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter).

²⁾ Omfatter publikums nettkjøp av statspapirer (-), 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 (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1.–3. kvartal		pr. 31/12	pr. 30/9
	1993	1994	1995	1995	1996	1995	1996
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	4,8	5,8	12,8	14,1	12,1	333,4	345,5
Obligasjoner m.v. ²⁾	-1,0	-0,2	-0,9	-0,6	0,1	10,0	9,4
Aksjer m.v. ³⁾	7,2	4,9	4,7	2,2	3,4	103,7	112,3
Forsikringskrav	16,5	16,7	19,6	11,2	12,9	287,2	302,3
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	1,9	7,5	3,7	0,6	1,5	82,0	83,5
Fordringer i alt	29,4	34,7	40,0	27,5	29,9	816,3	853,0
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	11,9	19,8	25,9	16,9	28,9	341,2	370,1
Lån i Støttelåneinstitutter og Norges Bank	-6,7	-0,8	0,6	1,7	-1,5	126,6	124,7
Lån i private kredittovertak og finansieringsselskaper	-2,4	0,2	0,4	-1,2	-6,1	43,3	36,8
Lån i forsikringselskaper	-5,6	-4,6	-4,1	-2,7	0,3	41,8	42,1
Annen gjeld ⁵⁾	-2,7	-2,2	-0,4	-3,3	-3,8	75,6	72,1
Gjeld i alt	-5,6	12,5	22,3	11,4	17,8	628,5	645,9
Netto	35,0	22,2	17,6	16,1	12,1	187,8	207,1

¹⁾Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasserveksler.

³⁾VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondandeler og grunnfondsbevis.

⁴⁾Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

⁵⁾Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og påløpte, ikke betalte renter.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel-/inndragning-	1/1-31/12		1/1-28/2	
	1995	1996	1996	1997
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	26 308	-43 859	690	-3 382
Stats- og statsbankpapirer	-30 555	-5 973	41	-55 016
Valutemarkedet	1 019	86 397	352	32 934
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 620	-1 621	313	3 226
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	113	-1 539	70	389
D-lån	1 553	-2 366	-838	-165
F-lån	3 354	-7 180	-7 179	0
Annen sentralbankfinansiering	-314	-6 508	6 929	12 566
Reserver i alt	-142	17 350	378	-9 448
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-164	17 426	-502	-9 448
Statskasserveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	22	-76	-124	0

¹⁾Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering kan det oppstå avvik fra bankenes egne oppgaver til bankstatistikken.

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 26. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1996								
Februar	5,4	5,3	5,4	5,3	5,4	5,2	6,8	4,8
Mars	5,1	4,9	5,1	4,9	5,1	5,0	6,6	4,6
April	4,9	4,8	4,8	4,7	4,9	4,7	6,5	4,5
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

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerrente.
NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1996											
Februar	3,3	4,4	4,2	4,3	6,1	0,6	7,8	5,2	4,7	0,5	1,9
Mars	3,3	4,3	3,9	4,2	6,0	0,6	7,2	5,3	4,6	0,2	1,5
April	3,3	3,9	3,7	3,9	6,0	0,6	6,4	5,4	4,4	0,2	1,3
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

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner ¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1996						
Februar	5,5	5,9	5,9	6,5	6,8	7,2
Mars	5,3	5,7	6,0	6,4	6,8	7,2
April	5,2	5,5	5,8	6,2	6,7	7,0
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

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på statsobligasjoner ¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1996											
Februar	6,3	7,5	7,8	6,6	7,9	3,1	8,4	5,9	7,3	-0,2	0,5
Mars	6,5	7,7	7,8	6,6	8,2	3,2	8,6	6,4	7,5	-0,4	0,3
April	6,5	7,4	7,6	6,5	8,2	3,3	8,2	6,6	7,2	-0,4	0,2
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

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾			
	Rammelån	Nedbetalingslån		Utlån	Rammelån	Nedbetalingslån		Utlån
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig ²⁾	Andre utlån ³⁾	i alt	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig ²⁾	Andre utlån ³⁾	i alt
4. kvartal 1995								
Forretningsbanker	9,02	7,21	6,83	7,40	9,44	7,24	7,96	7,52
Sparebanker	9,91	7,40	7,44	7,60	10,30	7,46	8,17	7,69
Sum banker	9,37	7,31	6,91	7,50	9,78	7,35	7,49	7,60
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	8,97	6,67	6,73	6,99	9,29	6,67	6,88	7,10
Sparebanker	9,32	6,79	7,21	7,14	9,69	6,81	7,34	7,22
Sum banker	9,09	6,74	6,93	7,06	9,43	6,75	7,07	7,15
3. kvartal 1996								
Forretningsbanker	8,96	6,63	6,70	6,94	9,27	6,64	6,92	7,06
Sparebanker	9,21	6,70	7,20	7,06	9,58	6,72	7,31	7,13
Sum banker	9,05	6,67	6,92	7,00	9,38	6,68	7,10	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⁾ 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.

²⁾ Tallene for 4. kvartal 1995 gjelder lån med løpetid mer enn 1 år.

³⁾ 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
4. kvartal 1995					
Forretningsbanker	3,69	5,10	3,98	3,56	5,03
Sparebanker	3,71	5,06	4,04	3,51	4,89
Sum banker	3,70	5,08	4,01	3,54	4,95
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	3,39	4,58	3,62	3,29	4,56
Sparebanker	3,34	4,69	3,65	3,16	4,50
Sum banker	3,36	4,63	3,63	3,23	4,53
3. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,32	4,62	3,60	3,24	4,57
Sparebanker	3,38	4,67	3,68	3,21	4,51
Sum banker	3,35	4,65	3,64	3,23	4,54
4. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,05	4,14	3,27	2,98	4,15
Sparebanker	3,12	4,26	3,39	2,95	4,16
Sum banker	3,08	4,20	3,32	2,97	4,15

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
4. kvartal 1995	6,3	6,6	6,5
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

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
4. kvartal 1995	7,4	7,8	7,5
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

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1996
Renteinntekter	7,4	7,1	6,5
Rentekostnader	4,5	4,7	4,3
Netto renteinntekter	2,9	2,4	2,2
Sum andre driftsinntekter	1,0	1,2	1,2
Andre driftskostnader	2,4	2,5	2,4
Driftsresultat før tap	1,4	1,1	1,0
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	-0,3	-0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	1,4	1,2
Kapitaldekning i prosent	12,4	11,9	11,6
Herav:			
Kjernekapital	7,3	8,2	8,3

¹⁾ Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1996
Renteinntekter	8,0	7,6	7,0
Rentekostnader	3,9	4,0	3,7
Netto renteinntekter	4,1	3,6	3,2
Sum andre driftsinntekter	0,5	1,1	1,1
Andre driftskostnader	3,0	3,0	2,9
Driftsresultat før tap	1,6	1,8	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,4	0,1	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,3	1,6	1,4
Kapitaldekning ²⁾	14,9	14,2	13,8
Herav:			
Kjernekapital ²⁾	10,2	10,6	10,3

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper ¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1996
Netto renteinntekter	6,6	5,6	5,0
Sum andre driftsinntekter	2,3	2,4	2,5
Andre driftskostnader	5,3	4,9	4,1
Driftsresultat før tap	3,6	3,1	3,3
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,6	0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	3,0	2,5	3,5
Kapitaldekning ²⁾	14,3	13,3	15,9
Herav:			
Kjernekapital ²⁾	12,3	12,0	14,8

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ Gjelder alle finansieringsselskaper.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1996
Renteinntekter	7,6	7,4	6,8
Rentekostnader	6,5	6,5	6,0
Netto renteinntekter	1,2	0,9	0,8
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,2	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,8	0,7	0,6
Bokført tap på utlån og garantier	-0,1	-0,1	0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,9	0,8	0,5
Kapitaldekning ¹⁾	18,5	18,8	17,3
Herav:			
Kjernekapital	14,4	14,9	14,2

¹⁾ Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1996										
Februar	101,45	8,2506	436,82	112,92	140,71	127,03	9,837	6,0579	93,04	6,4050
Mars	101,85	8,2355	435,00	112,61	139,70	127,05	9,814	6,0704	95,47	6,4278
April	101,91	8,2100	431,37	111,80	137,21	127,14	9,844	6,0576	96,65	6,4996
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

¹⁾ Kursen på norske kroner mot et veid gjennomsnitt av valutaene til våre 16 viktigste handelspartnere. Basiskursene i denne indeksen er valgt slik at indekserverdien 18. oktober 1990 er lik verdien til den daværende kursindeksen. Stigende verdi angir svakere krone. Den enkelte valutas vekt er fastsatt på grunnlag av de ulike lands betydning som konkurrent til norsk industri. Vektene oppdateres årlig.

²⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1996					
Februar	1,4663	2,2520	3,439	72,111	105,73
Mars	1,4777	2,2561	3,424	71,662	105,89
April	1,5068	2,2820	3,393	71,231	107,31
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

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 stonadsbalansen	-27 293	-23 752
A. Driftsbalansen	28 396	72 320
Fordelt på:		
Oljevirkksomhet ¹⁾	105 708	148 213
Utenriks sjøfart ¹⁾	25 640	26 654
Annet	-102 952	-102 547
B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet	-1 224	-254
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	-23 584	16 296
I form av:		
Direkte investeringer	-2 794	-360
Porteløjeinvesteringer	-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	-13 617	-4 258
Andre finansinstitusjoner	1 785	11 533
Utenrik sjøfart	-3 728	-297
Oljevirkksomhet	12 514	11 950
Andre private og statlige foretak	-27 309	12 739
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)	3 588	88 362
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl. pga. valutakursendringer m.v.	2 276	-1 270
Økninger i Norges Banks netto fordringer på utlandet³⁾ (D + E)	5 864	87 092
Herav ⁴⁾ :		
Internasjonale reserver	2 175	26 839
Plassering av Statens petroleumsfond	0	47 539

¹⁾ Spesifisert i Norges Bank på grunnlag av utvalgte poster fra varer og tjenester i utenriksregnskapet.

²⁾ Negative tall representerer netto kapitalutgang.

³⁾ Data fra Utenriksregnskapet kan av ulike grunner avvike fra tallene i Norges Banks balanse.

⁴⁾ Spesifikasjoner fra Norges Banks balanse.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1994			31/12 1995			31/12 1996		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen ¹⁾	12,8	75,8	-63,0	13,5	77,9	-64,4	13,8	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 ²⁾	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
Forsikringsselskaper	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 ³⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,3	0,0	75,3
Alle sektorer	385,6	409,4	-23,8	418,9	417,0	1,9	593,1	520,9	72,4

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.

¹⁾ Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

²⁾ Inklusiv Postbanken.

³⁾ Omfatter nettobeløp som det på det angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektoriserer samt statistiske feil. For enkelthets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer¹⁾. Milliarder USD

	1993	1994	1995	3. kvartal		Utestående 30. sept. 1996
				1995	1996	
Total	317	275	680	126	163	8 145,1
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	171	-3	257	41	60	2 530,6
banker (og ufordelt)	147	278	423	85	103	5 614,5

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendinger i fremmed valuta
- tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer.

	Desember			3. kvartal	
	1993	1994	1995	1995	1996
Amerikanske dollar (USD)	34,0	32,6	31,9	31,1	32,2
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,8	11,6
Sveitsiske franc (CHF)	2,9	3,0	3,0	3,3	2,9
Japanske yen (JPY)	9,7	10,6	10,9	11,1	10,0
Britiske pund (GBP)	3,0	3,1	2,9	3,0	3,0
Franske franc (FRF)	3,8	3,3	3,9	3,9	3,8
Italienske lire (ITL)	2,4	2,4	2,8	2,6	3,3
ECU	2,4	2,1	1,8	2,0	1,6
Ufordelt ¹⁾	30,1	31,2	31,1	31,2	31,6
Totalt i mrd. USD	6 513,5	7 116,7	8 072,6	7 873,4	8 145,1

¹⁾ Inkluderer andre valutaer enn de som er med i tabellen, og også fordringer hos banker i andre land enn hjemlandene til de syv valutaene som er spesifiserte.

Kilde: BIS

Tabell 44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1992	1993	1994	1995	1996
Emisjoner av obligasjoner	334	481	429	467	711
– av dette med flytende rente	44	70	96	79	166
Bankuttlån	118	137	236	370	343
Annen internasjonal opplåning	7	8	5	4	5
Samlet opplåning	458	626	670	841	1 059

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1992	1993	1994	1995	1996
OECD-området	92,7	86,3	87,7	90,1	88,2
Ikke-OECD land	7,3	9,9	10,5	7,8	9,4
Internasjonale institusjoner og andre land	10,0	3,8	1,8	2,1	2,4

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner ¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1996 Januar	0,0	38,7	13,9	-35,7	16,9	44,3	90,9	30,5	126,6
Februar	0,0	39,7	11,0	-37,9	12,8	43,2	84,0	32,2	121,9
Mars	0,0	40,1	11,8	-35,1	16,8	45,8	82,7	34,0	117,8
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	-15,5	31,1	62,3	116,4	30,6	131,9
1997 Januar	0,0	10,5	30,8	-14,4	26,9	68,7	129,7	37,9	144,1

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996
Valutaaktiva, spot	96 047	86 012	90 615	89 304	83 388
Valutapassiva, spot	94 832	102 451	114 343	111 190	130 846
1. Spotbalanse, netto	1 215	-16 439	-23 728	-21 886	-47 458
2. Terminbalanse, netto	3 603	11 777	23 632	23 567	43 202
3. Opsjonsposisjon mot NOK	2	-83	14	-96	-72
4. Totalposisjon (1+2+3)	4 820	-4 745	-82	1 585	-4 328

¹⁾ F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	1996		Uke i 1996								Uke i 1997							
	1-52	48	48	49	50	51	52	1	2	3	4	5	6	7	8	1-8		
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-90	0,00	-5,24	0,00	0,00	-9,71	0,00	-10,24	-20,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-30,98		
1. Spot	-90	0,00	-5,24	0,00	0,00	-9,71	0,00	-10,24	-20,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-30,98		
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	0,00		
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																		
B. Utlendet	-24	2,82	0,32	4,44	-1,42	-0,20	-6,47	-11,69	-13,59	1,08	-2,91	-1,89	-0,10	5,25	-29,12			
1. Spot ¹⁾	-10	2,15	-1,86	1,60	2,77	-0,91	-0,42	-9,94	-10,62	-2,56	-2,32	-0,76	1,21	1,36	-23,48			
2. Termin ¹⁾	-13	0,67	2,18	2,84	-4,19	0,72	-6,05	-1,75	-2,97	3,64	-0,59	-1,13	-1,31	3,89	-5,64			
C. Norske sektorer, utenom bankene	-66	-3,82	-4,65	-4,38	-13,59	-0,74	-4,69	-9,86	12,60	-2,40	3,26	-2,06	1,88	-7,08	-5,24			
1. Spot ¹⁾	-57	0,07	-1,60	-2,45	-6,80	-3,31	-5,01	-7,36	12,25	-2,82	7,97	-4,99	3,74	-4,81	0,72			
2. Termin ¹⁾	-7	-3,28	0,41	-3,77	-0,13	-0,04	1,51	-0,37	3,29	-1,27	-0,18	-2,73	3,31	-1,16	2,25			
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	-2	-0,61	-3,46	1,84	-6,66	2,61	-1,19	-2,13	-2,94	1,49	-4,53	5,66	-5,17	-1,11	-8,21			
D. Annet	-1	1,00	-0,91	-0,06	5,30	0,94	0,92	0,80	0,98	1,33	-0,36	3,96	-1,76	1,85	3,37			
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,15			
2. Kurstap spot, utlandet	-2	-0,20	0,43	-0,11	-0,35	-0,26	-0,49	-0,25	-0,75	1,18	-0,93	-0,53	0,91	0,40	-0,46			
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-0	0,44	0,09	0,75	0,89	1,75	2,08	-0,16	3,56	-4,20	0,23	2,08	-0,99	-0,39	2,61			
4. Økning i bankenes totalposisjon	1	0,74	-1,45	-0,73	4,75	-0,57	-0,69	1,19	-1,85	4,33	0,32	2,39	-1,70	1,82	1,07			
Spesifikasjon:																		
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																		
Netto NOK-fordringer på bankene	0	2,54	-2,35	0,25	1,88	0,08	-0,79	-4,43	2,86	-0,37	-2,30	-0,46	-0,67	0,17	-5,41			
VPS-registrerte aksjer	-9	-0,45	0,27	0,80	0,88	0,10	0,64	-0,17	-0,86	1,01	0,26	0,26	0,35	0,39	1,88			
VPS-registrerte obligasjoner	-5	0,04	0,07	0,54	-0,82	-1,03	-0,38	1,37	-1,84	1,17	-1,49	-0,12	0,84	0,53	0,08			
VPS-registrerte sertifikater	3	0,02	0,15	0,01	0,84	-0,06	0,10	-6,70	-10,78	-4,37	1,22	-0,44	0,68	0,27	-20,02			
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-10	2,15	-1,86	1,60	2,77	-0,91	-0,42	-9,93	-10,62	-2,56	-2,31	-0,76	1,20	1,36	-23,47			
Memo:																		
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet																		
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-22	-2,04	-2,23	0,94	-5,35	4,47	-4,34	-3,22	-0,90	3,98	-4,74	6,26	-5,88	3,03	-7,91			

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

²⁾ Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkonsistens i interbank-terminmarkedet.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

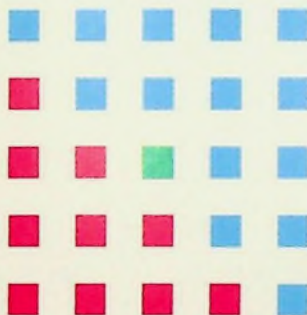
<i>Reg.nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 58 35 01		71 58 35 02

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 kassekr.	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 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 1313, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



Returadresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)