Penger og Kreditt 1996/2

NB NORGES BANK

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.99.00043
eller ved henvendelse til:
Norges Bank, Abonnementsservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefon: 22 31 63 40
Telefaks: 22 41 31 05

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telex: 71 369 nbank n
Telefaks: 22 31 64 10
Telefon: 22 31 60 00

Omslag og grafisk utforming: Christensen / Lund AS
Sats og trykk: Falch Tidsskrift AS
Teksten er satt med 10½ pkt. Times

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt Nr. 2/juni 1996/årg. 24

INNHOLD

Del A

A 58 Tid for innstramming
Leder

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:
A 59 Inflasjonsrapport
Temaer utdypet i egne rammer:
A 67 – Ulike mål på prisstigning
A 79 – Alternative baner for lønnsutviklingen
A 81 – Om sammenhengen mellom tarifftillegg og lønnsglidning i industrien
A 84 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar
A 100 *Utdjuping: Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land*

Del B: Artikkelstoff og tabelldel

B 105 Mål for pengepolitikken
Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik

B 113 Valutapolitisk samarbeid i ØMUs tredje fase
B 114 Ramme: Maastricht-traktatens konvergenskrav for ØMU
Ragna Alstadheim og Anders Svor

B 123 Direkte investeringer til og fra utlandet 1986 – 1995
Asbjørn Enge

B 130 Gjeldsbetjeningsevnen i husholdningene
Harald Johansen

B 139 Avregningsavtaler og risiko ved betalingsoppgjør
Vidar Holm

Brev og uttalelser fra Norges Bank:
B 146 Høring – rapport om avregning av derivatkontrakter
Høringsuttalelse av 13. juni 1996 til Finansdepartementet
B 149 Høring om NOU 1996:2 Om verdipapirhandel
Høringsuttalelse av 13. juni 1996 til Finansdepartementet

B 158 Oppnevninger til Norges Banks hovedstyre
B 159 Femkrone minneminyt 1996: Polarskipet «Fram»
B 160 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
B 162 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:
Del A: 13. juni 1996
Del B: 10. juni 1996
Tabelldelen: 10. juni 1996

TID FOR INNSTRAMMING

Vi har nå hatt en kraftig oppgang i norsk økonomi i nesten tre år. I løpet av disse årene har sysselsettingen økt med hundre tusen personer, og arbeidsledigheten er redusert til litt over 4 prosent. Til tross for den kraftige oppgangen har vi hatt lav pris- og kostnadsvekst.

Årets lønnsoppgjør indikerer at presset i arbeidsmarkedet kan være relativt høyt – til tross for at ledigheten fortsatt er historisk høy. Dette innebærer i såfall at den gjenværende arbeidsledigheten nå vesentlig er av strukturell karakter og ikke skyldes manglende etterspørselsimpuler. Ledighetsproblemet må derfor nå i hovedsak reduseres ved å bedre funksjonsmåten i arbeidsmarkedet. Høye boligpriser og aksjekurser peker også i retning av press i økonomien. Foreløpige anslag viser at kapasitetsutnyttingen i økonomien nå er svært høy.

Det er fortsatt mulig at økonomien kan komme inn i en balansert bane, med jevn vekst og fortsatt nedgang i ledigheten. I likhet med Finansdepartementet og Statistisk Sentralbyrå har imidlertid Norges Bank oppjustert sine vekstanslag for i år, blant annet på bakgrunn av høyere lønnsvekst enn tidligere antatt og en ytterligere økning i offentlig etterspørsel.

Inflasjonsrapporten inneholder en nærmere analyse av de underliggende tendensene i prisstigningen, blant annet målt ved den såkalte «median»-inflasjonen. Denne indikatoren er et uttrykk for hva som til enhver tid er den vanligste prisstigningstakten, når en ser bort fra utslag som følger av store prisbevegelser på enkeltvarer. Analysen tilsier at prisstigningen i Norge, målt på denne måten, har vært tiltakende siden begynnelsen av 1994.

Det ser ut til at prisstigningen kan komme til å ta seg ytterligere opp i de nærmeste 12-18 månedene, primært som resultat av høyere lønnsvekst. Anslagene tyder på at prisstigningen vil øke gjennom 1997, og vil kunne bli noe i underkant av 3 prosent ved utgangen av neste år. I så fall vil prisstigningen i Norge etter hvert bli noe høyere enn hos handelspartnerne.

Disse anslagene er basert på det vi i dag kjenner til. Samtidig vet vi at vi må planlegge for det uforutsette. Dagens kapasitetsutnytting gir lite rom for økt press på ressursene. Om nye økonomiske «sjokk» skulle drive etterspørselen ytterligere opp, vil hovedeffekten lett kunne bli at pris- og kostnadsveksten tiltar. Virkningene på produksjon og realvekst kan bli små på kort sikt og trolig negative i et langsiktig perspektiv.

Lav pris- og kostnadsvekst er ikke noe mål i seg selv. Som blant annet også sysselsettingsutvalget har understreket, er imidlertid lav pris- og kostnadsvekst en forutsetning for varig sysselsetting og en stabil økonomisk utvikling over tid. Erfaringene fra Norge og andre land viser at dersom pris- og kostnadsveksten først tar av, vil det være forbundet med betydelige kostnader – ikke minst i form av tap av arbeidsplasser – å få økonomien tilbake til en bane som kan opprettholdes over tid. På grunn av disse kostnadene må den økonomiske politikken ligge i forkant og motvirke for sterke svingninger i økonomien.

I Norge er det finanspolitikken som har hovedansvaret for å sikre en stabil utvikling i innenlandsk etterspørsel. Den sterke veksten og tendensene til press i deler av økonomien viser at innstrammingen i budsjettet for inneværende år godt kunne vært større.

Kjell Storvik

1 UTSIKTER FOR INFLASJONEN
1.1 Nytt siden sist
1.2 Norges Banks inflasjonsanslag
1.3 Inflasjonsforventninger
1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

2 NÆRMERE OM PRISUTVIKLINGEN
2.1 Konsumpriser
2.2 Importpriser
2.3 Engros- og produsentpriser
2.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer
Utdyping:
Ulike mål på prisstigning

3 RENTER, VALUTAKURS OG MONETÆRE STØRRELSER
3.1 Rente og valutakurs
3.2 Pengemengde
3.3 Kredittvekst

4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN
4.1 Hovedtrekk
4.2 Husholdningene
4.3 Boligmarkedet
4.4 Bedriftsinvesteringene
4.5 Finanspolitikken
4.6 Utenrikshandelen
4.7 Produksjonen

5 ARBEIDSMARKEDET OG KOSTNADSUTVIKLINGEN
5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet
5.2 Lønninger
5.3 Bedriftenes marginer
5.4 Kostnadsmessig konkurranseevne
Utdyping:
Alternative baner for lønnsutviklingen
Om sammenhengen mellom tarifftillegg og lønnsglidning i industrien

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.

1 UTSIKTER FOR INFLASJONEN

Det ser nå ut til at vi går inn i en periode med økende prisstigning. Vi anslår fortsatt en gjennomsnittlig prisstigning på 1 1/4 prosent i 1996, som i forrige inflasjonsrapport, men anslaget for 1997 er oppjustert med 1/2 prosentpoeng til 2 1/2 prosent. Anslagene innebærer tiltakende prisstigning gjennom 1996 og 1997, og tolvmånedersveksten for konsumprisene kan komme opp i 2 3/4 prosent ved utgangen av 1997.

Økt lønnsvekst er den primære årsaken til at anslaget for prisstigningen neste år er oppjustert. Lønnsoppgjøret peker i retning av en lønnsvekst i år på noe over 4 prosent, om lag ett prosentpoeng høyere enn anslått i forrige inflasjonsrapport.

Veksten i innenlandsk etterspørsel ser ut til å bli sterkere enn vi tidligere la til grunn. Den betydelige reallønnsveksten i år vil bidra til at veksten i privat konsum kan fortsette fremover. Offentlig etterspørsel vokser også mer enn ventet. Presset på innenlandske produksjonsressurser vil dermed øke. Dersom erfaringer fra tidligere perioder med sterk konjunkturoppgang legges til grunn, kan lønnsveksten neste år komme opp mot 5 prosent.

1.1 Nytt siden sist

Veksten i konsumprisene har i de siste månedene vært noe lavere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Det er spesielt lavere pris på klær og sko som har bidratt til lavere vekst enn antatt. Den lave prisstigningen hittil i år må videre ses i sammenheng med reduserte bilavgifter fra årskiftet og fall i matvareprisene. I april og mai bidrog høyere energipriser til en viss økning i prisstigningstakten.

Kvartalsvist nasjonalregnskap viser ny vekst i etterspørselen i første kvartal i år, etter tegn til avdemping gjennom 1995. Veksten i etterspørselen ser ut til å gi fortsatt sterke impulser til sysselsettingen. Sysselsettingen ifølge AKU økte sesongjustert med 0,8 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, slik at det nå er 60 000 flere personer sysselsatt enn for ett år siden.

De siste korttidsindikatorene synes å bekrefte at oppsvinget i etterspørselen fortsetter i andre kvartal i år. Bilsalget i de første fem månedene i år var 46 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Igangsettingen av næringsbygg hittil i år ligger vel 15 prosent høyere enn i tilsvarende periode i fjor. På den annen side har igangsettingen av nye boliger vært svakere enn vi antok tidligere, og ligger i april 9 prosent lavere hittil i år sammenliknet med samme periode i fjor.

For utviklingen videre fremover er de viktigste nyhetene siden den forrige inflasjonsrapporten resultatet av lønnsoppgjøret og fremleggelsen av revidert nasjonalbudsjett for 1996:

- Resultatet av lønnsoppgjøret vil trolig innebære en lønnsvekst på noe over 4 prosent i år, om lag 1 prosentpoeng høyere enn vi anslo i mars. Det er spesielt i offentlig sektor og i tjenesteytende næringer at lønnsveksten blir høyere enn vi la til grunn sist.

- Finanspolitikken vil, ifølge revidert nasjonalbudsjett, bli mindre kontraktiv enn hva salderingsproposisjonen for 1996 la opp til. Budsjettet var da antatt å ville gi en innstramming på rundt 1/2 prosent av BNP for Fastlands-Norge, men innstrammingen er nå redusert til 1/4 prosent. Den underliggende reelle veksten i statsbudsjettets utgifter er nå anslått til om lag 1 prosent, mot et om lag uendret reelt utgiftsnivå i salderingsproposisjonen.

- Revidert nasjonalbudsjett viser også at kommunenes inntektsvekst ser ut til å bli høyere enn lagt til grunn i salderingsproposisjonen. Dette kan gi grunnlag for ytterligere økte offentlige utgifter. Anslaget for den samlede veksten i offentlig konsum og investeringer i 1996 er justert opp fra 1 1/2 prosent i salderingsproposisjonen til 3 prosent i revidert nasjonalbudsjett.

Samlet sett vil både den høye lønnsveksten og finanspolitikken bidra til en høyere etterspørselsvekst fremover enn vi tidligere har lagt til grunn. Høyere kostnadsvekst vil kunne slå direkte ut i økt prisvekst, og høyere etterspørselsvekst vil bidra til at presset i økonomien generelt øker.

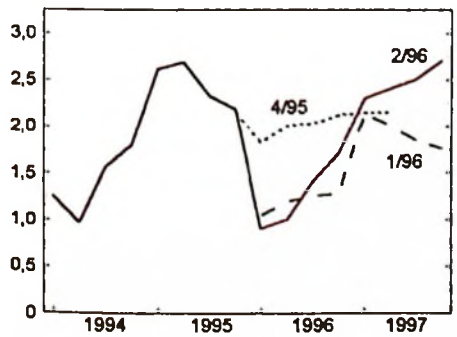
1.2 Norges Banks inflasjonsanslag

I forrige inflasjonsrapport anslo vi gjennomsnittlig prisvekst til 1 1/4 prosent for 1996 og 2 prosent for 1997. I de første 5 månedene i år lå konsumprisene 1 prosent høyere enn i samme periode i fjor, og veksten har vært noe lavere enn det vi da la til grunn.

Den gjennomsnittlige prisveksten fra 1995 til 1996 anslås som sist til 1 1/4 prosent, men vekstratene på slutten av året anslås nå å øke til rundt 1 3/4 prosent. Ser vi bort fra effektene av avgiftsendringer, innebærer anslaget en gjennomsnittlig prisvekst på 1 1/2 prosent i 1996. For 1997 anslås prisveksten nå til 2 1/2 prosent, 1/2 prosentpoeng høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Mot slutten av 1997 vil prisstigningen kunne øke til rundt 2 3/4 prosent. I så fall vil prisveksten i Norge ligge høyere enn blant våre handelspartnere fra midten av 1997.

Figur 1.1 viser prisveksten slik våre anslag nå er, sammen

Figur 1.1 *Anslagene for konsumprisveksten nå og tidligere. Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

med anslagene fra de to foregående inflasjonsrapportene. Flere forhold vil ha betydning for prisutviklingen fremover:

Lønnskostnadene (jf. avsnitt 5.2). Basert på de erfaringene om lønnsdannelsen som er nedfelt i RIMINI-modellen, kan lønnsveksten komme til å øke fra om lag 4¼ prosent i år til 4¾ prosent neste år. Fortsatt god lønnsomhet i bedriftene og økt generell prisvekst vil normalt bidra til økte lønnskrav. Lønnsveksten neste år vil også bli påvirket av at både innenlandsk etterspørsel og eksport nå ser ut til å bli sterkere enn tidligere antatt. Selv om en del av etterspørselsøkningen rettes mot importerte varer, vil vi også få en økning i norsk produksjon som gir økt etterspørsel etter arbeidskraft og fortsatt nedgang i arbeidsledigheten. Anslaget for lønnsveksten er basert på en teknisk forutsetning om at lønnsdannelsen neste år vil bli i tråd med tidligere erfaringer fra perioder med sterk konjunkturoppgang. Dette innebærer at en ikke vender tilbake til moderasjonslinjen fra første halvdel av 1990-tallet.

Marginer (jf. avsnitt 5.3). Prisstigningen påvirkes også av utviklingen i bedriftenes driftsmarginer. Det er svært usikkert hvordan bidraget fra marginene vil påvirke prisene fremover. Fortsatt sterk etterspørselsvekst vil isolert sett kunne gjøre det lettere å øke prisene. Økende konkurranse i mange markeder, blant annet fra import, vil på den annen side kunne bidra til at bedrifter er forsiktige med å øke prisene. Gjennomgående er det lagt til grunn at bedriftenes marginer ikke vil gi noe selvstendig bidrag til prisendringer fremover.

Tabell 1.1 *Konsumpriser. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra foregående år. Consensus forecast i parentes*[1].

	1996		1997	
USA	2¾	(2,9)	2¾	(3,0)
Japan	¼	(0,1)	1¼	(1,5)
Tyskland	1½	(1,6)	1½	(1,9)
Storbritannia	2½	(2,4)	3	(3,1)
Sverige	2	(1,8)	2½	(2,2)
Finland	1½	(1,2)	2¼	(2,0)
Danmark	2¼	(2,1)	2½	(2,4)
Norges handelspartnere	2	(2,0)	2½	(2,4)
EU-12-landene[2]	2¼	(2,3)	2¼	(2,4)

1) Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private institusjoner, pr mai 1996.
2) Vektet med vektene i ECU-indeksen

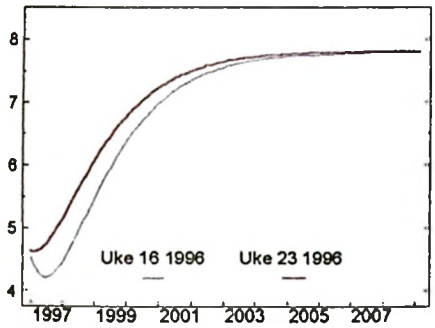
Kilde: Norges Bank og Consensus forecast

Andre innenlandske forhold. Avgiftsendringer preger fortsatt utviklingen i konsumprisindeksen. Økt momssats bidrog til å øke prisveksten i 1995. Reduserte bilavgifter, dersom de får fullt gjennomslag i bilprisene, vil redusere prisveksten i år med anslagsvis 0,4 prosent. Vi har lagt til grunn en svakt lavere effekt enn dette. Bortfallet av ordningen med merverdiavgiftskompensasjon for melk, ost og kjøtt fra 1. juli er anslått å gi en økning i prisstigningen på 0,1 prosentpoeng både i år og neste år.

Etter et fall i elektrisitetsprisene de første månedene i år fikk vi en økning i april. Vi antar nå en gjennomsnittlig økning i elektrisitetsprisen på om lag 3 prosent i år. Dette vil gi et bidrag til konsumprisveksten på 0,1 prosentpoeng. For 1997 legger vi til grunn en gjennomsnittlig vekst i elektrisitetsprisene på rundt 1 prosent.

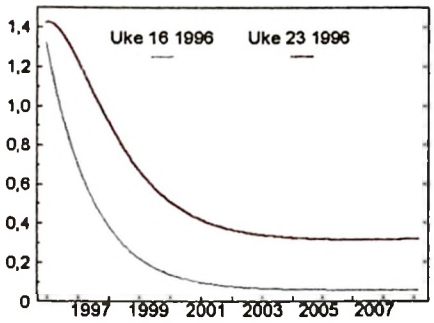
Importpriser (jf. avsnitt 2.2). Prisveksten internasjonalt er moderat. I Europa har høy ledighet og ledig produksjonskapasitet bidratt til beskjeden prisvekst de siste årene. For Norges handelspartnerne var konsumprisveksten 2,4 prosent både i 1994 og 1995. Vi venter at den internasjonale

Figur 1.2 *Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter*



Kilde: Norges Bank

Figur 1.3 *Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter*



Kilde: Norges Bank

Tabell 1.2 *Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1996 og 1997*[1]. *Prosentvis endring fra foregående år*

	1996		1997
	Siste publiserte anslag fram til		
	mars 1996	juni 1996	juni 1996
Finansdepartementet	2	1¼	-
Statistisk sentralbyrå	1,6	1,4	2,0
OECD	2,5	1½	2¼
IMF	2,2	2,0	2,3
Norges Bank	1¼	1¼	2½
Private institusjoner[2]			
høyeste anslag	2,5	1,5	3,0
laveste anslag	1,4	1,0	1,8
gjennomsnitt	1,8	1,3	2,2

[1] Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene
[2] Basert på anslag fra 13 institusjoner

prisveksten blir 2 prosent inneværende år som følge av lav prisvekst i Europa, og at prisveksten øker til 2½ prosent i 1997. Appresieringen av den importveide kronekursen fra 1994 til 1995 på 2,4 prosent vil ventelig også i 1996 bidra til å holde prisveksten på importerte varer lavere enn den internasjonale prisveksten. Vi anslår en vekst i prisen på tradisjonell vareimport på 1 prosent i år og 1½ prosent neste år.

1.3 Inflasjonsforventninger

I Norge har vi ingen omfattende spørreundersøkelser om prisforventninger. Vi har imidlertid enkelte kilder som gir informasjon om ulike aktørers prisforventninger.

Forventninger om fremtidige kortsiktige renter kan gi informasjon om inflasjonsforventningene. En kurve som viser fremtidige kortsiktige renter, kalles terminrentekurven, og kan beregnes på grunnlag av avkastningskurven (rentene på plasseringer med ulik løpetid). En stigende avkastningskurve – høyere renter jo mer langsiktig plasseringen er – indikerer forventninger om økte kortsiktige renter. Terminrentene kan – under visse forutsetninger – ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon. Dersom det antas at realrenten er konstant, kan endringene i terminrentene tolkes som endringer i inflasjonsforventningene. Siden midten av april har terminrentene steget, jf. figur 1.2. Dette kan peke i retning av at inflasjonsforventningene har steget noe.

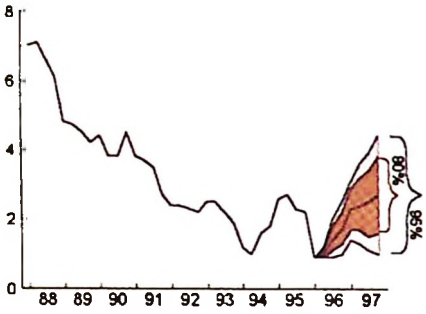
En må imidlertid være varsom med å trekke sterke konklusjoner om inflasjonsforventningene på grunnlag av terminrentene. Blant annet må endringer i norske renter ses i sammenheng med utenlandske renter. Endringer i norske terminrenter vil ofte skyldes endringer i internasjonale renter. Et alternativ er derfor å se på terminrentedifferansen. Endringer i denne kan vise hvordan relative inflasjonsforventninger vis-a-vis utlandet har utviklet seg. Terminrentedifferansen overfor Tyskland har økt noe siden midten av april, jf. figur 1.3. Sammenholdt med figur 1.2 peker dette i retning av forventninger om økt inflasjon i Norge.

En annen indikator for inflasjonsforventningene er prisvekstanslag fra andre institusjoner. Anslag fra 13 private institusjoner viser en gjennomsnittlig forventet prisstigning på 1,3 prosent for 1996. I mars lå anslaget på 1,8 prosent. De private anslagene varierer mellom 1,0 og 1,5 prosent. I 1997 er gjennomsnittlig forventet prisvekst 2,2 prosent, med 1,8 som laveste og 3,0 som høyeste anslag. Bortsett fra IMFs anslag, er prisvekstanslagene fra institusjonene gjengitt i tabellen, relativt like. For 1997 ligger Norges Banks anslag for prisveksten litt over gjennomsnittet av de private institusjonene.

1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Prisvekstbanen som er gjengitt i figur 1.4, er Norges Banks anslag for tolvmånedersveksten de nærmeste 18 månedene. Usikkerheten rundt dette anslaget er representert ved å tegne inn to intervaller rundt anslaget. Intervallene er laget med utgangspunkt i beregninger på kvartalsmodellen RIMINI. De er uttrykk for usikkerheten i de historiske sammenhengene som er nedfelt i modellen. Intervallene reflekterer ikke usikkerhet knyttet til anslag for størrelser som ikke bestemmes i modellen slik som internasjonal utvikling, oljepriser og oljeinvesteringer. Det er henholdsvis 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. De viktigste usikkerhetsfaktorene som trekker i retning av økt prisvekst, er:

Figur 1.4 *Usikkerheten rundt prisvekstanslagene. Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

- I forrige inflasjonsrapport pekte vi på at det var stor usikkerhet knyttet til årets lønnsvekst. Nå er årets lønnsoppgjør stort sett avklart, men lokale oppgjør gjenstår. De lokale tilleggene kan bli større enn vi har antatt, slik at lønnsveksten kan bli høyere enn 4¼ prosent. Det knytter seg også stor usikkerhet til lønnsoppgjøret neste år. Gjeninnhenting av moderate lønnsoppgjør i første del av 90-årene vil innebære vesentlig høyere lønnsvekst enn vi har lagt til grunn.

- En ytterligere svekkelse av finanspolitikken i år og til neste år vil gi høyere innenlandsk etterspørsel enn vi har lagt til grunn. En høyere vekst enn den våre anslag nå indikerer, vil medføre ytterligere økt press i arbeidsmarkedet og høyere pris- og kostnadsvekst.

- Det er også en klar fare for at gode statsfinanser, store overskudd på driftsbalansen, høy realinntektsvekst og sterk nedgang i arbeidsledigheten, kombinert med en sterk økning i boligprisene, kan føre til overdreven optimisme i husholdningene. Spareraten kan dermed falle og låneetterspørselen øke. Privat konsum kan i så fall bli høyere enn anslått.

- Indikatorer for veksten i pengemengden og kredittetterspørselen kan tyde på at veksten i etterspørselen innenlands har økt betydelig de siste månedene (jf. avsnitt 3.2 og 3.3). I den grad det oppstår begrensninger på grunn av høy kapasitetsutnytting i økonomien, vil høy vekst i etterspørselen kunne resultere i høy prisstigning.

- Det er knyttet betydelig usikkerhet til elektrisitetsprisene fremover. Aktører i energimarkedet anslår at prisene til husholdninger ved utgangen av 1996 kan ligge mellom 40 og 52 øre pr. kilowatt avhengig av nedbøren i løpet av

sommeren og høsten. Dersom det blir en tørr sommer, kan således elektrisitetsprisene i gjennomsnitt øke med 10 prosent. Dette vil i så fall gi et ytterligere bidrag på vel 1/4 prosentpoeng til konsumprisveksten i år sammenliknet med våre anslag.

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

- Den lokale lønnsglidningen kan bli lavere enn vi har lagt til grunn. Med lavere lokale tillegg enn vi har forutsatt, kan den samlede lønnsveksten i privat sektor bli noe lavere enn vårt anslag på 4 1/4 prosent.

- Lønnsveksten neste år kan bli lavere enn hva historiske erfaringer skulle tilsi, dersom det igjen blir tilslutning til moderasjonslinjen.

- Et strammere budsjettopplegg kan redusere presset mot innenlandsk produksjon, og derved bidra til lavere prisstigning, særlig mot slutten av 1997.

- Vi kan ha undervurdert virkningene av økt konkurranse og effektivitet innen varehandelen. Konkurransesituasjonen kan bidra til at bedriftene lar de økte lønnskostnadene slå ut i reduserte driftsmarginer istedenfor å øke prisene i takt med kostnadene. Endringer i utformingen av importvernet vil kunne bidra til ytterligere økt konkurranse og lavere prisvekst.

2 NÆRMERE OM PRISUTVIKLINGEN

2.1 Konsumpriser

Tolvmånedersveksten i konsumprisene har vært moderat så langt i år. Veksttakten var lavest i mars med 0,7 prosent, og har siden økt til 1,0 prosent både i april og i mai. Hittil i år ligger konsumprisene 1,0 prosent høyere enn i samme periode i fjor.

Nedgangen i prisveksten i år sammenliknet med 1995 reflekterer delvis virkningen av avgiftsendringer. Korrigert for disse effektene har likevel prisveksten så langt i år ligget om lag 1/2 prosentpoeng lavere enn gjennom andre halvår i fjor. Dette skyldes lavere vekst i matvareprisene og fall i prisen på klær og skotøy. I de første tre månedene var også elektrisitetsprisen lavere enn i fjor, men denne har senere økt på grunn av lavt nivå i vannmagasinene i Sør-Norge. En høy oljepris i vår har medført en økning i bensinprisene de siste månedene.

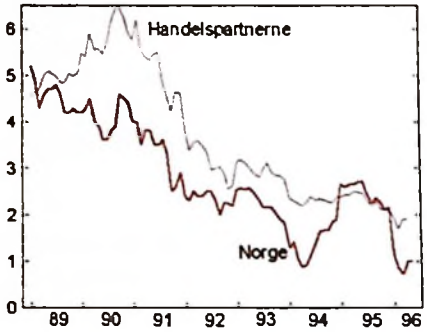
Fra 1989 og ut 1994 var konsumprisveksten i Norge klart lavere enn den gjennomsnittlige konsumprisveksten blant våre handelspartnere. I 1995 var prisveksten i Norge på linje med våre handelspartneres prisvekst, med 2,4 prosent, men har siden årsskiftet igjen vært markert lavere. Den gjennomsnittlige prisstigningen hos handelspartnerne har i år ligget i underkant av 2 prosent, mens prisveksten i EU har vært noe høyere, med 2 3/4 prosent.

Prisveksten på varer har vært lavere enn prisveksten på tjenester siden midten av 1995 og hittil i år. Dette skyldes en markert nedgang i prisveksten på varegruppene motorkjøretøyer, klær, sko og matvarer. Prisveksten på varer i alt har avtatt fra over 3 prosent i første halvår 1995 til 0,4 prosent i mai, regnet fra samme måned året før. Prisveksten på tjenester har ligget rundt 2 1/2 prosent hittil i år.

Hittil i år ligger konsumprisindeksen utenom avgifter 1,2 prosent høyere enn i samme periode i fjor, 0,2 prosentpoeng høyere enn den offisielle konsumprisindeksen. Mens økningen i momssatsen i fjor medførte at den avgiftskorrigerte konsumprisindeksen lå lavere enn den offisielle, bidrar reduserte bilavgifter til at det motsatte er tilfellet i år.

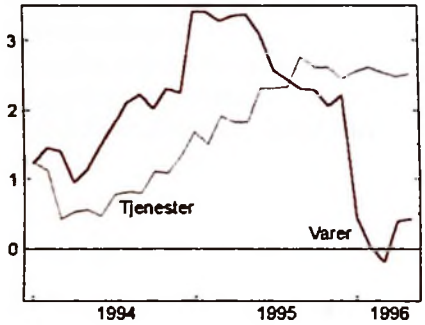
I figur 2.4 er en del varegrupper som inngår i KPI, rangert etter prisvekst. Figuren viser at enkelte varegrupper skiller seg ut med store prisvariasjoner. Et mål på underliggende pristendenser som korrigerer for slike store prisutslag på enkeltvarer, er «median»-inflasjon. Denne indikatoren er et uttrykk for den vanligst forekommende prisstigningstakten blant de ulike varegruppene, jf. ramme om ulike mål på prisstigningen. Målt på denne måten har prisstigningen vært tiltakende siden begynnelsen av 1994.

Figur 2.1 *Konsumprisindekser. Tolvmånedersvekst. Prosent.*



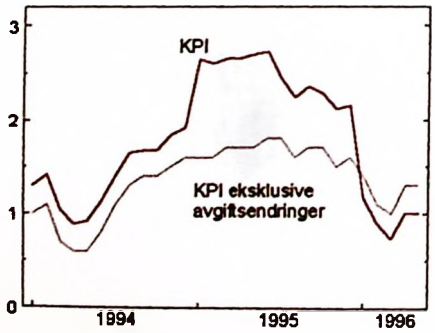
Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 2.2 *Prisindekser på varer og tjenester. Tolvmånedersvekst. Prosent.*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.3 *Konsumprisindeksen. Totalt og ekslusive avgiftsendringer. Tolvmånedersvekst. Prosent.*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Ulike mål på prisstigning

Norges Banks inflasjonsrapporter skal gi en oversikt over prisutviklingen i økonomien. Dette gjør vi blant annet ved å vurdere utviklingen i flere ulike prisindekser.

Når vi skal måle inflasjonen, er vi ikke ute etter å måle om enkeltpriser går opp eller ned. Inflasjon har vi først når alle priser (bredt definert) utviser vedvarende stigning. Det er vanlig å se på endringer i konsumprisindeksen (KPI) når inflasjonen skal måles. Denne dekker et bredt spekter av priser (men langtfra alle), og er den indeksen som mange har et forhold til. Blant annet er det den totale KPI-veksten som er grunnlaget for lønnsoppgjørene. Det finnes imidlertid andre indekser som både gir et bredere mål på inflasjonen, og som gir utfyllende informasjon om prisutviklingen.

BNP-deflatoren i nasjonalregnskapet gir et uttrykk for endringer i samtlige priser i økonomien. Svakheter ved denne indeksen er at den er utsatt for revisjon i ettertid, og at det tar forholdsvis lang tid før den foreligger. Denne indeksen er dessuten sterkt influert av utviklingen i prisene for viktige eksportvarer, som for eksempel olje, og reflekterer ikke nødvendigvis den innenlandske prisutviklingen.

Andre indekser, som produsentprisindeksen og førstegangsomsetningsindeksen for varer, er løpende indikatorer som kan gi tidlige varsler om tiltagende prispress. Disse indeksene dekker imidlertid bare et begrenset utvalg av varer.

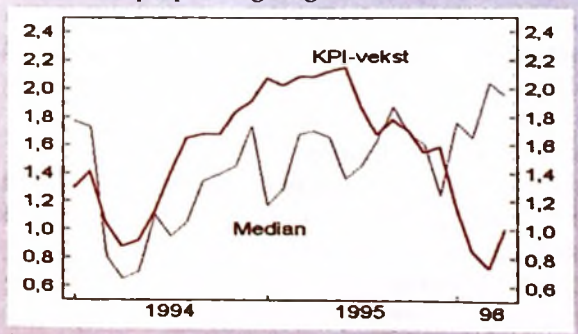
Den totale konsumprisindeksen er et vektet aritmetisk gjennomsnitt av mange delindekser. Medianen, det vil si den midterste observasjonen når alle tall er rangert i stigende rekkefølge, er en gjennomsnittsstørrelse som i mange tilfeller kan gi et bedre utrykk for den generelle trenden i prisstigningen. Hvis for eksempel prisstigningen i 95 prosent av vektgrunnlaget i KPI øker med 2 prosent, og 5 prosent av vektgrunnlaget (for eksempel olje) med 50 prosent, vil KPI vise en økning på 4,4 prosent. Dette er mer enn to ganger så mye som prisstigningen for 95 prosent av vektgrunnlaget. Medianen vil derimot vise en økning på 2 prosent.

Median-inflasjonen gir altså et bedre bilde av den «vanligste» prisstigningstakten for ulike varegrupper. Dette kan være et godt mål på den underliggende inflasjonen når veksten i KPI påvirkes av ekstreme og midlertidige prisutslag på enkeltvarer.

Medianen er bare en av flere måter å korrigere for slike ekstreme utslag som kan gi et fordreid bilde av den generelle inflasjonstrenden. Andre metoder kan være å utelate ulike delindekser i KPI som har en utvikling som ofte avviker vesentlig fra den generelle prisutviklingen. Alternativt kan KPI justeres for ulike typer sjokk når de oppstår.

Konsumprisindeksen har det siste året blitt særlig påvirket av at enkeltpriser har endret seg kraftig, blant annet som følge av avgiftsendringer. Rundt årskiftet 1994/1995 var det særlig sterk vekst i prisen på elektrisitet, kaffe og poteter som bidrog til å trekke konsumprisindeksen opp. Et kraftig fall i bilavgiftene bidrog til å trekke konsumprisindeksen ned i begynnelsen av 1996. Figuren viser veksten i KPI og (vektet) median-inflasjon.[1] Begge målene er korrigert for momsendringer, men ikke for andre avgifter. Figuren viser at prisstigningen, målt ved median-inflasjonen, har steget jevnt siden første halvår 1994.

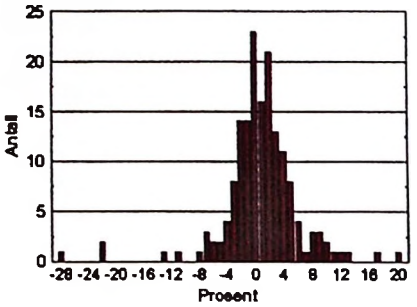
Ulike mål på prisstigningen



Kilde: Statistisk sentralbyrå

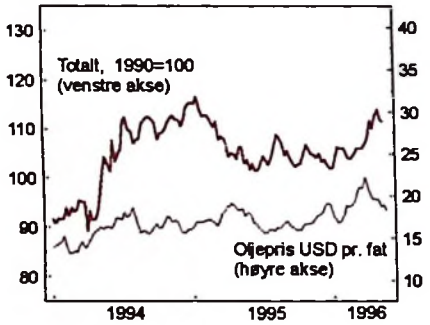
[1] Medianen er beregnet på grunnlag av to-sifrede konsumgrupper i KPI (35 delindekser). Norges Bank vurderer i samarbeid med SSB ulike måter å beregne underliggende inflasjon på.

Figur 2.4 *Konsumprisindeksen. Varegrupper rangert etter tolvmånedersvekst. Mai 1996.*



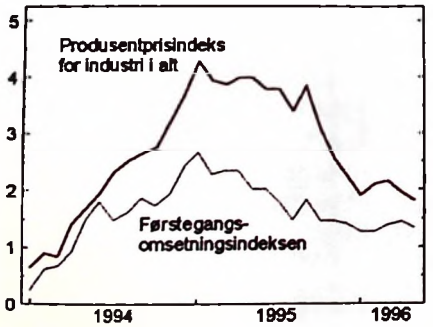
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.5 *Råvarepriser*



Kilde: The Economist

Figur 2.6 *Engros- og produsentprisindekser. Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

2.2 Importpriser

I 1995 økte prisen på import av tradisjonelle varer med bare 0,7 prosent. Den lave prisveksten har fortsatt inn i 1996, med 0,4 prosent fra første kvartal 1995 til første kvartal 1996. Moderat internasjonal prisvekst og appresiering av den importveide kronekursen gjennom 1995 har bidratt til å holde den importerte prisveksten lav. Dette reflekteres i delprisindeksen på importvarer i KPI, som i de første fem månedene i år har gått ned med 2 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. I tillegg til moderat importprisvekst er denne indeksen også påvirket av lavere bilavgifter og fall i marginene for selgere av klær og skotøy.

Oljeprisen har vist store svingninger i år. Toppnivået ble nådd i april, da oljeprisen var over 23 dollar pr. fat. I norske kroner økte prisen med over 20 prosent fra årsskiftet, fra rundt 119 kroner pr. fat til knappe 144 kroner pr. fat. Etter dette har oljeprisen falt tilbake, og i begynnelsen av juni var oljeprisen vel 18 dollar pr. fat, hvilket er om lag som ved inngangen til året. I norske kroner var prisen knappe 120 kroner pr. fat.

The Economists indeks for alle råvarer (målt i SDR) har økt med vel 7 prosent siden årsskiftet. Mesteparten av denne økningen har skjedd siden mars. Det er særlig den kraftige veksten i matvareprisene som har bidratt til dette, men også prisene på metaller og jordbruksvarer har gått noe opp siden forrige inflasjonsrapport. På grunn av det markerte fallet i råvareprisene gjennom fjoråret er likevel råvareprisene så langt i år rundt 1 prosent lavere enn i samme periode i fjor.

2.3 Engros- og produsentpriser

Tolvmånedersveksten i engros- og produsentprisene avtok gjennom 1995. I de første fem månedene i år har tolvmånedersratene for begge disse prisindeksene endret seg lite.

Utviklingen i industriens produsentpriser må sees i sammenheng med råvareprisene på metaller, som påvirker viktige deler av norske eksportpriser og dermed produsentprisene. Produsentprisene har ikke falt videre i år. Dette gjenspeiler at metallprisene har tatt seg noe opp. Økte priser på raffinerte oljeprodukter har også bidratt. Produsentprisene for industri som i hovedsak leverer til hjemmemarkedet, viser fortsatt moderat prisstigning.

Prisveksten på engrosvarer har økt svakt siden årsskiftet. Prisveksten på konsumvarer, som tidligere bidrog til å trekke prisveksten ned, er nå svakt høyere enn prisveksten på andre varetyper. Matvareprisene, som i 1995 og fram til april var lavere enn samme måned året før, viste en svak økning i mai.

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

	1995			1996
	2.kv	3.kv	4.kv	1.kv
Innenlandsk anvendelse	2,6	2,4	2,9	1,3
Konsum i husholdninger	2,3	2,2	2,5	0,6
Offentlig konsum	3,5	3,2	3,1	3,3
Bruttoinvesteringer i fast kapital	2,8	3,6	3,2	3,4
Eksport	3,2	-0,4	0,4	0,5
Import	0,9	0,9	0,8	0,6
BNP	3,4	1,8	2,6	1,2
BNP Fastlands-Norge	4,2	3,6	3,9	0,7

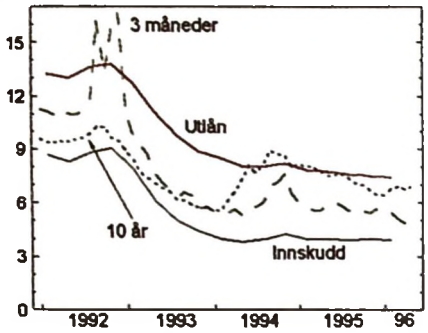
Kilde: Statistisk sentralbyrå

2.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

Nasjonalregnskapets prisdeflatorer viser lavere prisvekst for privat konsum i første kvartal i år, jf. tabell 2.1. Prisveksten for offentlig konsum og samlede investeringer var fortsatt i overkant av 3 prosent. Sammenliknet med 1995 var det markert lavere prisvekst på BNP for Fastlands-Norge inn i 1996. I tillegg til lavere konsumprisvekst reflekterer dette moderat vekst i eksportprisene.

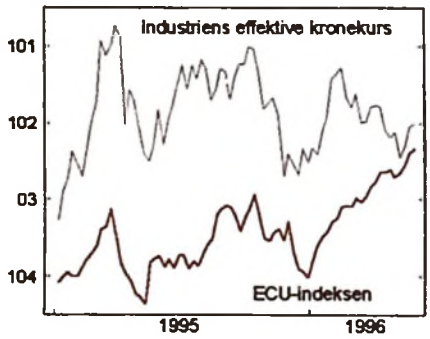
3 RENTER, VALUTAKURS OG MONETÆRE STØRRELSER

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



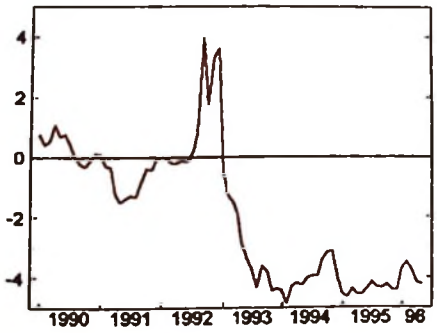
Kilde: Norges Bank

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 3/4 og reell effektiv valutakurs vekt 1/4

Kilde: Norges Bank

3.1 Renter og valutakurs

Siden vår forrige inflasjonsrapport har det vært små endringer i pengemarkedsrentene. De effektive tremånedersrentene har ligget mellom 4,8 og 5,1 prosent, og var den 10. juni notert til 5,1 prosent. Dette er omtrent 0,6 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet for 1995. Utviklingen har vært den samme for pengemarkedsplasseringer med andre løpetider.

Fallet i pengemarkedsrentene har gitt seg utslag i et fortsatt fall i de rentene som publikum står overfor. Norges Banks rentestatistikk for første kvartal viser at den gjennomsnittlige utlånsrenten fra forretnings- og sparebankene falt med 0,1 prosentpoeng i første kvartal. En rekke finansinstitusjoner reduserte imidlertid rentene sine i løpet av april og mai, og utviklingen i enkelte boliglånsrenter tyder på et ytterligere fall i annet kvartal med opp mot 1/4 prosentpoeng.

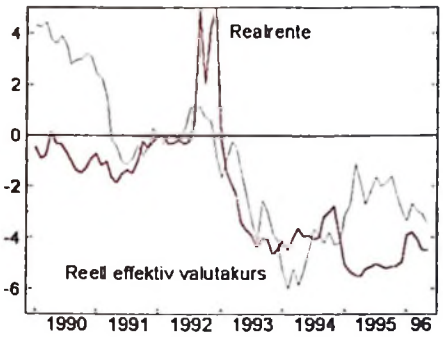
Rentenivået på utlån til norske bedrifter og husholdninger følger i hovedsak rentene i det kortsiktige pengemarkedet, ettersom lån med lang rentebinding fortsatt har et begrenset omfang i Norge. Utviklingen i langsiktige renter kan likevel ha betydning for norske låntakeres atferd, ved at de reflekterer forventningene om utviklingen i kortsiktige renter. I inneværende år har det vært en viss økning i de langsiktige rentene.

Den effektive kronekursen har siden forrige inflasjonsrapport svekket seg noe, i motsetning til ECU-indeksen som har vist en sterkere tendens gjennom perioden, jf. figur 3.2. Forskjellen mellom de to indeksene skyldes i hovedsak at amerikanske dollar og svenske kroner har styrket seg i forhold til valutaene som inngår i ECU.

Rentenes og valutakursens effekt på realøkonomien er sammenfattet i Norges Banks monetære indeks. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutaforholdene virker i mer ekspansiv retning på realøkonomien. Indeksen har bare vist små kortsiktige svingninger de siste tre årene, og nivået har, sett under ett, endret seg lite. Grovt sett har realrenten gått noe ned, mens realvalutakursen har steget noe siden begynnelsen av 1994.

Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i Penger og Kreditt: *Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar.*

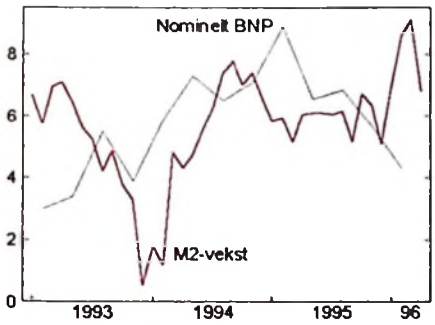
Figur 3.4 *Monetær indeks. Januar 1992=0*



Figuren viser endringer i realrenten og den reelle effektive valutakursen med utgangspunkt i nivået i januar 1992

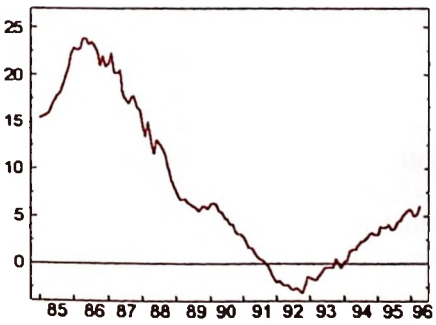
Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 *Pengemengde (M2) og nominelt BNP for Fastlands- Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 *Innenlandsk kreditt (K1). Tolvmånedersvekst. Prosent*



Kilde: Norges Bank

3.2 Pengemengdevekst

Utviklingen i pengemengden benyttes i mange land som en indikator for fremtidig inflasjon. Økonometriske undersøkelser på norske data tyder på at det historisk ikke har vært en nær sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i Norge. En har imidlertid funnet en relativt stabil sammenheng mellom endringer i pengemengden og vekst i nominelt BNP. Pengemengdestørrelser kan med dette som utgangspunkt, sammen med andre økonomiske indikatorer, gi informasjon om den økonomiske utviklingen.

Tolvmånedersveksten i den registrerte pengemengden – M2 – lå relativt stabilt omkring 6 prosent gjennom 1995. I inneværende år har pengemengdeveksten tiltatt, og både i februar og mars var vekstratene over 8,5 prosent. I april falt vekstraten til 6,8 prosent. Til sammenlikning var pengemengdeveksten nede i under 1 prosent ved utgangen av 1993. Ut fra de historiske sammenhengene som ble beskrevet ovenfor, kan den sterke veksten i pengemengden tilsi en økt vekst i nominelt BNP gjennom 1996 og inn i 1997.

Vurdert på bakgrunn av publikums likviditet, var det relativt lav vekst i den mer likvide delen av pengemengden gjennom fjoråret. Vekstratene for publikums tidsinnskudd lå derimot mellom 10 og 15 prosent. Dette har endret seg i inneværende år, med et fall i vekstratene for tidsinnskudd og en sterkere vekst i de mer likvide fordringene. Et fall i vekstratene for publikums tidsinnskudd kan indikere at publikum nå i større grad bruker oppsparte midler til kjøp av forbruksvarer, men det kan også være at alternative plasseringsformer, som verdipapirer og fondsplasseringer, igjen er blitt relativt mer attraktive.

3.3 Kredittvekst

Den underliggende trenden med tiltakende kredittvekst vi har sett siden siste del av 1992, ser ut til å fortsette. Etter en viss utflating de første månedene i år, tiltok kredittveksten igjen i mars og april. I april var tolvmånedersveksten 6,0 prosent.

En oppsplitting av kreditten på de enkelte låntakersektorene viser at det fortsatt er foretakene som står for den kraftigste kredittveksten. Tolvmånedersveksten i foretakenes lån fra finansinstitusjonene har ligget over 6 prosent siden siste del av 1994. Dette kan ses i sammenheng med den sterke investeringsveksten i bedriftene det siste året.

Finansinstitusjonenes utlån til husholdningene økte i tolvmånedersperioden fram til utgangen av april med om lag 4 prosent ifølge foreløpige beregninger. Avtakende vekst i boliginvesteringene og betydelig vekst i husholdningenes disponible inntekter kan ha bidratt til å dempe veksten i husholdningenes kredittetterspørsel.

4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

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

	1995	1996	1997
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3,8	4	2¼
Privat konsum	2,6	4	2¾
Offentlig konsum	0,2	1¾	1
Realinvesteringer Fastlands-Norge	13,5	7¼	2¾
Påløpte olje-investeringer	-12,6	1	-1
Eksport	3,8	8¼	5
Herav:			
Olje, gass og rør-transport	8,5	15	4½
Tradisjonelle varer	4,1	6¾	5¾
Import	5,1	6	4
Tradisjonelle varer	9,1	7¼	4
BNP	3,3	4¾	2½
BNP, Fastlands-Norge	2,7	3¼	2¼

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk

Kvartalsvist nasjonalregnskap (KNR) for første kvartal 1996 viser at den avdempingen i innenlandsk etterspørsel vi så gjennom 1995, er reversert på enkelte områder:

- Veksten i tradisjonell eksport har tatt seg opp, og økte sesongjustert med vel 10 prosent i forhold til fjerde kvartal i fjor. Veksten var bredt basert, og skyldtes i første rekke økt eksport til USA og Storbritannia.

- Det var også sterk vekst i privat konsum, i hovedsak som følge av sterk vekst i bilkjøpene. Fra fjerde kvartal i fjor økte privat konsum med knappe 2 prosent. Kjøp av transportmidler økte med nesten 39 prosent.

For andre deler av etterspørselen er imidlertid KNR i tråd med den avmating i etterspørselen vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Både bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge og boliginvesteringene gikk ned, sesongjustert, med vel 3 prosent, mens investeringene i oljesektoren falt med 20 prosent.

Bruttonasjonalproduktet økte sesongjustert med 0,8 prosent fra forrige kvartal, og lå dermed 3,6 prosent høyere enn første kvartal i fjor. Det var industriproduksjonen som økte mest fra forrige kvartal, med 2,7 prosent, noe som blant annet reflekterer den sterke eksportveksten.

Veksten i tradisjonell vareimport var også betydelig, med en sesongjustert økning på 5,6 prosent fra kvartalet før. Importveksten kan ses i sammenheng med den høye eksportveksten og med den høye veksten i bilkjøpene.

For inneværende år venter vi en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 3¼ prosent, som er ½ prosentpoeng høyere enn våre anslag fra mars i år. Det høyere vekstanslaget reflekterer dels en oppjustering av eksportveksten. Til tross for at vekstanslagene for våre viktigste handelspartnere stadig blir nedjustert, ser det likevel ut til at veksten i tradisjonell eksport kan bli høyere enn i fjor.

Det ser også ut til at innenlandsk etterspørsel vil bli sterkere enn anslått i forrige inflasjonsrapport. Høyere konsumvekst som følge av høyere inntektsvekst og sterkere vekst i realinvesteringene i offentlig forvaltning bidrar til dette. Vi anslår at sysselsettingen vil øke med 1¾ prosent fra 1995 til 1996, mens arbeidsledigheten kan komme ned mot 4¼ prosent i gjennomsnitt for året.

I 1997 venter vi noe lavere vekst i innenlandsk etterspørsel og produksjon. Produksjonen i Fastlands-Norge anslås å vokse med 2¼ prosent. Denne produksjonsveksten vil imidlertid komme i tillegg til en allerede høy kapasitetsut-

nytting i økonomien. En anslått økning i sysselsettingen på 1 prosent vil føre til en ytterligere moderat nedgang i arbeidsledigheten.

4.2 Husholdningene

Privat konsum har vært en viktig drivkraft i denne oppgangskonjunkturen. Konsumveksten må sees på bakgrunn av betydelig vekst i husholdningenes realdisponible inntekter, lavere renter samt den betydelige bedringen det har vært i husholdningenes finansielle situasjon.

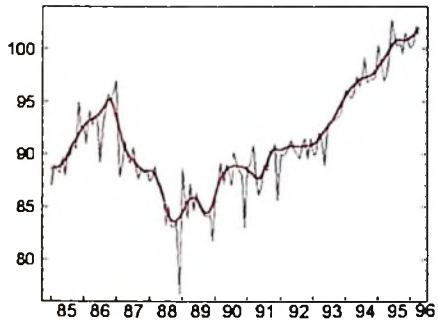
I siste halvdel av 1995 var det tegn til en demping av konsumveksten. I begynnelsen av 1996 har forbruket tatt seg opp. KNR viser en sesongjustert vekst på 1,9 prosent, i hovedsak som følge av den kraftige økning i bilkjøpene som fulgte etter reduksjonen av bilavgiftene fra 1. januar. Bilkjøpene stod for hele 1,6 prosentpoeng av den samlede veksten i privat konsum. Konsumet av øvrige varer og tjenestekonsumet har utviklet seg mer moderat. Den seneste korttidsstatistikken kan imidlertid indikere en nytt oppsving også i denne delen av varekjøpene.

Høy nominell lønnsvekst kombinert med lav prisvekst og fortsatt god vekst i sysselsettingen vil kunne gi husholdningene en realdisponibel inntektsvekst på rundt 3¼ prosent i år. En slik inntektsvekst trekker i retning av en høyere konsumvekst inneværende år enn vårt tidligere anslag på 3¼ prosent. Det høye bilsalget i år vil også bidra mer til konsumveksten enn vi antok tidligere.

Husholdningenes finansielle posisjon er betydelig styrket gjennom de siste årene. Regnet som andel av disponibel inntekt utgjør husholdningenes netto fordringer nå om lag 40 prosent, mens dette forholdstallet var om lag 15 prosent ved utgangen av 1992. Husholdningenes finansielle posisjon og forventinger om fortsatt høy realinntektsvekst peker i retning av at forbruksveksten kan bli høy fremover, selv uten at forbruket lånefinansieres slik tilfellet var under forrige høykonjunktur.

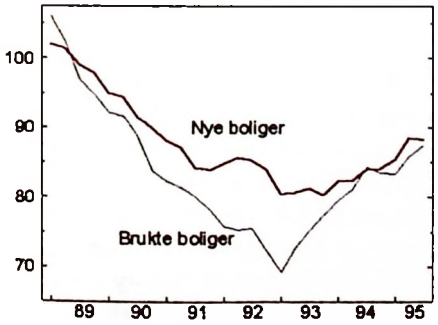
Vi ser for oss at forbruksveksten kan komme opp i 4 prosent inneværende år. Dette innebærer at husholdningenes sparerate reduseres med ¾ prosentpoeng til 6¼ prosent. Fallet i spareraten må sees på bakgrunn at en betydelig andel av konsumveksten består av bilkjøp, som har karakter av investering snarere enn forbruk. For 1997 antar vi at realinntektsveksten reduseres noe som følge av høyere prisstigning og svakere sysselsettingsvekst. Videre ser vi for oss at veksten i bilkjøpene avtar. Det ser ut til at konsumveksten neste år kan avta til 2¾ prosent.

Figur 4.1 *Detaljomsetningsindeksen. Trend og sesongjustert. Indeks 1995=100*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.2 *Realpriser på boliger. Indeks 1989=100*

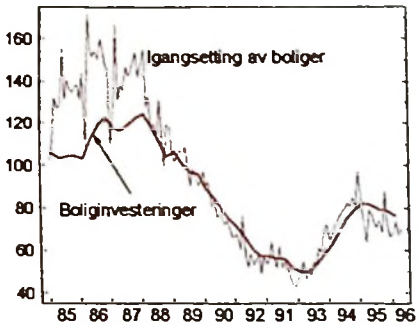


Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

4.3 Boligmarkedet

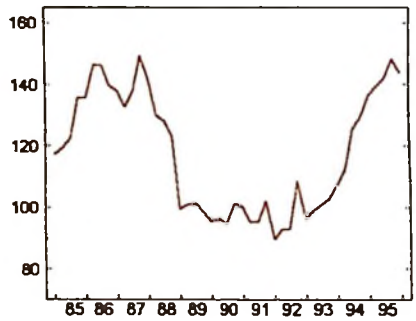
Boligprisene økte ifølge SSBs prisindeks for bruktboliger med vel 7½ prosent i gjennomsnitt fra 1994 til 1995. Siden bunnen i boligmarkedet rundt årsskiftet 1992-93 har brukt-

Figur 4.3 *Igangsetting av boliger og boliginvesteringer. Sesongjustert. Indeks 1989=100*



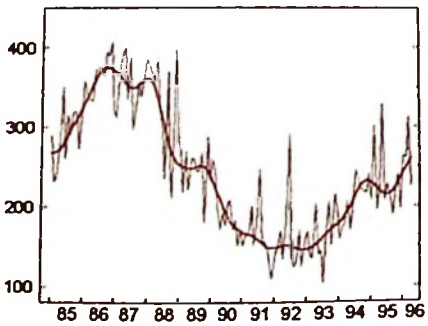
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.4 *Investeringer i bedrifter i Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks 1989=100*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 *Igangsetting av næringsbygg. 1000 kv. meter. Sesongjustert og trend. Pr. måned*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

boligprisene økt med 35 prosent. Ulike prisindekser indikerer fortsatt sterk prisstigning i boligmarkedet i de første månedene i år. ECONs prisindeks for første kvartal i år viser fortsatt sterk prisvekst, og prisindeksene til OBOS og EXACT viser begge en prisvekst siste 12 måneder i området 15-20 prosent.

Høy realinntektsvekst, et strammere arbeidsmarked og generell optimisme i husholdningene kan peke i retning av at prisene på brukte boliger vil fortsette å øke. For inneværende år anslår vi at prisene reelt sett øker med vel 7 prosent. I 1997 dempes trolig prisveksten noe. Disse anslagene innebærer likevel at de reelle boligprisene ved utgangen av 1997 ligger om lag 17 prosent lavere enn i 1987 før boligprisene begynte å falle.

Boliginvesteringene økte med 13 prosent i 1995. Investeringsveksten var imidlertid kraftig avdempet sammenliknet med den høye aktiviteten i 1993 og 1994, og igangsettingen av nye boliger har vist en nedadgående trend siden første halvår 1995. I forrige inflasjonsrapport la vi til grunn at byggeaktiviteten ville ta seg opp og at boliginvesteringene ville øke med 3 prosent inneværende år. Vi pekte på at flere forhold trakk i retning av økt investeringsaktivitet fremover. Boligprisutvikling, renteutvikling og husholdningenes inntekts- og formuessituasjon tilsier fortsatt økt byggeaktivitet. Ordresituasjonen for byggevirksomheten pekte heller ikke i retning av noe fall i igangsettingen av nye boliger. De svake tallene fra vintermånedene kan ha sammenheng med en kald vinter og relativt få byggeklare tomter. Utviklingen hittil i år innebærer imidlertid at investeringsveksten for året som helhet blir beskjeden. Ifølge KNR gikk boliginvesteringene ned med 3,3 prosent fra fjerde kvartal i fjor, justert for normale sesongsvingninger. Vi har lagt til grunn et fall i boliginvesteringene inneværende år på 2 prosent og en vekst i 1997 på 3 prosent. Anslagene impliserer igangsetting av om lag 19 000 boliger i hvert av årene, men forutsetter at igangsettingen etter hvert tar seg opp fra dagens nivå.

4.4 Bedriftsinvesteringer

I 1995 var bedriftenes investeringer en viktig drivkraft bak produksjonsveksten i norsk økonomi. Høyt nivå på etterspørselen rettet mot norske bedrifter og god lønnsomhet la grunnlaget for sterk investeringsvekst. De store norske industriselskapene hadde nær en dobling av resultatet fra 1994. Disse tallene ledsages av høye kurser og høy omsetning på Oslo Børs. Dette gir grunnlag for fortsatt økning i bedriftsinvesteringene i år, noe også investeringstellingen for industri og igangsatt areal til næringsbygg hittil i år bekrefter.

Ifølge KNR gikk realinvesteringene i fastlandsbedriftene ned med 3,3 prosent, sesongjustert, fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Investeringene i industri og kraftforsy-

ning økte, mens det var nedgang i de øvrige sektorene.

For inneværende år regner vi likevel med en investeringsvekst i bedriftene i fastlandsøkonomien på 9 prosent, basert blant annet på resultatene fra investeringstellingen for industri. Videre viser byggearealstatistikken at igangsettingen av næringsbygg i første kvartal lå 24 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Industriinvesteringene anslås å øke med rundt 9½ prosent i år. Vi legger til grunn fortsatt investeringsvekst i fastlandsbedriftene i 1997, med en vekst på rundt 4½ prosent.

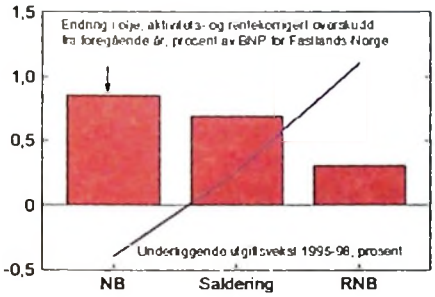
Investeringene i oljesektoren forventes å holde seg relativt stabile på fjorårets nivå for både inneværende og kommende år.

4.5 Finanspolitikken

I revidert nasjonalbudsjett er det lagt opp til en innstramming i innenlandsk etterspørsel i 1996 tilsvarende ¼ prosent av BNP for Fastlands-Norge. Dette er basert på en reell vekst i statens utgifter fra 1995 til 1996 på om lag 1 prosent. Innstrammingseffekten av årets budsjett er blitt redusert hver gang budsjettet er blitt lagt fram for Stortinget. Samlet vil budsjettpolitikken nå virke om lag nøytralt på etterspørselen innenlands i år. Den innstrammingen i det aktivitetskorrigerte underskuddet det var lagt opp til i nasjonalbudsjettet, er dermed nesten borte. Redusert innstramming har dels sammenheng med tilleggsbevilgninger og avgiftslettelser ved sluttbehandlingen av 1996-budsjettet. Et lavere utgiftsnivå i 1995 enn tidligere forventet bidrar også til at budsjettet nå fremstår som mindre stramt.

Kommunenes inntektsgrunnlag er også bedret sammenliknet med tidligere anslag. Dette vil kunne gi grunnlag for økte kommunale utgifter. Samlet anslås offentlig konsum og investeringer nå å øke reelt med 3 prosent i år mot 1½ prosent i nasjonalbudsjettet.

Figur 4.6 *Indikatorer for finanspolitikken i 1996*



Kilde: Finansdepartementet

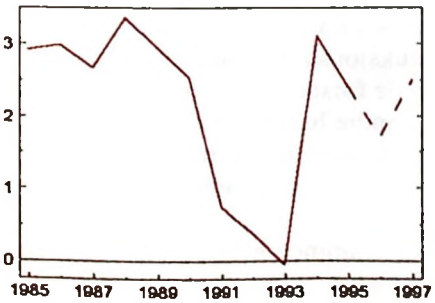
4.6 Utenrikshandel

Det siste året har BNP-veksten vært avtakende i store deler av Vest-Europa. Den økonomiske utviklingen har stadig vist seg å bli svakere enn ventet. Siden siste inflasjonsrapport er veksten for inneværende år for våre to viktigste handelspartnere, Sverige og Tyskland, ytterligere nedjustert med ½ prosentpoeng til henholdsvis 1½ og ½ prosent. I Finland og Danmark er nedjusteringen 1 prosentpoeng til henholdsvis 2½ og 1¼ prosent.

Veksten vil trolig ta seg opp i Europa i løpet av inneværende år, blant annet som følge av en betydelig nedgang i det kortsiktige rentenivået. Det er imidlertid noe usikkert hvordan budsjettkonsolideringen som gjennomføres i mange land, vil påvirke den økonomiske utviklingen.

I USA avtok veksten til drøyt 2 prosent i 1995, og den

Figur 4.7 *BNP blant våre handelspartnere. Tolvmånedersvekst. Prosent*



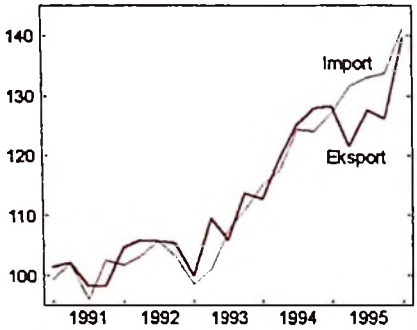
Kilde: OECD

antas å fortsette på dette nivået. I Japan er økonomien i ferd med å komme ut av en 4 år lang stagnasjon, og vi venter en vekst på 2½ prosent inneværende år. Vi forventer at veksten hos handelspartnerne vil falle fra 2,4 prosent i 1995 til 1¾ prosent inneværende år, men øke til 2½ prosent i 1997. Dette reflekterer at den svake utviklingen i Europa i første halvår i år ventelig vil bli avløst av en oppgang som fortsetter inn i 1997.

Den svake utviklingen internasjonalt i fjor bidrog til at tradisjonell norsk vareeksport hadde en moderat vekst i 1995 sammenlignet med rekordveksten året før. Hittil i år har likevel tradisjonell eksport økt mer enn vi ventet tidligere i år. Ifølge kvartalsvist nasjonalregnskap økte eksportvolumet sesongjustert med 10,5 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Verdien av tradisjonell eksport i april og mai bekrefter det høye nivået, men viser noe nedgang sammenliknet med mars. Oppgangen skyldes en bred økning i stort sett alle tradisjonelle varegrupper. Bidragene til denne veksten drives først og fremst av etterspørsel fra Storbritannia og USA, men også andre nyere eksportmarkeder i Europa og Asia gir solide bidrag. Utover i andre halvår vil den antatte oppgangen i etterspørselen internasjonalt kunne fortsette å gi positive impulser til eksporten av tradisjonelle varer, men vi venter at veksten vil bli noe lavere enn den var i første kvartal. I gjennomsnitt for i år anslår vi en vekst i tradisjonell eksport på 6¾ prosent. Høyere internasjonal vekst neste år gir grunnlag for at eksportveksten kan fortsette i 1997 med rundt 5¾ prosent.

I lys av en høyere etterspørsel enn tidligere forventet, anslår vi at tradisjonell vareimport vil vokse noe sterkere enn tidligere antatt. Det er særlig bilkjøpene og økning i varekonsumet for øvrig som bidrar, sammen med en høyere eksportvekst. Vi anslår derfor en vekst i tradisjonell vareimport på 7¼ prosent i år og 4 prosent neste år.

Figur 4.8 *Eksport og import av tradisjonelle varer. Sesongjustert. Indeks 1991=100*



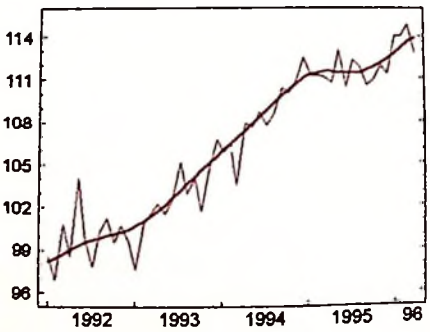
Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.7 Produksjonen

Bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge gikk opp med 0,8 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, justert for normale sesongvariasjoner. Produksjonsoppgangen i fastlandsøkonomien skyldtes i hovedsak vekst i industrien, hvor bruttoproduktet økte med nærmere 3 prosent i første kvartal. Den løpende produksjonsindeksen for industrien har også vist en klar vekst de første månedene i 1996, etter en relativt svak utvikling i andre halvdel av 1995. Det er særlig investeringsvareproduksjonen som har økt hittil i år, men også konsumvare- og innsatsvareproduksjonen har bidratt til økningen.

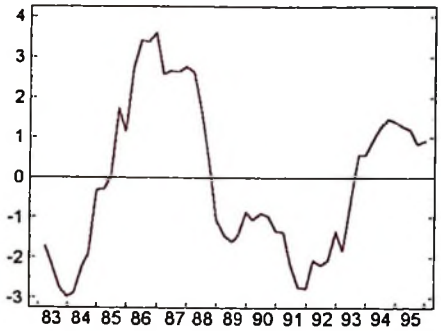
Økt produksjon vil ofte gå sammen med økt kapasitetsutnytting. Full kapasitetsutnyttelse defineres gjerne som det produksjonsnivå som er forenlig med stabil pris- og kostnadsutvikling. Det relative avviket mellom faktisk produk-

Figur 4.9 *Industriproduksjon. Sesongjustert og trend. Indeks 1990=100*



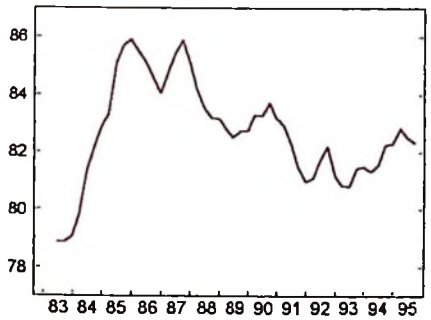
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.10 *Produksjonsgap. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.11 *Gjennomsnittlig kapasitetsutnytting i industrien iflg. konjunkturbarometeret. Prosent*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sjon og en slik kapasitetsgrense betegnes som et produksjonsgap. Dette ble nærmere omtalt i Penger og Kreditt 2/95. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av en slik indikator. Blant annet fanges ikke en økning i kapasitetsutvidende investeringer opp slik vi har beregnet produksjonsgapet her.

Produksjonsgapet er likevel en mulig indikator for presstendenser i økonomien. Figur 4.10 viser beregninger av produksjonsgapet basert på BNP for Fastlands-Norge. Etter at det hadde vært ledig produksjonskapasitet siden 1989, indikerer beregningene at produksjonsgapet ble lukket mot slutten av 1994. Vi har siden hatt høy kapasitetsutnytting. Beregninger foretatt av OECD og IMF for Norge antyder et tilsvarende forløp for produksjonsgapet.

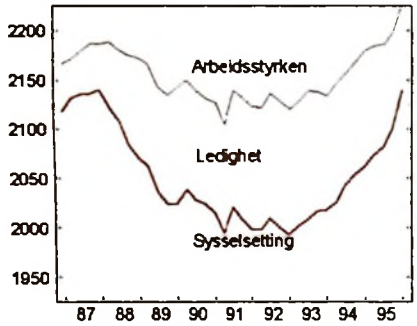
Bedriftenes oppfatninger, slik disse fremkommer i Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer, peker også i retning av økende kapasitetsutnyttelse i industrien. Kapasitetsutnyttelsen, både ifølge konjunkturbarometeret og beregninger for produksjonsgapet, er imidlertid lavere enn under forrige høykonjunktur.

Som nevnt ovenfor er det grunn til å tro at etterspørselsveksten i 1996 vil bli enda sterkere enn i fjor. Impulsene til innenlandsk produksjon vil imidlertid ikke bli like store som etterspørselsveksten alene skulle tilsi, fordi mye av etterspørselen rettes mot import. Vi anslår likevel at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil øke fra 2,7 prosent i fjor til 3¼ prosent i år, for så å avta noe til 2¼ prosent i 1997. Dette innebærer fortsatt høy kapasitetsutnytting de nærmeste to årene, men produksjonsveksten kommer etter hvert ned på linje med det langsiktige produksjonspotensialet i økonomien.

5 ARBEIDSMARKEDET OG KOSTNADSUTVIKLINGEN

5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

Figur 5.1 *Arbeidsmarkedet. Sesongjustert. Tall i 1000 personer*



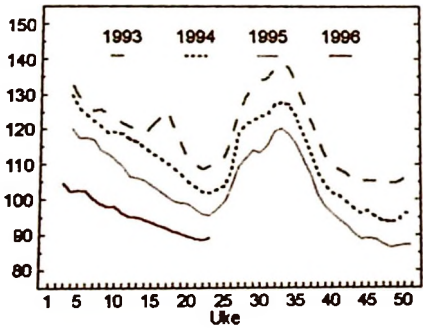
Kilde: Statistisk sentralbyrå, AKU

Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) for første kvartal viste betydelig sysselsettingsvekst. Det var 60 000 flere sysselsatt i første kvartal i år enn for ett år siden, en vekst på 2,9 prosent. Om lag 57 000 av den økte sysselsettingen var i privat sektor. Fra fjerde kvartal til første kvartal økte sysselsettingen (sesongkorrigert) med 16 000 personer.

Arbeidsstyrken har også økt kraftig. Det er nå om lag 50 000 flere i arbeidsstyrken enn for ett år siden. Yrkesfrekvensen er økt til 70,3 prosent av arbeidsstyrken. Dette er fortsatt noe lavere enn i toppåret 1987.

Den kraftige og raske nedgangen i ledigheten vi har sett de siste par årene, synes nå å være betydelig dempet. Ifølge tall fra Arbeidsdirektoratet har den sesongjusterte ledighetsraten ligget stabilt på 4,2 – 4,4 prosent siden desember i fjor, og var 4,4 prosent i mai. Summen av ledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak har imidlertid fortsatt å falle til 6,0 prosent, og er nå 0,5 prosentpoeng lavere enn ved utgangen av fjoråret.

Figur 5.2 *Utviklingen i registrert ledighet. Uketall. 1000 personer*



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Det er vanskelig å si noe sikkert om utviklingen i arbeidsstyrken de neste årene. Demografiske forhold alene tilsier en vekst i arbeidsstyrken på 10 – 15 000 personer, eller om lag 1/2 prosent årlig. Vi legger til grunn at yrkesfrekvensen vil fortsette å øke noe fremover. Dette betyr at veksten i arbeidsstyrken blir sterkere enn det som følger av den demografiske utviklingen. Den høyere andelen av personer under utdanning vil imidlertid trolig bidra til at yrkesfrekvensen ikke kommer opp på samme nivå som under forrige konjunturtopp.

Vi anslår en noe sterkere vekst i sysselsettingen enn i arbeidsstyrken fremover. Dette vil gi en utvikling i retning av et noe strammere arbeidsmarked i år og neste år. Ledigheten anslås å gå ned fra 4,9 prosent i 1995 til rundt 4 1/4 prosent i 1996. I løpet av 1997 kan ledigheten komme ned under 4 prosent.

5.2 Lønninger

Moderasjonslinjen i inntektsoppgjørene de foregående to-tre årene har bidratt til en lav pris- og kostnadsvekst. Presset på inntektspolitikken har imidlertid økt både ved høye overskudd i bedriftene og ved at ledigheten er redusert raskt, særlig gjennom fjoråret. Det er fare for at vi kan gå inn i en ny periode med sterkere vekst i kostnadene for næringslivet, jf. ramme om alternative baner for lønnsutviklingen.

Alternative baner for lønnsutviklingen

For å belyse usikkerheten i lønnsanslagene har vi beregnet to mulige baner for lønnsveksten fra 1997 til 2000, ett med høyere lønnsvekst og ett med lavere lønnsvekst enn det vi presenterer i inflasjonsrapporten[1] (referansebanen). En utvikling med høyere lønnsvekst enn i våre anslag kan tolkes som en utvikling der lønnsmoderasjonen på første halvdel av 1990-tallet hentes inn igjen. Det betyr at bedringen i konkurranseevnen vi fikk etter noen år med moderat lønnsvekst, blir reversert. I banen med lavere lønnsvekst har vi lagt til grunn at en igjen får tilslutning til moderasjonslinjen ved at lønnsveksten i Norge blir liggende rundt 1/2 prosentpoeng lavere enn blant våre handelspartnere.

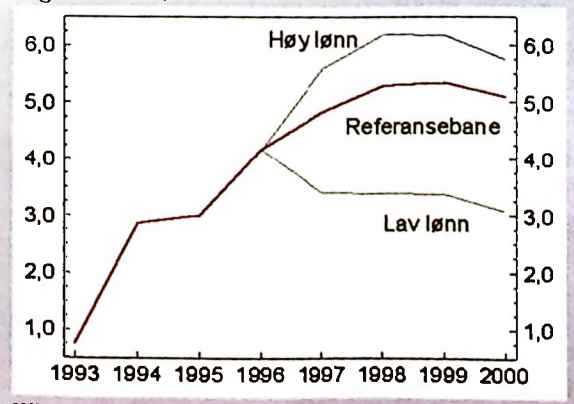
Figur 1 viser anslagene for lønnsutviklingen vi presenterer i denne inflasjonsrapporten (referansebanen), sammen med et alternativ med høyere lønnsvekst og et alternativ med lavere lønnsvekst. Referansebanen er basert på en lønnsdannelse i tråd historiske erfaringer, men uten gjeninnhenting av lønnsmoderasjon i første halvdel av 1990-tallet.

I alternativet med høy lønnsvekst blir lønnsveksten liggende rundt 6 1/4 prosent, om lag 1 prosentpoeng høyere enn i referansebanen. Dette gir en økning i konsumprisveksten, til nærmere 3 1/2 prosent i gjennomsnitt for årene 1998 til 2000, jf figur 2. I referansebanen øker prisstigningen til over 3 prosent mot slutten av perioden, som en følge av vedvarende høy kapasitetsutnytting i økonomien. Også en slik bane vil dermed trolig gi en høyere prisstigning i Norge enn blant våre handelspartnere.

I alternativet med lav lønnsvekst blir lønnsveksten liggende rundt 2 prosentpoeng lavere enn i referansebanen. En slik utvikling vil gi en moderat vekst i konsumprisene. Allerede neste år vil prisveksten bli 1/2 prosentpoeng lavere enn i referansebanen. I årene som følger, vil prisveksten bli liggende på om lag 2 1/4 prosent, 3/4 prosent lavere enn i referansebanen. Dette innebærer en gunstig utvikling med moderat prisvekst og styrking av konkurranseevnen. Vi vil få noe lavere innenlandsk etterspørsel enn i referansebanen, men eksportveksten vil øke. Ledigheten vil i en slik bane kunne komme ned under 3 1/2 prosent i år 2000.

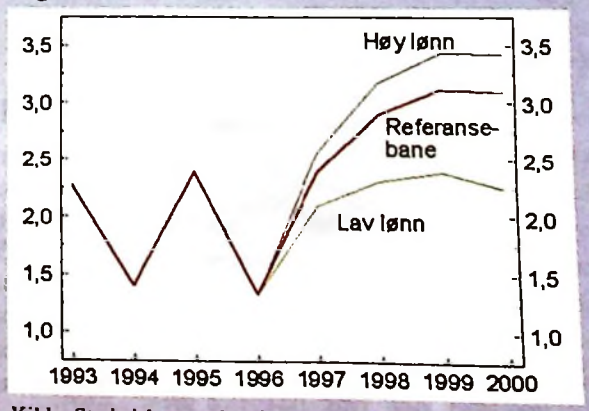
[1] Inflasjonsrapporten gir anslag for 1996 og 1997. Tallene som presenteres her for 1998 til 2000, er basert på tekniske forutsetninger og kan ikke tolkes som Norges Banks anslag.

Figur 1 Årslønnsvekst



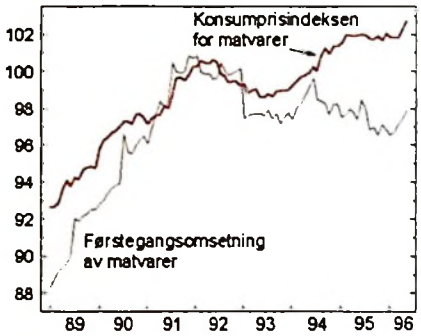
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Prisvekst



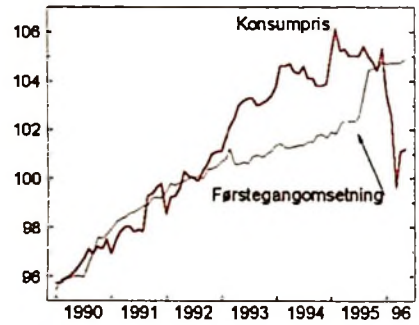
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.3 *Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med matvarer. Sesongjustert. Indeks 1992=100*



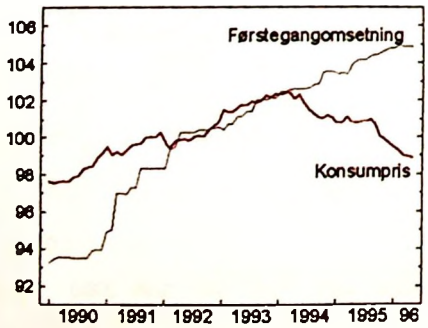
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.4 *Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med klær og skotøy. Sesongjustert. Indeks 1992=100*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.5 *Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med møbler. Sesongjustert. Indeks 1992=100*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Basert på foreløpige opplysninger fra de forbundsvise oppgjørene innen LO/NHO-området, kan tarifftilleggene bidra med i underkant av 1¼ prosent til årslønnsveksten for industriarbeidere i 1996. Sammen med et overheng på 1¼ prosent gir dette en lønnsvekst på 2½ prosent før de lokale tilleggene. Det er stor usikkerhet knyttet til de lokale tilleggene i industrien. De lokale forhandlingene skal ta hensyn til bedriftenes økonomi, produktivitet, fremtidsutsikter og konkurranseevne. Dersom lønnsglidningen blir på linje med de siste årene, kan årslønnsveksten for industriarbeiderne bli på om lag 4¼ prosent i år. Det synes å være en vanlig oppfatning at høye sentrale tillegg vil føre til lave lokale lønnstillegg. Undersøkelser i Norge gir imidlertid liten støtte til et slikt syn, jf. ramme om sammenhengen mellom tarifftillegg og lønnsglidning i industrien.

I offentlig sektor vil de sentrale tilleggene, sammen med lokale tillegg, overheng fra i fjor og en viss lønnsglidning, gi en gjennomsnittlig årslønnsvekst på 4 – 4¼ prosent i år. Innen tjenesteyting og varehandel indikerer lønnsoppgjøret en årslønnsvekst på drøye 4 prosent.

På bakgrunn av informasjon fra inntektsoppgjørene så langt, legger vi til grunn en samlet årslønnsvekst på 4¼ prosent i 1996. Dette er om lag 1 prosentpoeng høyere enn våre anslag fra mars. Det er spesielt lønnstilleggene i tjenesteyting, varehandel og offentlig sektor som er høyere enn våre forrige anslag.

Våre anslag for sysselsetting og arbeidsledighet innebærer at presset i arbeidsmarkedet fortsetter å øke noe neste år. Det ser også ut til at den gode lønnsomhetsutviklingen i bedriftene fortsetter i år. Videre anslår vi økt prisstigning neste år.

Anslagene for neste år er basert på erfaringer for hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen. På dette grunnlaget anslås en ytterligere økning i den nominelle lønnsveksten neste år, til 4¾ prosent. Dersom en neste år får et lønnsoppgjør på linje med de moderate lønnsoppgjørene tidligere på 1990-tallet, vil lønnsveksten bli lavere.

5.3 Bedriftenes marginer

Endringer i bedriftenes marginer har betydning for prisutviklingen. I dette avsnittet omtales noen enkle indikatorer for marginene i enkelte sektorer.

I figur 5.3-5.5 ser vi utviklingen i prisindekser for førstegangsomsetning av ulike konsumvarer og konsumprisindeksen for de samme varene. Disse indeksene er ikke helt sammenfallende med hensyn til vareutvalg. Videre vil endringer i merverdiavgiften påvirke konsumprisindeksen, men ikke førstegangsomsetningen.

I matvareomsetningen synes det å være en tendens til

Om sammenhengen mellom tarifftillegg og lønnsglidning i industrien

Samlet lønnsvekst for industrien kan splittes opp i sentrale tillegg og lokale tillegg (lønnsglidning). De sentrale tilleggene avtales enten mellom LO og NHO, eller som i år ved forbundsvise oppgjør. Lønnsglidning er lønnstillegg som gis ved den enkelte bedrift. Denne rammen drøfter kort om det er empirisk grunnlag for å si noe om hvilken sammenheng det eventuelt er mellom de sentrale og de lokale tilleggene.

En mulighet er at det er en negativ samvariasjon mellom sentrale og lokale tillegg; når de sentrale tilleggene er store blir de lokale tilleggene små, og omvendt. Et annet ytterpunkt er at de lokale forhandlingene er upåvirket av det sentrale tillegget.

Analyser av disse forholdene for industrien i Norge tyder på at det ikke er virkninger av sentrale tillegg på lønnsglidningen. Verken Bowitz (1989), Holden (1990) eller Johansen (1995) finner vesentlige effekter av tarifftillegget på lønnsglidningen i industrien. Undersøkelsene tyder altså på at:

- Det er ikke slik at høye sentrale tillegg medfører lave lokale tillegg.

- Høye sentrale tillegg faller sammen med høy samlet lønnsvekst.

Videre indikerer resultatene fra tidligere analyser at lønnsglidningen er lite påvirket av ledigheten. Samtidig er det et robust resultat at den samlede lønnsveksten avhenger av ledighetsnivået. Dette betyr at nivået på ledigheten først og fremst påvirker utfallet av de sentrale forhandlingene. Lønnsglidningen synes i stor grad å bli bestemt av lønnsevnen lokalt, det vil si at det er overskuddene i bedriftene som er avgjørende.

Figuren viser total lønnsvekst og tarifftilleggets og lønnsglidningens bidrag til denne i perioden 1990-1995.[1] I likhet med analysene som er referert ovenfor, viser figuren at det er nær samvariasjon mellom utviklingen i tarifftilleggene og i årslønnsveksten. Videre er det større variasjon i de sentrale tilleggene enn i de lokale tilleggene.

Skulle det være en samvariasjon mellom de sentrale og de lokale tilleggene, indikerer figuren at den, i stedet for å være negativ, er svakt positiv. Dette betyr i så fall at høye sentrale tillegg gir høye lokale tillegg, og omvendt. En mulig forklaring på dette er at konsumprisveksten, som utgjør grunnlaget for reallønnskrav i lønnsoppgjørene, er en vesentlig bestemmende faktor for både de sentrale og de lokale tilleggene.

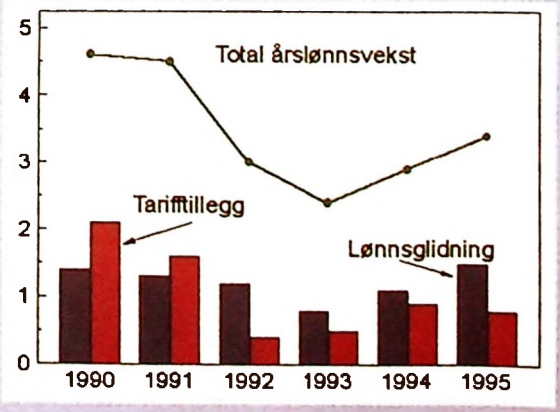
Kilder:

Bowitz, Einar, 1989, «Lønnsrelasjoner i en kvartalsmodell for norsk økonomi», *Rapporter 89/3*, Statistisk sentralbyrå, Oslo.

Holden, Steinar, 1990, «Wage drift in Norway: A Bargaining Approach» in *Wage Formation and Macroeconomic Policy in Nordic countries*, L. Calmfors, red., SNS-forlag, Stockholm.

Johansen, Kåre, 1995, *«Real Wage Responsiveness to Uemployment and Insider Forces»* Department of Economics, University of Trondheim

Tarifftillegg og lønnsglidning i industrien. Bidrag til årslønnsvekst



Kilde: Det tekniske beregningsutvalg for inntektsoppgjørene

[1] Tarifftilleggets og lønnsglidningens bidrag summerer seg ikke opp til samlet lønnsvekst på grunn av overheng.

Tabell 5.1 *Kostnadsmessig konkurranseevne i industrien. Prosentvis endring fra foregående år*

	1989-94[1]	1995	1996	1997
Norges handelspartnere				
Lønnskostnader	5,5	3,8	4	4
Produktivitet	3,3	3,2	2 3/4	2 1/2
Norsk industri				
Lønnskostnader[2]	4,0	4,6	4 1/4	4 3/4
Produktivitet	1,5	0,9	1 3/4	2 1/4
Valutakursendring[3]	0,8	-2,3	1/4	0
Relative lønnskostnader, felles valuta	-2,1	3,1	0	3/4
RLPE, felles valuta[4]	-0,4	5,4	3/4	1 1/4

[1] Årlig gjennomsnitt
[2] Inkluderer endringer i arbeidsgiveravgiften
[3] Gjennomsnittlig valutakurs siste måned ut året.
[4] Negative tall for relative lønnskostnader pr. produsert enhet (RLPE) innebærer styrket kostnadsmessig konkurranseevne

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

økte marginer siden midten av 1994 og gjennom 1995. Det er nærliggende å sette dette i sammenheng med at større detaljister i denne sektoren har vært i stand til å presse ned innkjøpspriser. Utviklingen i retning av større enheter kan også ha gjort det mulig å utnytte stordriftsfordeler.

I kles- og skobransjen tyder indeksene på at det var en markert prisoppgang på grossistleddet i midten av 1995, mens prisen på detaljistleddet har falt kraftig fra januar 1996. Marginene i denne bransjen ser således ut til å ha bli kraftig redusert siden sommeren 1995.

I møbelbransjen ser det ut til å ha vært en trendmessig reduksjon i marginene. I 1991 ble avansen sterkt forverret, den holdt seg delvis konstant for årene 92-93 og falt videre i 94-95. Denne trenden har fortsatt inn i inneværende år. Det kan reflektere at konkurransen har økt i denne bransjen, med større konsentrasjon i store møbelsentra.

5.4 Kostnadsmessig konkurranseevne

Lønnsvekst som ikke motsvares av tilsvarende vekst i produktiviteten vil kunne påvirke prisene bedriftene setter, og dermed føre til økt prispress i økonomien. Samtidig vil høyere vekst i lønnskostnadene i Norge enn hos våre handelspartnere kunne resultere i svekket konkurranseevne. Dette kan føre til svakere lønnsomhetsutvikling i norske bedrifter og svekke grunnlaget for videre sysselsettingsvekst.

Våre anslag for lønnsveksten innebærer at lønnskostnadsveksten pr. time i industrien i Norge blir om lag 4 1/4 prosent i år og 4 3/4 prosent neste år. Dette er på linje med eller noe høyere enn anslagene for lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere. Konkurranseevnen målt ved relative lønnskostnader vil derfor være omtrent uendret i år og svekkes noe neste år. Produktivitetsveksten i industrien anslås svakere i Norge, med rundt 2 prosent årlig vekst i år og neste år, mot vel 2 1/2 prosent årlig vekst blant handelspartnerne.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	Regnskap 1995	1996	1997
Realøkonomi			
Privat konsum	2,6	4	2¾
Offentlig konsum	0,2	1¾	1
Bruttoinvesteringer i alt	4,5	5½	1¾
Påløpte oljeinvesteringer	-12,6	1	-1
Fastlands-Norge	13,5	7¼	2¼
Bedrifter	19,5	9	4½
Boliger	12,7	-2	3
Offentlig forvaltning	-0,5	11¼	-2¾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3,8	4	2¼
Eksport	3,8	8¼	5
Olje, gass og rørtransport	8,5	15	4½
Tradisjonelle varer	4,1	6¾	5¾
Import	5,1	6	4
Tradisjonelle varer	9,1	7¼	4
BNP	3,3	4¾	2½
Fastlands-Norge	2,7	3¼	2¼
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,0	1¾	1
Arbeidsstyrke, AKU	1,6	1	¾
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,9	4¼	4
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,4	1¼	2½
Årslønn	3,3	4¼	4¾
Importpris tradisjonelle varer	0,7	1	1½
Eksportpris tradisjonelle varer	7,1	-1½	2
Råoljepris	107,5	115	108
Utenriksøkonomi			
Ekpsortoverskudd,mrd kroner	56	69	67
Driftsoverskudd, mrd kroner	28	49	50
Driftsoverskudd i prosent av BNP	3,1	4,9	4,8
Memo			
Husholdningenes sparerate	7	6¼	6

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

FINANSMARKNADENE OG NOREGS BANKS OPERASJONAR[1]

1 OVERSIKT

Dei siste månadene har vore prega av at fleire europeiske land har ført vidare lettingane i pengepolitikken. I Tyskland blei dei administrerte rentene sette ned i april, og i mellom anna Sverige og Danmark har rentene blitt reduserte ved fleire høve. Bakgrunnen er svak vekst og utsikter til låg inflasjon. I USA har Federal Funds-renta ikkje blitt endra, og dei korte rentene har vore stabile. På grunn av sterke tal for mellom anna industriproduksjonen og sysselsetjinga og endring i indeksen for leiande indikatorar, har dei lange rentene auka i USA, og differansen mot lange tyske renter er no positiv. I Europa er hovudbiletet eit visst fall i lange renter og reduksjon i marginane til tyske renter.

I valutamarknadene har amerikanske dollar styrkt seg mot tyske mark og japanske yen. Dei svakare vekstutsiktene i Tyskland og forventningar om eit raskare fall i rentene i forhold til USA, har medverka til å svekkje mark mot dollar.

Den norske krona har så langt i år styrkt seg mot ECU, og kronekursen nådde 12. juni eit indeksnivå på 102,3, som er det sterkaste sidan ein let krona flyte i desember 1992. Noregs Bank har intervenert i takt med kronestyrkinga og har hittil i år kjøpt valuta for til saman vel 28 milliardar kroner.

Sjølv om rentenedsetjinga frå Noregs Bank den 8. mars hadde liten effekt i valutamarknaden, fall rentedifferansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarande ECU-renter til eit botnnivå i slutten av månaden, da differansen var omtrent null. Rentene i pengemarknaden fall fram til midten av april. Men den ekspansive pengepolitikken i mange europeiske land har ført til at rentedifferansen igjen har stige.

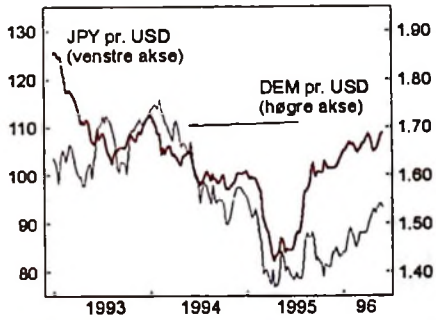
I den norske obligasjonsmarknaden har avkastningskurva fått eit skift oppover, og er framleis stigande. Utviklinga reflekterer det som har skjedd i den tyske marknaden.

Den innanlandske kredittveksten, målt med Noregs Banks kredittindikator K1, auka sterkare i tolvmånadersperioden fram til utgangen av april enn i dei føregåande månadene. Tendensen frå 1993 til 1995 med aukande kredittvekst ser dermed ut til å vare. Den auka kredittveksten blir reflektert i tala for publikum si fordrings- og gjeldsutvikling, og førte til at netto finansinvesteringar for publikumssektoren totalt blei negative i 1995, etter positive finansinvesteringar dei tidlegare åra. Hushalda sine finansinvesteringar var likevel positive i 1995, om enn noko lågare enn i åra 1991-94.

[1] Rapporten dekkjer utviklinga fram til 13. juni

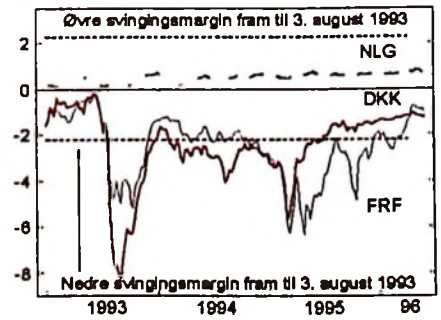
Utlånsrentene i finansinstitusjonane fall i løpet av dei tre første månadene i år. Innskottsrentene i bankane gjekk også noko ned, men ikkje meir enn at rentemarginen fall med 0,1 prosentpoeng i løpet av kvartalet. Rentemarginen har no kontinuerleg blitt mindre sidan utgangen av 1988. Driftsresultatet for forretningsbankane for første kvartal i år blei betra i forhold til same kvartal i fjor, mens tala for sparebankane og kredittføretaka var noko svakare.

Figur 2.1 *Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.2 *Kursutviklinga for nokre ERM-valutaer. Prosent avvik frå sentralkursen mot DEM. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

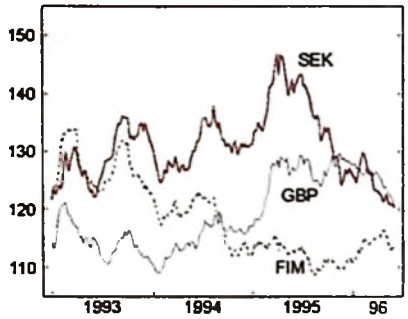
2 Dei internasjonale penge-, valuta- og kapitalmarknadene

Dei siste månadene har vore prega av at lette i pengepolitikken har halde fram i fleire europeiske land. Dei korte rentene har som følgje av dette falle i mange land.

I USA derimot, har Federal Funds-renta vore uendra på 5,25 prosent, og dei korte rentene har lege relativt stabilt i overkant av denne.

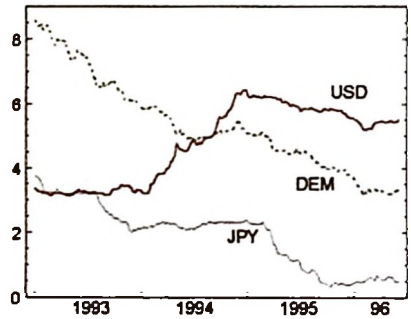
I Tyskland førte låg vekst og liten fare for auka inflasjonspress til at både diskontoen og lombardrenta blei redusert med 50 basispunkt den 18. april. Dette skjedde trass i ein relativt sterk vekst i pengemengda. Målt med M3, var pengemengdeveksten i april 11,2 prosent, rekna som årleg rate frå fjerde kvartal 1995. I mars var den tilsvarande veksten 12,3 prosent. Men Bundesbank har uttalt at dei ved utforming av pengepolitikk ser meir på den langsiktige trenden i M3 enn på utviklinga frå månad til månad. Dei

Figur 2.3 *Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer utanfor ERM målt mot DEM. Veketal. Veke 1, 1992 = 100*



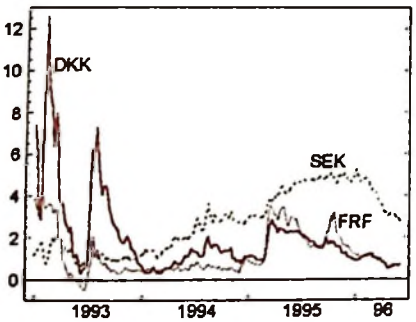
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.4 *Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5 *Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

korte rentene har lege relativt stabilt nær reporenta, som har vore 3,30 prosent sidan byrjinga av februar.

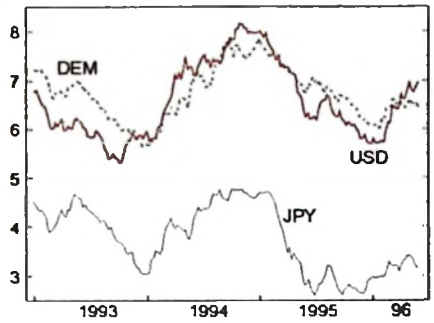
Også i fleire andre europeiske land har dei administrerte rentene blitt sett ned dei siste månadene. Sveriges Riksbank har redusert reporenta med i alt 155 basispunkt sidan 8. mars. I tillegg blei innskotts- og utlånsrenta sett ned til respektive 6 og 7,50 prosent den 24. april. Danmarks Nationalbank har også ved fleire høve redusert dei administrerte rentene. Rentenedsetjingane i Sverige og Danmark er blitt grunngitte med svakare vekst og låg inflasjon.

Tabellen på neste side gir ein oversikt over viktige renteendringar dei siste månadene.

Amerikanske dollar har styrkt seg mot tyske mark og japanske yen. Dollarkursen styrkte seg frå 105,7 yen pr. dollar i byrjinga av mars til 109,3 yen pr. dollar i midten av juni. Mot tyske mark auka dollaren frå 1,48 til 1,54 mark pr. dollar. Svake vekstutsikter i Tyskland og forventningar om eit fall i rentenivået i forhold til USA, har verka til å svekkje tyske mark mot dollar. Mindre tru på ein japansk renteoppgang, nye tapstal for japanske bankar og auka spenning i Korea har vore årsaker bak svakare yenkurs mot amerikanske dollar. Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var 2,2 prosent i midten av juni. Danske kroner og franske franc var dei svakaste valutaene.

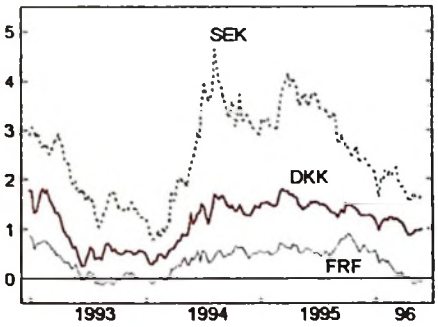
I ei rekkje europeiske land, mellom dei Sverige, Danmark og Frankrike, har det vore eit visst fall i dei lange rentene gjennom dei siste månadene som følgje av moderat vekst og inflasjon. I Europa er hovudbiletet at marginane til dei tyske rentene er blitt ytterlegare reduserte. Dei lange rentene i USA har derimot auka med vel 95 basispunkt frå 8. mars til midten av juni. Enkelte sterkare økonomiske nøkkeltal (industriproduksjon, sysselsetjing og indeksen for leiande indikatorar) har endra forventningane til den framtidige inflasjonsutviklinga, med høgare lange obligasjonsrenter som resultat. Differansen mellom lange amerikanske og tyske renter er no 0,5 prosentpoeng. Så seint som i slutten av mars var denne differansen negativ. Ei viktig årsak til auken i rentedifferansen er lågare vekst og prisstigning i Tyskland enn i USA.

Figur 2.6 *Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal*



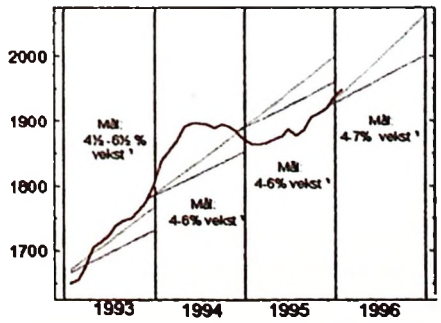
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.7 *Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.8 *Utviklinga i den tyske pengemengda målt ved M3. Sesongjusterte behaldningstal*



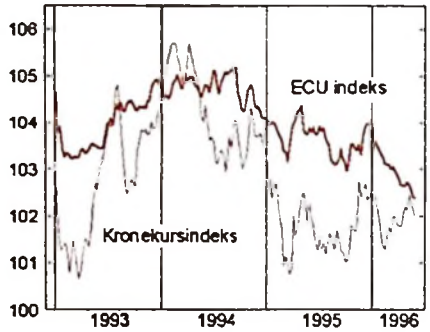
1 Vekst frå 4. kvartal førre år til 4. kvartal inneverande år

Kjelde: Bundesbank

Oversikt over viktige renteendringar:

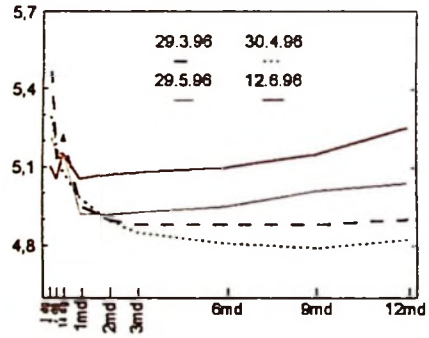
Land/rente	*Dato*	*Endring basis pkt.*	*Nivå etter endring*
Danmark			
Repo	21.3	-10	4,00
»	1.4	-10	3,90
»	18.4	-10	3,80
Innskott i Nationalbanken	18.4	-50	3,25
Diskonto	19.4	-50	3,25
Repo	6.6	-10	3,70
Finland			
Anbodsrenta	13.3	-50	3,75
Frankrike			
Intervensjonsrenta	11.4	-10	3,70
Repo	25.4	-60	4,90
Intervensjonsrenta	6.6	-10	3,60
Storbritannia			
«Base rate»	8.3	-25	6.00
»	6.6	-25	5,75
Sverige			
Repo	19.3	-25	7,60
»	26.3	-20	7,40
Utlånsrenta	27.3	-75	8,25
Innskottsrenta	27.3	-75	6,75
Diskonto	2.4	-50	5,50
Repo	9.4	-25	7,15
»	23.4	-25	6,90
Utlånsrenta	25.4	-75	7,50
Innskottsrenta	25.4	-75	6,00
Repo	7.5	-20	6,70
»	21.5	-20	6,50
»	4.6	-20	6,30
Tyskland			
Diskonto	18.4	-50	2,50
Lombardrenta	18.4	-50	4,50

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



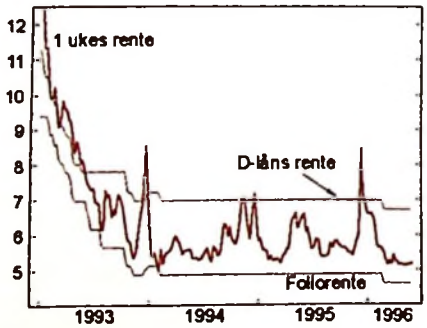
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2 *Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter*



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

3 Valuta- og pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

3.1 Valutamarknaden

Den norske krona har så langt i år styrkt seg mot ECU. Indeksen var 104,0 ved utgangen av 1995 og 102,4 ved slutten av mai. Hittil i år har Noregs Bank kjøpt valuta for til saman vel 28 milliardar kroner.

I mars styrkte krona seg frå 103,1 til 102,9. Noregs Bank intervenerte i takt med kronestyrkinga, og kjøpte valuta netto for til saman 2,9 milliardar kroner. Rentenedsetjinga frå Noregs Bank den 8. mars hadde liten effekt i valutamarknaden. Også gjennom april og mai styrkte krona seg. Overskott på statsbudsjettet, overskott på driftsbalansen og høg oljepris kan ha hatt verknad for styrkinga av krona. Noregs Bank kjøpte valuta netto for til saman 14,4 milliardar kroner i april og mai. Den 12. juni hadde kursen appresiert til eit indeksnivå på 102,3, som er det sterkaste sidan krona byrja å flyte 10. desember 1992.

Krona har òg styrkt seg mot tyske mark, med i underkant av 3 prosent. Etter ei styrking i byrjinga av året svekte krona seg målt med den effektive valutakursen til industrien. Totalt er denne kursen noko sterkare enn ved årsskiftet.

Over tid skal Noregs Bank byggje opp fordringar på utlandet som svarer til avsetningane til Statens petroleumsfond. Dette tilseier isolert sett at Noregs Bank kjøper valuta for om lag 25 milliardar kroner i 1996, som er overslaget på oppbygginga i petroleumsfondet. Dette overslaget blei oppjustert i revidert nasjonalbudsjett i forhold til talet i nasjonalbudsjettet, fordi oljeprisen hittil i 1996 har vore høgare enn ein tidlegare rekna med. Gjennomsnittleg oljepris hittil i 1996 er 123 kroner pr. fat, mens overslaget i nasjonalbudsjettet var 105 kroner. I praksis må valutakjøpa tilpassast marknadstilhøva, så intervensjonsbeløpa blir neppe jamt fordelte over året. Det samla intervensjonsbeløpet vil kunne avvike frå den faktiske fondsavsetninga.

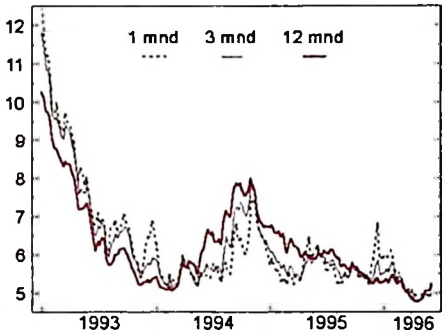
3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

Renteutviklinga

Differansen mellom norske tremånaders renter og tilsvarande ECU-renter har variert gjennom 1996. Fram til slutten av januar auka rentedifferansen kraftig, til om lag 1 prosentpoeng, men fall så til eit botnnivå i slutten av mars, da differansen var omtrent null. Dette hadde samanheng med at Noregs Bank den 8. mars sette ned foliorenta og dagslånsrenta med 0,25 prosentpoeng til respektive 4,50 og 6,50 prosent.

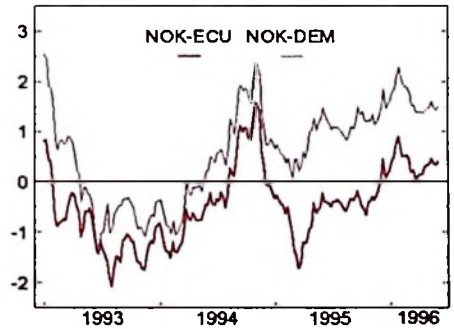
I første periode av april heldt rentefallet i pengemark-

Figur 3.4 *Utviklinga i ein-, tre- og tolvmånaders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal*



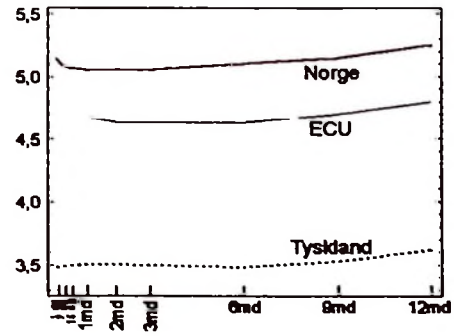
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.5 *Rentedifferansar for tremånaders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal*



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.6 *Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive pengemarknadsrenter. 13. juni 1996*



Kjelde: Noregs Bank

naden fram. Marknaden var framleis prega av forventningar om nye reduksjonar i dei administrerte rentene. I siste halvdelen av april og gjennom mai auka rentedifferansen mot ECU til omtrent 0,3 prosentpoeng. Grunnen til dette kan ha vore at mange marknadsaktørar revurderte forventningane sine om vidare rentekutt. I Europa fører mange sentralbankar framleis ein ekspansiv pengepolitikk, mens den økonomiske situasjonen i Noreg ikkje tilseier lågare renter. Den relativt høge rentedifferansen mot utanlandske renter, som isolert sett gjer det lønsamt å sitje med norske kroner, har resultert i at Noregs Bank har kjøpt mykje valuta i løpet av april, mai og hittil i juni. Det kan sjå ut til at overskottet på handelsbalansen òg har hatt den same effekten.

Ei anna forklaring på auken i rentedifferansen mot ECU den siste tida kan vere at obligasjonsrentene har gått opp i Noreg. Dei siste åra har det vore ein tendens til at auka obligasjonsrenter på kort sikt fører til auke i pengemarknadsrentene. Dette kan ha samanheng med at høgare obligasjonsrenter kan indikere forventningar om høgare pengemarknadsrenter i framtida.

Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har hatt omtrent den same utviklinga som rentedifferansen mot ECU, men har lege på eit høgare nivå. I byrjinga av mars var differansen 1,8 prosentpoeng, mens den ved utgangen av mai var 1,4 prosentpoeng. Den sterke appresieringa av kroner i høve til tyske mark gjennom 1995 og hittil i 1996, saman med ein høg rentedifferanse mot DEM, tilseier at det har vore ei stor meiravkastning av å sitje med kroner samanlikna med tyske mark.

Dei administrerte rentene dannar ein korridor for dei korte pengemarknadsrentene. Sidan dagslånsrenta dannar «taket» i korridoren og vanlegvis ligg over pengemarknadsrentene, vil bankane normalt trekkje lite på denne låneretten. I byrjinga av 1996 låg dei korte pengemarknadsrentene stort sett i øvre del av korridoren, men sidan februar har dei – bortsett frå ein kort periode i byrjinga av april – lege i nedre del av korridoren. I ein situasjon med god overskottslikviditet vil desse rentene nærme seg foliorenta. Etter styrkinga av krona denne våren har Noregs Bank halde ein relativt rommeleg likviditet (jf. nedanfor). Eivekesrenta (utlånsrenta i eurokronemarknaden) er no omtrent 0,5 prosentpoeng høgare enn foliorenta. Dersom vi korrigerer for «spreaden» bankane tek mellom innlån og utlån, er denne renta tilnærma lik foliorenta.

Sidan slutten av mars har pengemarknadsrentene med lengre løpetider vore relativt stabile. Avkastningskurva i pengemarknaden har stort sett vore flat i heile perioden. Pengemarknadsindikatoren (definert som gjennomsnittet av effektive eurorenter med løpetider frå ei veke til og med tre månader) har vore omtrent uendra frå mars og fram til juni. Pengemarknadsindikatoren er no 5,1 prosent, mens han var 6,0 prosent ved byrjinga av året.

Tabell 3.1. *Sentralbanktilførsla* [1]

	1996				
	jan	feb	mars	april	mai
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	11,3	2,4	0,8	13,0	17,2
Av dette					
D-lån	*0,5*	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,2*
F-lån/innskott	*10,3*	*1,7*	*0,1*	*12,4*	*16,0*
anna finansiering	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*1,0*
D-lånstilgang, mrd kr	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3
Bankane sine likvide reservar i form av folio-innskott i Noregs Bank	2,6	3,5	3,0	5,3	6,2
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	–	5,26	4,97	–	–
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	5,99	5,26	4,74	4,59	4,58

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. *Sertifikatmarknaden*[1] *Bruttoemisjonar av sertifikat etter sertifikattype. (Milliardar kroner)*

	1994	1995	1995 jan - apr	1996 jan - apr
Statssertifikat	52,5	43,5	15,0	20,5
Banksertifikat	19,4	51,2	14,8	32,0
Kredittsertifikat	14,0	18,4	5,3	8,0
Lånesertifikat	43,0	57,3	17,7	20,8
Finanssertifikat	6,1	9,3	2,9	0,9
Utanlandske sertifikat	0,5	3,7	0,6	1,0
I alt	135,4	183,4	56,4	83,2

1) Tabell 19 i tabellvedlegget viser behaldning av sertifikater i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank tilpassar likviditeten i bankane slik at rentenivået i pengemarknaden blir etablert på eit nivå som gir stabilitet i valutakursen. Frå sommaren 1993 har bankane samla sett hatt eit underliggjande likviditetsoverskott.

Utlegging av statssertifikat er blitt brukt for å trekkje inn denne likviditeten (jf. nedanfor), slik at likviditeten i bankane over året har balansert rundt null. Den resterande variasjonen i likviditeten, som hovudsakleg skuldast sesongmessige svingingar i inn- og utbetalingar frå staten, blir motverka gjennom likviditetspåverkande transaksjonar frå Noregs Bank med bankane. For dette føremålet brukar ein i hovudsak F-lån og F-innskott.

I byrjinga av mars blei det lagt ut i alt sju F-innskott for å trekkje inn likviditet. Skatteinnbetalingane i siste halvdel av mars førte bankane i låneposisjon overfor Noregs Bank, og det blei lagt ut seks F-lån. Likviditeten i pengemarknaden blei halden relativt rommeleg gjennom heile mars. Den faktiske likviditeten i bankane, som er det dei har ståande inne på foliokonti i Noregs Bank, var i mars gjennomsnittleg 3,0 milliardar kroner.

Det var eit lånebehov i banksektoren gjennom heile april, mellom anna som følgje av store innbetalingar av moms og skatt. Noregs Bank tilførte derfor likviditet til bankane gjennom ein serie med tolv F-lån. Ein tok sikte på å halde likviditeten i banksektoren relativt rommeleg. I denne månaden var gjennomsnittet for bankane sitt samla beløp på foliokonti i Noregs Bank 5,3 milliardar kroner pr. dag.

Også i mai var det vore eit underliggjande lånebehov. Det blei tilført likviditet gjennom 12 F-lån. I mai var bankane sitt beløp på foliokonti i Noregs Bank gjennomsnittleg 6,2 milliardar kroner pr. dag.

Bankane si dagslånsramme har vore uendra sidan august 1994, på sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus dagslånsgjeld). Utnyttinga av dagslånstilgangen i perioden mars til mai var i gjennomsnitt 5,2 prosent.

Sertifikatmarknaden

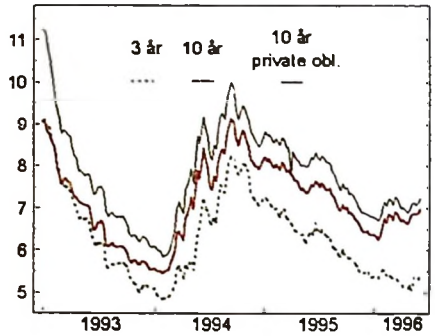
Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av staten si verksemd, men utleggingane blir òg tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. Rentene på statssertifikat blir bestemde gjennom auksjon. Normalt blir det gjennomført emisjonar kvar månad. Dei følgjer eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolvmånaders sertifikat kvart kvartal, med utvidingar av låna i månadene som ligg imellom. Jamt over er det derfor fire utestående lån som dekkjer ulike løpetider opp til eitt år. Det blei lagt ut eit nytt tolvmånaders sertifikat (SS 42) i mars på i alt 4 milliardar kroner. Vegd gjennomsnittsrente på lånet blei 4,8 prosent. I april blei lånet utvida

med 2 milliardar kroner og i mai med nye 2 milliardar kroner. Ved utgangen av mai var det i alt 37 milliardar kroner utestående i statssertifikat.

Frå januar til april i år blei det emittert sertifikat for omtrent 83 milliardar kroner, mens det for same periode i fjor blei emittert sertifikat for i overkant av 56 milliardar kroner. Stats-, bank- og lånesertifikat er dei dominerande, og utgjer i alt 88 prosent av det samla emisjonsvolumet. Dei største eigarane av statssertifikat er forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap, som sit med til saman vel 67 prosent av behaldninga. Hushald og utlendingar er små investorar.

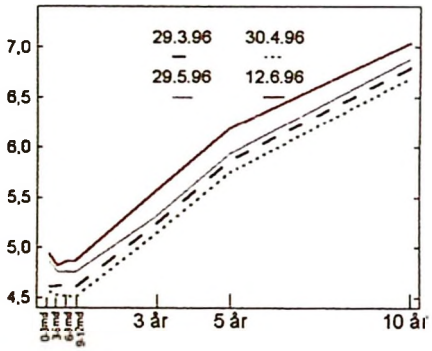
Fram til utgangen av mai i år har omsetninga av sertifikat over Oslo Børs vore på 91 milliardar kroner. Omsetninga i statssertifikat dominerer, med vel 75 prosent av totalomsetninga.

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



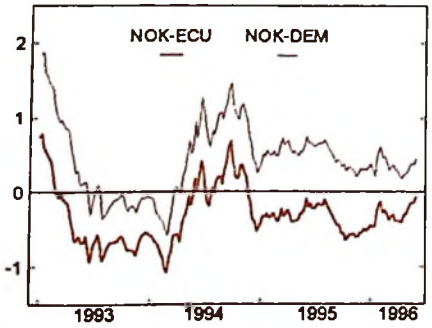
Kjelde: Noregs Bank

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

4 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Dei norske obligasjonsrentene har auka sidan byrjinga av mars. Avkastningskurva i obligasjonsmarknaden har fått eit skift oppover, og er framleis stigande. Dei norske obligasjonsrentene har i perioden, sett under eitt, hatt omtrent same utvikling som dei tyske.

Auken i obligasjonsrentene på 0,2 prosentpoeng i mai må ein truleg sjå i samanheng med lønnsoppgjera og framlegginga av revidert nasjonalbudsjett. Rentedifferansen til tyske tiårs statsobligasjonar, som var 0,4 prosentpoeng ved inngangen til mai, auka til 0,5 prosentpoeng ved utgangen av månaden. Differansen mot ein konstruert teoretisk ECU-obligasjon gjekk i same periode opp frå -0,3 prosentpoeng til -0,1 prosentpoeng. Den 12. juni var den effektive renta på norske tiårs statsobligasjonar 7,0 prosent, mens tilsvarande rente på tyske statsobligasjonar og på den teoretiske ECU-obligasjonen var 6,5 og 7,1 prosent.

Omsetning

Aktiviteten i andrehandsmarknaden for obligasjonar held fram med å auke. Fram til utgangen av mai i år var omsetninga på Oslo Børs eksklusive repoar 525 milliardar kroner. I forhold til same periode året før er dette ein auke på 35 prosent. Dagsgjennomsnittet for omsetninga var i mai på 4,7 milliardar kroner, som er noko lågare enn gjennomsnittet for året under eitt hittil.

Det meste av omsetninga skjer i statsobligasjonar, med heile 82 prosent av totalomsetninga eksklusive repoar fram til utgangen av mai. Året før var det tilsvarande talet 72 prosent. Omsetning som er knytt til gjenkjøpsavtaler veks òg klart, og utgjorde heile 53 prosent av totalomsetninga.

Fram til utgangen av mai var omsetninga i den såkalla storlånsektoren 79,8 milliardar kroner eller 15,2 prosent av totalomsetninga eksklusive repoar. Storlånsektoren består av obligasjonslån som hovudsakleg blir emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

Frå januar til mars i år blei det emittert obligasjonar for brutto 20,9 milliardar kroner, mot 12,4 milliardar kroner i dei same månadene i fjor. Alle låntakarsektorar auka bruttoemisjonane, bortsett frå kredittføretak og finansieringsselskap. Kredittføretak og finansieringsselskap har redusert bruttoemisjonane markert dei seinare åra. Deira del av det samla bruttoemisjonsbeløpet er no berre 6,7 prosent, noko som ein mellom anna må sjå i samanheng med at fleire kredittføretak er blitt bankar eller er fusjonerte med bankar. Statsforvalt-

Tabell 4.1. *Obligasjonsmarknaden* [1] *Bruttoemisjonar av ihendehavarobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)*

	1994	1995	1995	1996
			jan - apr	
Statsforvaltninga	16,0	21,1	6,0	11,0
Statsbankar og statsføretak	3,4	7,5	2,6	4,2
Private bankar og forsikringsselsk.	16,6	9,7	2,4	6,4
Kredittføretak og finansieringsselskap	14,4	9,1	2,9	2,8
Private og kommunar	9,4	7,7	0,9	1,6
Utanlandske låntakarar	0,5	1,0	0,0	0,5
I alt	60,3	56,1	14,8	26,5

1) Tabell 16 i tabellvedlegget viser behaldning av obligasjonar i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank

ninga er den klart største emittenten, med ein del på 52,6 prosent.

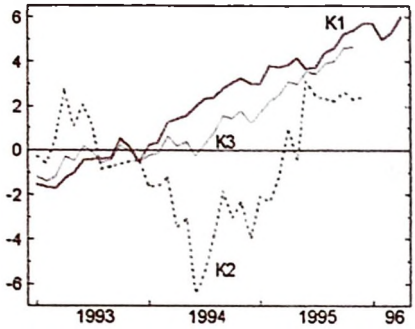
Statsobligasjonslånet S466, som har seks års gjenståande løpetid, blei utvida med 4,0 milliardar kroner i mars. Den effektive renta blei 6,27 prosent. Det står no ute 19 milliardar kroner i dette lånet. Statsobligasjonslånet S467, med elleve års gjenstående løpetid, blei i mai utvida med 4,0 milliardar kroner. Den effektive renta blei 7,08 prosent, og det står no ute 11 milliardar kroner i lånet. I dei tonegivande statsobligasjonslåna står det no ute i alt 100 milliardar kroner, fordelt på fem lån.

Eigarstruktur

Ved utgangen av mars 1996 stod forsikringsselskapa som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på 40,2 prosent av ein samla marknadsverdi på 328,5 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og sikringsfonda til bankane) hadde ein eigardel på 18,9 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga hadde 12,9 prosent.

Utlendingane har fått ein stadig mindre eigardel, og eig no berre 2,8 prosent. Verdipapirfonda har auka eigardelen sin til 4,3 prosent, mens eigardelen til hushalda på 2,6 prosent er omtrent uendra.

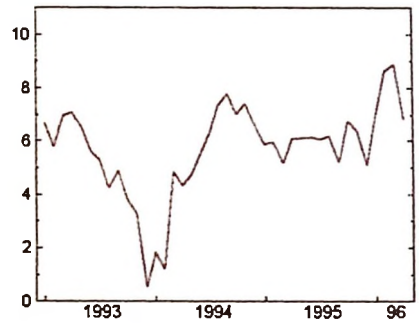
Figur 5.1 *Noregs Banks kredittindikatorar. Auke i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. Prosentvis vekst siste 12 månader*



K1 = Kreditt frå innanlandske kjelder
K2 = Kreditt frå utanlandske kjelder
K3 = Samla kreditt

Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

5 Publikums fordringar og gjeld

Kredittindikatorane

Kredittindikatoren K1, som viser utviklinga i delar av publikum (private og kommunar) si innanlandske bruttogjeld, auka med 6,0 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av april 1996. Tolvmånadersveksten (faktiske tal) for innanlandsk kreditt var vel 51 milliardar kroner. Kredittveksten har dermed auka ytterlegare, etter å ha lege omkring 5–5½ prosent i nokre månader. Den underliggjande veksten, det vil seie veksten i gjennomsnittleg utestående kreditt siste tremånadersperiode i forhold til føregåande tremånadersperiode, var 4,8 prosent ved utgangen av april. Dette er noko lågare enn gjennomsnittet for 1995.

Tolvmånadersveksten i samla utlån frå dei private kredittinstitusjonane gjekk opp frå mars til april. Desse låna har verka til å auke den innanlandske kredittveksten i meir enn tre år. Dei private kredittinstitusjonane omfattar forretnings- og sparebankar, Postbanken og private finansieringsselskap og kredittføretak.

Publikum kan òg låne i valuta, anten i form av valutalån i norske bankar eller i form av direkte lån frå utlandet. Kredittindikatoren K2, som måler endringar i bruttogjelda som publikum har til utlandet (medrekna den innanlandske valutagjelda), auka med 4,9 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av desember i fjor. Dette utgjer om lag 12 milliardar kroner. Den innanlandske valutagjelda held fram med å falle, og står for ein stadig mindre del av publikum si samla valutagjeld. Ved utgangen av desember utgjorde den innanlandske valutagjelda til publikum vel 15 prosent av K2.

Summen av K1 og K2 utgjer samla kreditt, K3, som auka med nesten 60 milliardar kroner i tolvmånadersperioden fram til utgangen av desember. Dette er ein vekst på 5,5 prosent. Den samla kreditten, målt ved K3, utgjorde da 1144 milliardar kroner. Veksten i samla kreditt til publikum er dermed på om lag same nivå som veksten i innanlandsk kreditt.

Pengemengdeveksten

Publikums likviditet, M2, det vil seie behaldninga av setlar, mynt og bankinnskott, auka med 6,8 prosent (omtrent 41 milliardar kroner) i tolvmånadersperioden fram til utgangen av april. Dei fire første månadene i år har såleis pengemengdeveksten auka i høve til nivået gjennom store delar av fjoråret, på omkring 6 prosent. Den underliggjande veksten avtok gjennom andre halvår av 1995 og fram til februar i år. Dei to siste månadene har den underliggjande veksten auka igjen, til 11,0 prosent i april.

Tilførsla av likviditet gjennom inntektsunderskottet til sentralstyresmaktene var markert mindre i 1995 enn i 1994.

Tabell 5.1 *Endringar i publikum (private og kommunar) sine finansielle fordringar og gjeld. Milliardar kroner* [1]

	92	93	94	95
1. Auke i fordringar	**76**	**118**	**47**	**90**
1.1 Innanlandske bankinnskott	34	–12	20	15
1.2 Andre innanlandske fordringar	68	71	13	46
1.3 Fordringar på utlandet	–6	–6	6	5
1.4 Omvurdering av fordringspostar	–20	65	8	24
2. Auke i gjeld	**60**	**146**	**29**	**104**
2.1 Lånegjeld til innanlandske finansinstitusjonar	49	–16	15	42
2.2 Anna innanlandsk gjeld	5	57	18	34
2.3 Gjeld til utlandet	17	8	1	13
2.4 Omvurdering av aksjegjeld	–18	67	15	27
2.5 Omvurdering av andre gjeldspostar	7	30	–20	–12
3. Netto fordringsauke	**16**	**–29**	**18**	**–14**
3.1 Bidrag frå transaksjonar	26	3	6	–23
3.2 Bidrag fra kursgevinst og andre omvurderingar	–10	–32	12	9
Memo:				
Netto fordringsauke utanom omvurdering av aksjegjeld	**–2**	**38**	**33**	**13**

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

Kjelde: Noregs Bank

Dei to første månadene i år var derimot tilførsla via denne kanalen noko større enn i same periode i fjor. Utlånsverksemda til bankane var den dominerande kjelda til pengemengdeveksten i 1995. Så langt i år har likviditetstilførsla frå utlånsverksemd vore markert større enn i dei to første månadene i fjor. Ei tredje kjelde til endringar i pengemengda, netto valutasal frå publikum til bankane, har gitt inndraging av likviditet. Dei to første månadene i år har publikum netto kjøpt valuta frå bankane for om lag same beløp som dei to første månadene i fjor.

Endringar i publikums finansielle fordringar og gjeld

Førebelse utrekningar av utviklinga i finansielle krav og gjeld som publikum har, viser at både fordrings- og gjeldsoppbygginga var større i 1995 enn i 1994 (tabell 5.1). Noko av denne forskjellen heng saman med auka kursvinstar på verdipapir i 1995.

Bruttofordringsauken var på 90 milliardar kroner i 1995. Dersom det blir korrigert for kursvinstar og andre omvurderingar, auka bruttofordringane med vel 65 milliardar kroner, mot ein auke på 40 milliardar i 1994.

Men bruttogjelda auka enda sterkare. Korrigert for kursvinstar og andre omvurderinger, auka bruttogjelda med omtrent 90 milliardar kroner i 1995. I 1994 auka bruttogjelda med knapt 35 milliardar kroner.

Nettofordringsveksten var såleis markert lågare i 1995 enn i 1994. Netto kursvinstar var omtrent like store begge åra, mens nettofinansinvesteringane fall frå 6 til -23 milliardar kroner (jf. linje 3.1 i tabell 5.1).

Desse tala stadfester for ein stor del utviklinga i dei monetære indikatorane – K1, K2 og M2. Den innanlandske lånegjelda til publikum voks sterkare i fjor enn året før, samtidig som vi i fjor òg så ein vekst i utanlandsk lånegjeld. Veksten i dei likvide fordringane til publikum (M2) var noko lågare i 1995 enn i 1994. I fjor var det likevel ein sterkare vekst i publikum sine langsiktige plasseringar, medrekna verdipapir og forsikringskrav.

Hushalda sine netto finansinvesteringar auka markert frå tredje til fjerde kvartal i fjor. Sesongjusterte netto finansinvesteringar gjekk opp med 9,0 milliardar kroner til 8,0 milliardar kroner, etter førebelse tal. For heile 1995 var det likevel ein reduksjon i finansinvesteringane samanlikna med 1994. Førebelse tal tyder på at netto finansinvesteringane (ujusterte tal) fall frå omtrent 21 milliardar kroner i 1994 til 14 milliardar kroner i fjor. Netto finansinvesteringar utgjorde dermed 2,8 prosent av anslått disponibel inntekt dei siste fire kvartala til og med utgangen av 1995, mot 4,5 prosent i 1994.

Nettofordringane til hushalda auka etter dette med nær 30 milliardar kroner i 1995, til vel 177 milliardar kroner ved utgangen av året. Dette tilsvarer vel 36 prosent av disponibel inntekt.

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

	1995	1996[2]
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	3	–22,1
1. Spot	3	–27,1
2. Termin	0	5,0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-10	–5,9
1. Spot [3]	-13	1,5
2. Termin [3]	3	–7,4
C. Norske sektorar,		–14,7
utanom bankane	11	–15,4
1. Spot [3]	21	–6,6
2. Termin [3]	-14	
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	4	7,3
D. Anna	1	–1,5
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	**143,7**[4]	**165,1**[5]

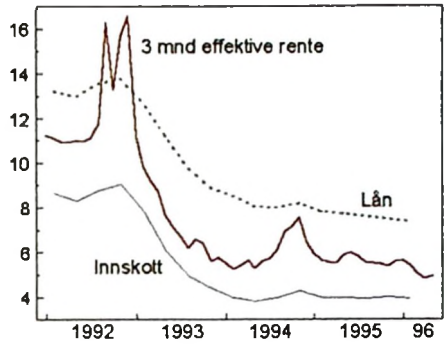
1) For nærmare detaljar se tabell 49 i tabelldelen bak i heftet.
2) Veke 1-21 1996.
3) Positive tal inneber valutasal frå bankane. Negative tal inneber at bankane har kjøpt valuta.
4) Utgangen av året.
5) Utgangen av mai

Kjelde: Noregs Bank

Kapitalrørsler og valutareservane

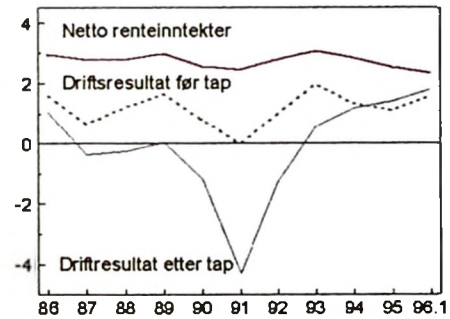
Hittil i år (veke 21) har Noregs Bank kjøpt valuta netto for i overkant av 22 milliardar kroner frå bankane, jf. tabell 5.2. Tabellen viser faktorane bak endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1995 og hittil i 1996. Motstykket til bankane sine sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for omtrent 22 milliardar kroner frå norske aktørar og for knapt 6 milliardar kroner frå utanlandske aktørar. Vidare auka valutaskyldnadene som bankane har til norske kundar med vel 7 milliardar kroner. Dei internasjonale reservane var på 165,1 milliardar kroner ved utgangen av mai i år, mot 143,7 milliardar kroner ved utgangen av 1995.

Figur 6.1 *Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente*



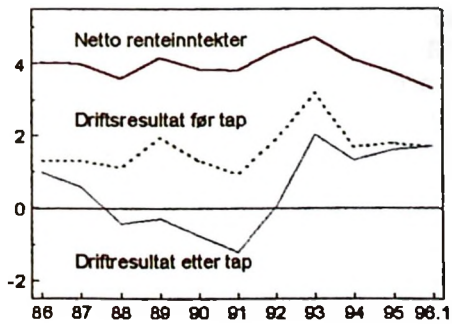
Kjelde: Noregs Bank

Figur 6.2 *Hovudtal for resultata til forretningsbankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital*



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

6 Utviklinga i finansinstitusjonane

6.1 Bankane

Renteutviklinga

Utlånsrentene på banklån der låntakarane oppfyller betalingspliktene sine, fall i løpet av dei tre første månadene med 0,13 prosentpoeng til 7,5 prosent. Med unntak av andre kvartal 1990 og fjerde kvartal 1994 har utlånsrentene dermed falle samanhengande sidan første kvartal 1988. Innskottsrentene fall med 0,08 prosentpoeng til 3,9 prosent frå fjerde kvartal 1995 til første kvartal 1996. Innskottsrentene har i likskap med utlånsrentene vist ein fallande tendens sidan tidleg i 1988. Rentemarginen blei redusert med 0,1 prosentpoeng frå årsskiftet, til 3,5 prosentpoeng ved utgangen av første kvartal. Marginen har falle kontinuerleg sidan utgangen av 1988.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Driftsresultata for forretningsbankane i første kvartal blei betre enn for same kvartal i fjor. Tala til sparebankane var noko svakare. Den gunstige utviklinga i norsk økonomi påverka resultata til bankane[2] gjennom låge tap: Dei konstaterte tapa var låge, det blei inngang på tidlegare konstaterte tap, og det blei gjort ei viss tilbakeføring av tapsavsetningar. Netto renteinntekter blei reduserte i begge bankgruppene, målt i forhold til gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK). Dette gjeld også «andre driftskostnader», men reduksjonen der var mindre enn i rentenettoen. Det var ingen markante endringar i kapitaldekninga til bankane.

Etter dei tre første månadene i år hadde forretningsbankane eit driftsresultat etter tap på nesten 1,9 milliardar kroner, ei forbetring på om lag 450 millionar kroner i forhold til same periode i fjor. I prosent av GFK er dette ein auke på 0,28 prosentpoeng til 1,81 prosent. Den viktigaste enkeltfaktoren bak dette resultatet er at Kredittkassen har bokført ein vinst på langsiktige verdipapir. Driftsresultatet etter tap for sparebankane var på 1,0 milliard kroner eller 1,68 prosent av GFK, som er ein nedgang på 0,08 prosentpoeng i forhold til første kvartal 1995.

Frå første kvartal i fjor til første kvartal i år fall rentenettoen i forretningsbankane med 0,19 prosentpoeng til 2,35 prosent av GFK. I sparebankane fall rentenettoen med 0,47 prosentpoeng til 3,30 prosent av GFK. Begge bankgruppene ser

[2] Tala som blir oppgitt, er for morbankar og består av alle forretningsbankar unnateke Postbanken. Dei utanlandske filialane er inkluderte. For sparebankane omfattar tala dei 30 største.

såleis ut til å bli meir avhengige av inntening frå annan aktivitet enn tradisjonell utlåns- og innskottsverksemd.

Gjennomsnittleg forvaltningskapital i forretningsbankane auka i løpet av dei siste tolv månadene fram til utgangen av mars med 11,1 prosent, til 419,6 milliardar kroner. Kapitaldekninga på 11,4 prosent er omtrent den same som eitt år tidlegare, trass i at uspesifiserte tapsavsetningar frå årsskiftet ikkje lenger gjeld som ansvarleg kapital. Kjernekapitalen auka klart i den same perioden, og forretningsbankane som gruppe er no nær ved å tilfredsstille kapitaldekningskrava ved kjernekapitalen aleine.

Også i sparebankane auka GFK frå første kvartal 1995 til første kvartal 1996, med 8,1 prosent til 237,5 milliardar kroner. Kapitaldekninga var ved utgangen av første kvartal på 13,7 prosent, som er ein nedgang på 0,7 prosentpoeng i løpet av tolvmånadersperioden. Hovudforklaringane på dette er auka berekningsgrunnlag og at dei uspesifiserte tapsavsetningane fall bort som ansvarleg kapital.

6.2 Andre finansinstitusjonar

Renteutviklinga

Utlånsrentene i kredittføretaka fall i løpet av dei tre første månadene i år med 0,2 prosentpoeng til 7,3 prosent. Desse rentene har dermed, med unntak for andre halvår 1992 og tredje kvartal 1994, falle kontinuerleg sidan utgangen av 1988. Utlånsrentene i livselskapa, som òg har vist ein fallande tendens sidan utgangen av 1988, fall med 0,14 prosentpoeng til 6,3 prosent frå fjerde kvartal 1995 til første kvartal 1996.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Driftsresultata til kredittføretaka for første kvartal i år er svakare enn dei som blei lagt fram på same tid i fjor. Kapital- og kjernekapitaldekninga er likevel omtrent uendra. Driftsresultata til finansieringsselskapa er markert betre enn for same kvartal for eitt år sidan. Dette skuldast for ein stor del omstrukturering i eitt av selskapa.

I kredittføretaka fall driftsresultatet etter tap frå 1,01 prosent til 0,65 prosent av GFK. Den viktigaste forklaringa på dette er eit fall i rentenettoen på 0,20 prosentpoeng til 0,90 prosent av GFK. Reduksjonen i rentenettoen kom trass i ein klar nedgang i netto nullstilte lån. Ein auke i «andre driftskostnader» og lågare «andre driftsinntekter» gjorde òg sitt til svekkinga av driftsresultatet. GFK for gruppa steig med 3,3 prosent til 105,5 milliardar kroner. Kapitaldekninga ved utgangen av første kvartal i år var på 18,4 prosent, 0,3 prosentpoeng høgare enn til same tidspunkt i fjor.

Finansieringsselskapa hadde ved utgangen av første kvartal eit driftsresultat etter tap på 3,72 prosent av GFK, ein

auke på 1,14 prosentpoeng jamført med første kvartal i fjor. Mens rentenettoen blei redusert med 1,56 prosentpoeng til 4,24 prosent av GFK, var det særleg posten «nedskrivningar og vinst/tap på anleggsmiddel» og ein kraftig nedgang i driftsutgifter som gjorde at det blei resultatforbetring. Dei store endringane i postane til finansieringsselskapa reflekterer omdanninga av Elcon Finans. I januar i år blei selskapet sin leasingportefølje overført til Gjensidige Bank Finans, som er eit finansieringsselskap, mens resten av porteføljen blei overført til Gjensidige Bank. Utan denne omdanninga ville endringane i resultatpostane vore forholdsvis små.

GFK for finansieringsselskapa auka i tolvmånadersperioden fram til første kvartal i år med 1,0 prosent til 24,5 milliardar kroner. Kapitaldekninga var 16,2 prosent, ein auke på 2,2 prosentpoeng i forhold til første kvartal i fjor.

Lånekostnader i Noreg og i enkelte andre land

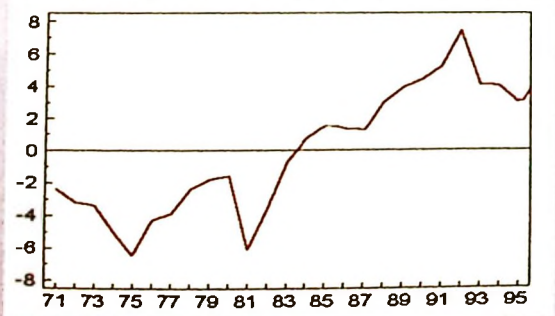
Noregs Bank oppdaterer kvart år i kvartalsrapport nummer to utrekningar av realrenter etter skatt i Noreg og i enkelte andre land. Oversikten omfattar Noreg, Sverige, Danmark, Tyskland, Storbritannia, USA og Japan.

Realrenteutrekningane gir eit bilete av hushalda sine lånekostnader når det blir teke omsyn til at prisstigning reduserer realverdien av gjeld, og at gjeldsrenter kan trekkjast frå i skattbar inntekt. Vi har basert oss på tal for gjennomsnittleg rente på utestående lån der låntakarane oppfyller betalingspliktene sine, og på faktisk (ikkje forventa) inflasjon.

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

Den seinare utviklinga må ein sjå på som ei normalisering av lånekostnadene i den norske kredittmarknaden. Lågare inflasjon og ein reduksjon til 28 prosent i verdien av skattefrådraget for gjeldsrenter for alle inntektsgrupper førte til at realrenta steig til omtrent 3,5 prosent mot slutten av 80-talet. Dei svært høge rentene ved inngangen til 1993 kan forklarast med valutauroa hausten 1992. Etter rentefallet i 1993 var realrenta etter skatt 4,0 prosent i 1994 og 3,0 prosent i 1995. Fallet i realrenta frå 1994 til 1995 skuldast både lågare nominelle renter og ei litt høgare prisstigning. Auken i realrenta på vel 1 prosentpoeng i første kvartal i år skjedde trass i eit ytterlegare fall i nominelle renter, og skuldast ein markert nedgang i tolvmånadersveksten i prisane. Prisnedgangen reflekterer at verknaden av auken i meirverdiavgifta frå 1. januar 1995 fall bort, og lågare bilavgifter frå 1. januar 1996. Utrekningane undervurderer derfor i ein viss forstand realrenta i 1995 og gir ein for stor auke i 1996.

Figur 1. Realrente etter skatt i Noreg 1971-1996.1. Prosent p.a.



Figuren viser reelle lånekostnader for norske hushald basert på nedbetalingslån med løpetid meir enn eitt år i private bankar.

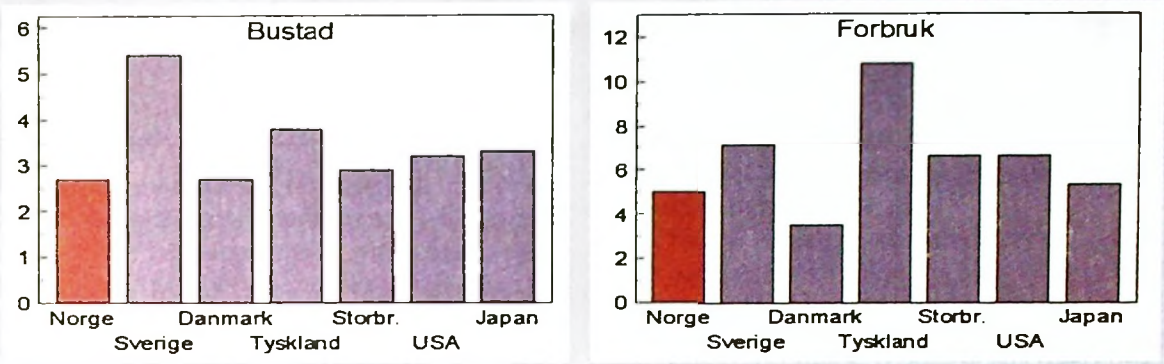
Kjelde: Noregs Bank

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

Den gjennomsnittlege realrenta etter skatt for bustadlån var i 1995 2,7 prosent i Noreg, 1,4 prosentpoeng lågare enn i 1994 og om lag 2,5 prosentpoeng lågare enn i 1993 (jf. likevel kommentaren om inflasjonskomponenten ovanfor). Forklaringa på nedgangen er høgare inflasjon, målt ved tolvmånadersveksten i konsumprisane, og lågare pengemarknadsrenter, som på grunn av kort rentebindingstid for bustadlån raskt slår ut i bustadlånsrenta i Noreg.[3] I 1994 var bustadlånskostnadene i Noreg høgare enn i dei landa vi samanliknar med. Vi ser av figuren at Noreg no ligg lågast saman med Danmark, mens Sverige har passert Tyskland som landet med dei høgaste kostnadene (5,4 prosent).

[3] Jf. R. Alstadheim og R. Madsen (1994): «En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld», Penger og Kreditt 1994/3, 185–199.

Figur 2. Realrente etter skatt etter føremål og land. Gjennomsnitt 1995. Prosent p.a.



Norske hushald stod i 1995 overfor ei realrente etter skatt ved bustadkjøp og forbrukslån som var lågare enn gjennomsnittet i dei andre landa det er henta inn informasjon for.

Kjelde: Noregs Bank

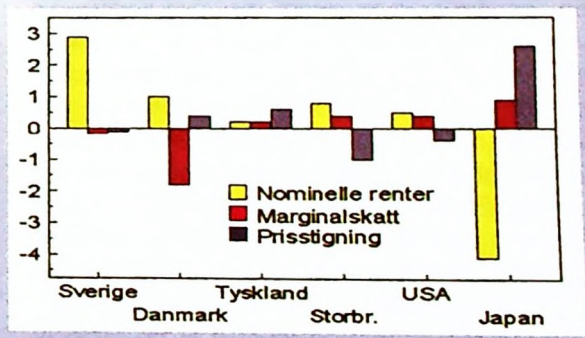
Det er grunn til å minne om at dei endelege lånekostnadene òg er avhengige av eventuelle kapitalvinstar og den skattemessige behandlinga av bustadformue i forhold til finansielle plasseringar. Såleis er det eit ytterlegare moment at bustadformue i Noreg er skattemessig tilgodesett i forhold til finansformue.[4]

I figur 3 blir differansen i reelle lånekostnader mellom Noreg og dei andre landa dekomponert i effektane frå nominelle renter, frådragsrett for gjeldsrenter og prisstigning. Vi ser at med unntak for Danmark og Japan spelar forskjellig skattemessig behandling av bustadlånsrenter lita rolle. Dette reflekterer at det har funne stad ei harmonisering av skattereglane. Ein frådragsrett på 48 prosent i Danmark (som rett nok gradvis blir redusert), gir ein reduksjon i realrenta på 1,8 prosentpoeng i forhold til ein situasjon med «norsk» sats på 28 prosent. I Japan blir det derimot ikkje gitt noko frådrag, og dette fører isolert til å gjere dei reelle bustadlånskostnadene i Japan 0,9 prosentpoeng høgare enn i Noreg.

Høge nominelle renter i Sverige fører isolert sett til at realrenta ved bustadlån er 2,9 prosentpoeng høgare enn i Noreg. For Japan, som er det landet som har det lågaste nominelle rentenivået i gruppa, er effekten ein reduksjon på 4,1 prosentpoeng relativt til Noreg. Av figuren ser vi endeleg at høgare prisstigning isolert sett medverkar til lågare realrente i Storbritannia og USA. I Japan derimot, der det var deflasjon i 1995, verkar priskomponenten isolert sett til 2,6 prosentpoeng høgare realrente.

Med dei reservasjonane som blei nemnde ovanfor, er realrenta etter skatt for forbrukslån i Noreg (på 4,3 prosent) lågare enn gjennomsnittet i dei landa vi samanliknar med. Saman med Sverige og Danmark er Noreg aleine om å gi frådrag for renter til forbrukslån. Tyskland har den høgaste realrenta på forbrukslån, med heile 10,8 prosent.

Figur 3. Bidrag til forskjell mellom realrente etter skatt for bustadlån i Noreg og enkelte andre land. Prosentpoeng



Figuren dekomponerer bidraget til forskjellen mellom realrenta ved bustadlån i Noreg og dei andre landa. For eksempel ser vi at lågare inflasjon (deflasjon) i Japan og ingen frådragsrett for gjeldsrenter isolert sett gir ein auke i realrenta med respektive nesten 3 og 1 prosentpoeng, mens lågare nominelle renter isolert sett fører til å redusere lånekostnadene med vel 4 prosentpoeng. Den samla effekten på vel 1/2 prosentpoeng viser kor mye høgare lånekostnadene er i Sverige enn i Noreg.

Kjelde: Noregs Bank

[4] Jf. S.A. Berg (1992): «Kapitalkostnader i Norge 1980-92», Penger og Kreditt 1992/1, 39–42.

MÅL FOR PENGEPOLITIKKEN

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik i Norske Finansanalytikeres Forening 12. juni 1996

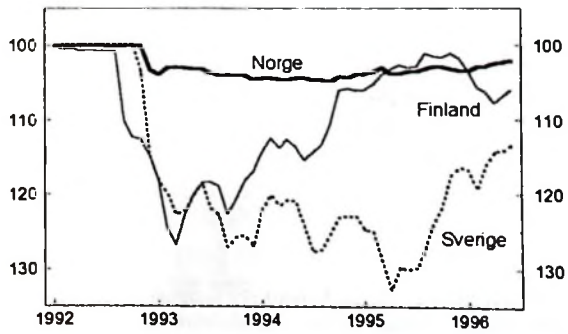
Innledning

Jeg har i den senere tid registrert en viss debatt om pengepolitikken i norsk presse. Eksempelvis leser jeg i Aftenposten 3. juni - under overskriften «uklar politikk fra Norges Bank» - at «myndighetene snart vil bli tvunget til å velge ett enhetlig pengepolitisk styringsmål, og at valutaforskriften bør revideres.» Det vises i artikkelen blant annet til at kronen har appresiert en del siden årsskiftet.

Jeg vil benytte denne anledningen til å gå gjennom det formelle grunnlaget for det pengepolitiske regimet vi har i dag, hvilke forutsetninger det hviler på, hvordan dette henger sammen med den løpende utøvelsen av pengepolitikken, og hvordan pengepolitikken inngår i den samlede økonomiske politikken. Jeg håper at jeg med dette kan bidra til å rydde opp i eventuelle uklarheter som måtte ha oppstått omkring pengepolitikken i Norge.

La meg først understreke at jeg ikke kjenner meg helt igjen i enkelte av de beskrivelser som gis over utviklingen i kronekursen. Som figur 1 viser, kan vi vanskelig beskrive utviklingen i kronekursen siden kronen begynte å flyte i desember 1992, som annet enn stabil. Jeg kan heller ikke se at kursbevegelsene de siste årene gir opphav til uklarhet omkring det regimet vi har i pengepolitikken. Tvert om indikerer denne utviklingen etter mitt syn at markedsaktørene har hatt tillit til den politikken som har vært ført, samtidig som det gjenspeiler de gode fundamentale forholdene i norsk økonomi, med blant annet lav prisstigning, solide statsfinanser og sterk utenriksøkonomi.

Figur 1. Valutakurser mot ECU. Januar 1992=100



I Norge er valget av valutaregime underlagt det politiske beslutningssystem. Norges Banks oppgaver er utøvende og rådgivende. Det regimet som er valgt - etter råd fra Norges Bank - innebærer en rollefordeling mellom finanspolitikken og pengepolitikken. Rollefordelingen er blant annet beskrevet i Nasjonalbudsjettet for 1996: «når pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi, betyr det samtidig at et viktig ansvar for aktivitetsregulering av økonomien og for å forhindre tiltakende prisstigning tilligger finanspolitikken». Innretningen av finanspolitikken er dermed også avgjørende for hvorvidt det pengepolitiske regime vi har i Norge, skal virke etter hensikten.

Denne rollefordelingen må være utgangspunktet for å vurdere innretningen av pengepolitikken i Norge. De uttalelser jeg selv og Norges Bank avgir om finanspolitikken, må ses på denne bakgrunnen.

Pengepolitikkens rolle

En erfaring vi selv, sammen med mange andre små land, fikk i løpet av 1970- og 80-årene, var at en aktiv bruk av pengepolitikken i stabiliseringsøyemed som regel endte med for mye press i økonomien, økt prisstigning og gjentatte devalueringer. Disse erfaringene ledet oss til å gå bort fra denne politikken i 1986. Enkelte store land, som USA og Japan, har på den annen side brukt pengepolitikken aktivt, særlig på 1990-tallet, til å stabilisere aktivitetsnivået, uten at dette ser ut til å ha svekket mulighetene til å holde en stabil og lav prisstigning. En slik linje er imidlertid avhengig av grunnleggende tillit til at den samlede innretningen av den økonomiske politikken er forsvarlig på lengre sikt.

Problemet med en skjønnsmessig utøvelse av pengepolitikken er at det kan oppstå konflikt mellom kortsiktige og langsiktige hensyn. Uten et klart og uttalt ankerfeste for pengepolitikken, kan resultatet lett bli høy inflasjon. Oppstår det

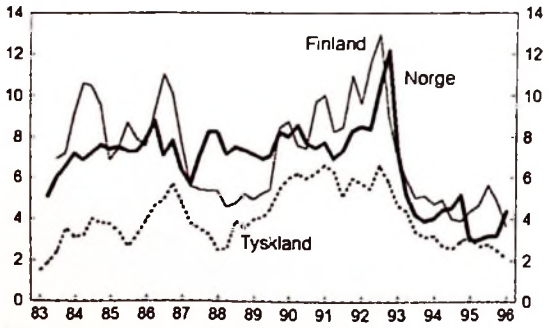
tvil om hvorvidt politikken er forenlig med lav prisstigning også på lengre sikt, vil dette bli gjenspeilet i inflasjonsforventningene og ganske snart også i markedsrentene.

Dette kan forklare hvorfor så mange land har valgt bort muligheten til en fleksibel bruk av pengepolitikken til stabiliseringsformål. I stedet innretter de pengepolitikken mot avledede styringsmål, som er konsistente med lav inflasjon på lang sikt. Begrunnelsen er at dette er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til produksjon og sysselsetting på lengre sikt.

For mange små land med forholdsvis stor utenrikshandel har fast valutakurs vært et naturlig valg av styringsmål. Når valutakursen knyttes til land som historisk sett har hatt lav inflasjon, er det samtidig etablert en akseptabel norm for den innenlandske prisstigningen over tid. Et vellykket fastkurssystem sikrer stabile nominelle og reelle valutakurser overfor handelspartnerne, og skaper stabile og forutsigbare rammebetingelser for den konkurranseutsatte del av næringslivet, for lønnsdannelsen og for utformingen av finanspolitikken.

Men også under et fastkursregime kan myndighetene bli fristet til systematisk å føre en ekspansiv pengepolitikk, ved at den «faste» kursen stadig justeres. Etter gjentatte devalueringer vil tilliten til valutakursmålet svekkes og rentene øke. Våre egne erfaringer etter et ti-år med relativt hyppige devalueringer fram til 1986, er en god illustrasjon på virkningene av en slik politikk. Tilsvarende erfaringer ble gjort i våre nordiske naboland. De jevnlige devalueringene gav en økning i inflasjonen som om lag tilsvarte den gjennomsnittlige årlige devalueringen.

Figur 2. Realrenter. Tremånedersrenter korrigert for konsumprisvekst



Den nominelle renten økte imidlertid mer enn inflasjonen. I perioden 1979-1990 gav investeringer i danske, finske og norske valutaer i euromarkedet en årlig meravkastning på 2 prosentpoeng, sammenliknet med en kurv av utenlandske valutaer[1]. Denne meravkastningen kan oppfattes som en premie for den usikkerheten som var knyttet til investeringer i de nordiske valutaene. Den sviktende tilliten til pengepolitikken måtte landene dermed betale for gjennom en høy realrente (fig. 2).

En konsekvent fastkurspolitikk vil fungere som et «nominelt anker», og hindre at prisstigningen tar av. Men penge- og valutapolitikken kan ikke alene ta ansvaret for å holde pris- og kostnadsveksten under kontroll. Siden rentenivået i et fastkursregime må forbeholdes valutakursstyringen, må finanspolitikken sørge for å stabilisere etterspørselen for å unngå presstendenser og overoppheting av økonomien og for å motvirke sterke nedgangskonjunkturer. Partene i arbeidslivet må på sin side ta et ansvar for å holde lønnsveksten på et forsvarlig nivå.

Da fastkursregimene i de nordiske land og i ERM-landene brøt sammen i løpet av noen måneder i 1992-93, var en av forklaringene - i alle fall for noen av landene - at de ikke hadde maktet å holde like lav pris- og lønnsvekst som Tyskland. Over noen år hadde dette svekket deres konkurranseevne. De disiplinerende mekanismer hadde ikke fungert, og det hadde undergravet tilliten til fastkurspolitikken. I tillegg var landene utsatt for ulike former for økonomiske sjokk som tilsa justeringer i valutakursene, blant annet som følge av den tyske samlingen. Å gjenopprette tilliten til fastkurspolitikken ville dermed også være en lang og kostbar prosess.

Sverige, Finland og Storbritannia valgte å styre pengepolitikken direkte mot et spesifisert mål for prisstigningen på mellomlang sikt. Dette styringssystemet, som allerede var i bruk i Canada og New Zealand, innebærer at myndighetene tallfester et mål for prisstabilitet som skal oppfylles på mellomlang sikt. Alle de fem landene som styrer etter et direkte inflasjonsmål, hadde i lang tid hatt problemer med å holde pris- og kostnadsveksten under kontroll, og

1 Basert på en studie av de nordiske valutaer av Steinar Holden og Birger Vikøren, referert i Sosialøkonomen nr.2/93.

hovedutfordringen da det nye regimet ble innført, var å få brakt inflasjonen ned. Det var derfor avgjørende å få tatt knekken på inflasjonsforventningene. Gjennom å fastsette en norm for hva som ville bli tillatt av prisstigning, signaliserer myndighetene at pengepolitikken skal innrettes mot prisstabilitet. Hensikten var å eliminere usikkerheten om politikkens langsiktige forankring, for på den måten å minimere risikopremiene i rentedannelsen og øke effektiviteten i pengepolitikken.

Et annet felles trekk ved disse landene var også at de, ut fra situasjonen i statsfinansene, var avskåret fra å utnytte finanspolitikken til stabiliseringsformål. Det var derfor naturlig å føre mest mulig av denne oppgaven over på pengepolitikken, slik at finanspolitikken kunne fokuseres på å gjenopprette den langsiktige balansen i statsfinansene.

Inflasjonsmålet innebærer at det etableres en norm for hva *resultatet* av politikken skal bli. Men *utøvelsen* av politikken må skje uten at myndighetene kan følge en på forhånd opptrukket regel, i motsetning til hva en kan ved et valutakursmål. Den løpende utøvelsen av pengepolitikken må dermed, i hvert fall som en hovedregel, utformes skjønnsmessig på basis av indikatorer for inflasjonspresset i økonomien.

Et problem som melder seg med en slik utøvelse av pengepolitikken, er at virkningene på den økonomiske aktiviteten og prisnivået vil avhenge sterkt av konjunktursituasjonen. Dessuten virker pengepolitikken gjennom lange og varierende tidsetterslep. Det er dermed ikke lett å gjennomskue om utøvelsen av pengepolitikken er i samsvar med målet for politikken - i dette tilfellet inflasjonsmålet - på samme måte som ved et valutakursmål. Det tilsier at det kan ta tid å opparbeide tillit til et inflasjonsmål. For å øke troverdigheten, har myndighetene i disse landene lagt opp til stor åpenhet omkring pengepolitiske beslutninger. De offentliggjør inflasjonsprognoser og forsøker også på jevnlig basis å formidle hvilke forhold de til enhver tid legger vekt på i utformingen av den økonomiske politikken.

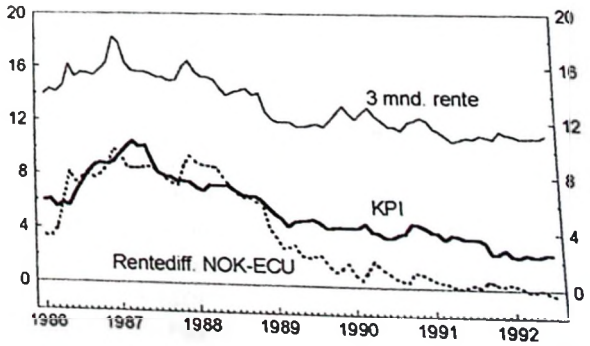
Mål for norsk pengepolitikk

For vårt eget land var omstendighetene i desember 1992 en litt annen. Etter at devalueringslinjen ble forlatt i 1986, var det gradvis blitt bygget opp en bred forståelse for hvilke føringer fastkurstilknytningen legger på budsjettpolitikken og lønnsdannelsen. Videre var norsk økonomi i en langt bedre forfatning enn for eksempel Sverige og Finland, som slet med svake statsfinanser og store løpende underskudd i utenriksøkonomien og på offentlige budsjetter. Dette hadde skapt gradvis økende tillit til norske kroner. Som vi ser av figur 3, var rentedifferansen overfor utlandet blitt kraftig redusert, og inflasjonen hadde sunket fra 10 prosent i 1987 til i overkant av 2 prosent i 1992. Presset mot kronen høsten 1992 skyldtes i hovedsak at uroen i de internasjonale valutamarkeder - særlig de nordiske - smittet over i det norske markedet. Dette ble også bekreftet gjennom den stabile utviklingen i kronekursen i tiden etter at kronen begynte å flyte.

I likhet med de andre landene, var det imidlertid heller ikke for Norge realistisk å vende tilbake til et formelt fastkursregime med snevre svingningsmarginer - selv om våre erfaringer med regimet hadde vært relativt gode etter 1986. På mange måter har nok dette systemet utspilt sin rolle i en verden med store kapitalbevegelser. Samtidig var det nødvendig - i likhet med de andre landene som ble tvunget til å la sin valuta flyte - å opprettholde en langsiktig forankring av pengepolitikken som tilsa fortsatt lav pris- og kostnadsvekst. Dette var viktig for å videreføre den tilliten til kronen som var opparbeidet, slik at vi kunne unngå en ny periode med risikopremier i rentenivået av den typen vi opplevde på slutten av 80-årene.

Å styre etter et mål for størrelsen på pengemengden - slik som i Tyskland, Sveits Italia og Hellas - ble ikke vurdert som en aktuell mulighet. Det skyldtes først og fremst at det er van-

Figur 3. Konsumprisindeks (KPI) og korte renter i Norge



skelig å påvise noen klar og systematisk sammenheng mellom lav inflasjon og etterspørselen etter penger i Norge. Dessuten er det problematisk for små, åpne økonomier å se bort fra valutakursutviklingen, slik et pengemengdemål forutsetter.

Valget sto i realiteten mellom to alternativer: enten å videreføre kursstabiliseringslinjen uten en formell fast kurs eller å innføre direkte inflasjonsstyring. Det var i denne sammenhengen særlig to hensyn som var sentrale.

For det første var det viktig å velge et styringssystem som i størst mulig grad ville bidra til en stabil økonomisk utvikling. Både kursstabilisering og direkte inflasjonsstyring innebærer at handlefriheten i pengepolitikken i noen grad er bundet opp. Ved direkte inflasjonsmål må pengepolitikken utformes ut fra hensynet til prisstigningen på 1-2 års sikt, mens det ved valutakursstyring er situasjonen i valutamarkedet som i hovedsak avgjør hvilken innretning pengepolitikken skal ha.

Overfor visse typer økonomiske forstyrrelser vil inflasjonsstyring virke mer stabiliserende på økonomien enn valutakursstyring. Er det et for høyt nivå på innenlandsk etterspørsel som gir opphav til inflasjonspress, for eksempel fordi den offentlige utgiftsveksten er kommet ut av kontroll, vil inflasjonsstyring gjennom økte renter og sterkere krone både bidra til prisstabilisering og til å stabilisere aktivitetsnivået. Gjennom pengepolitikken dempes privat etterspørsel. Ved valutakursstyring er det derimot på kort sikt bare mulig å dempe et eventuelt etterspørselspress gjennom en tilstramming i finanspolitikken. Lykkes ikke dette, vil markedsreaksjonene etter hvert gi de ønskede tilstrammingseffektene, men det er vanskelig å forutsi hvor raskt og sterkt en for ekspansiv finanspolitikk resulterer i høyere rente ut fra hensynet til valutakursstabiliseringen.

Et aktuelt eksempel på slike forstyrrelser er kraftige konjunktursvingninger drevet av innenlandsk etterspørsel, som fører til at vi kommer ut av fase med svingningene i internasjonale konjunkturer. Under et inflasjonsmål vil pengepolitikken bidra til å dempe konjunkturutslagene. Under et fastkurssystem kan pengepolitikken derimot bidra til å forsterke konjunktursyklene. Det skyldes at det nominelle rentenivået er bestemt fra utlandet, og dersom konjunkturoppgangen innenlands fører til økt inflasjon, vil realrenten faktisk kunne falle under en høykonjunktur. Tilsvarende kan vi oppleve økte realrenter under en innenlandsk generert lavkonjunktur. I et fastkursregime er det med andre ord en viss risiko for at pengepolitikken kan virke pro-syklisk.

Nå kan det hevdes at aktørene i penge- og valutamarkedene før eller senere vil reagere på at økonomien kommer i ubalanse. Også i et fastkurssystem er det derfor visse «selvregulerende» mekanismer, som over tid medfører at rentenivået øker i en høykonjunktur.

Problemet er imidlertid at markedsrentene har en tendens til å reagere først når ubalansene blir mulig å observere direkte, for eksempel i form av markert høyere prisstigning eller svekket utenriksøkonomi. I en viss forstand er det da allerede for sent å rette opp ubalansene, fordi det tar lang tid før pengepolitikken påvirker resten av økonomien, og fordi ubalansene vil fortsette å utvikle seg også etter at de finansielle markedene reagerer.

For å motvirke dette problemet, er det nødvendig at de *andre* elementene av den økonomiske politikken fungerer etter forutsetningene. Som jeg har nevnt, er det først og fremst finanspolitikken som har denne oppgaven i et system med stabil valutakurs.

Det kan også være situasjoner der prisimpulsene har sitt opphav i såkalte «tilbudssidesjokk», f.eks. i form av en stor reduksjon i bytteforholdet med utlandet, redusert produktivitet eller økte råvarepriser. En slavisk styring mot et inflasjonsmål vil - i en situasjon hvor dette leder til økt prisstigning - kreve en pengepolitisk tilstramming i form av høyere rente og sterkere kronekurs. Dette kan forsterke de negative virkningene av økte kostnader eller reduserte inntekter og således bidra til ytterligere nedgang i produksjon og sysselsetting. Hvis de sjokk økonomien utsettes for i hovedsak er tilbudssidesjokk, vil inflasjonsstyring således kunne virke destabiliserende.

I begge regimer vil det imidlertid i praksis være slik at styringsmålet fravikes dersom økonomien utsettes for store sjokk av denne typen. Flere land som styrer direkte etter et inflasjonsmål, har således regler som sier at sentralbanken kan se bort fra de direkte virkningene av denne typen sjokk. Også den norske kursforskriften innebærer at kursmålet kan fravikes. I sitt brev til Finansdepartementet 19. april 1994

skrev Norges Bank at «hvis økonomien rammes av alvorlige forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger, bør imidlertid det avledede valutakursmålet tilpasses det langsiktige målet for pengepolitikken».

Et annet viktig hensyn ved valget av styringssystem var troverdighet og tillit til politikken. I vårt tilfelle trakk dette hensynet i retning av å videreføre vår lange tradisjon for stabil kronekurs som styringsmål i pengepolitikken. Det representrerte kontinuitet og sikret at viktige aktører i økonomien ville forstå og akseptere den politikken som ble ført.

Vi hadde, som jeg tidligere var inne på, relativt gode erfaringer med fastkurslinjen. Det var alminnelig aksept for den rollefordelingen som kurspolitikken innebærer i forhold til finanspolitikken og lønnsfastsettingen. Det var bred forståelse av at lav pris- og kostnadsvekst, kombinert med stabil kronekurs, er avgjørende for at vi skal kunne nå det overordnede målet om full sysselsetting og bærekraftig vekst. Dette kom blant annet til uttrykk gjennom Sysselsettingsutvalgets innstilling, hvor hovedtanken var at konkurranseevnen og grunnlaget for sysselsettingen skulle styrkes gjennom lavere pris- og kostnadsvekst i Norge enn andre land. Det hadde dessuten vært betydelige kostnader forbundet med å få ned inflasjonen og knekke inflasjonsforventningene i kjølvannet av devalueringspolitikken opp til 1986. Det var derfor riktig å ta vare på det som var vunnet, gjennom å videreføre den linjen vi endelig hadde oppnådd tillit til.

Ny forskrift om den norske kronens kursordning og utfyllende retningslinjer for pengepolitikken ble fastsatt i forbindelse med fremleggelsen av Revidert nasjonalbudsjett 1994, etter råd fra Norges Bank. Ifølge kursforskriften, som er retningsgivende for Norges Banks gjennomføring av penge- og valutapolitikken, skal «Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992». Det er imidlertid ikke fastsatt særskilte svingningsmarginer, og det skal ikke brukes like sterke virkemidler som i et fastkursregime for å holde kronekursen stabil.

Valget av fortsatt kursstabilisering ble blant annet begrunnet med at pengepolitikken da vil bidra til lav pris- og kostnadsvekst på lang sikt.

Figur 4: **Målhierarkiet**

1. **Hovedmålene om sysselsetting og bærekraftig vekst**
2. **Forutsetningen om lav pris- og kostnadsvekst**
3. **Den operative retningslinjen om stabil valutakurs**

I retningslinjene understrekes det videre at «lav pris- og kostnadsvekst, på linje med eller lavere enn hos våre konkurrentland, er nødvendig for å sikre et varig grunnlag for full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst».

Med dette var det etablert et målhierarki for pengepolitikken; med høy sysselsetting og økonomisk vekst som overordnet mål; og hvor pengepolitikkens bidrag først og fremst skal være å sikre lav pris- og kostnadsvekst på lang sikt. Dette skal oppnås ved å holde kronekursen stabil. Samtidig har Norges Bank fått et klarere mandat og er tildelt ansvar for to viktige oppgaver: For det første er Norges Banks utøvende rolle knyttet til at kronekursen holdes stabil. Dette er retningsgivende for våre operasjoner i markedene. For det andre har Norges Bank en rådgivende rolle overfor regjeringen. Vi har et ansvar for å vurdere om alle elementene i den økonomiske politikken samlet er utformet slik at en stabil kurs og lav pris- og kostnadsvekst kan opprettholdes over tid. I tråd med dette har vi lagt økt vekt på å analysere forhold som påvirker prisstigningen.

Utfordringene fremover

Dagens pengepolitiske regime bygger altså på tre grunnleggende forutsetninger som må være oppfylt dersom vi skal nå de overordnede målene for den økonomiske politikken:

- Penge- og valutapolitikken skal bidra til lav pris- og kostnadsvekst og en stabil økonomisk utvikling gjennom en stabil kronekurs mot europeiske valutaer.
- Når pengepolitikken er bundet til det operative målet om en stabil kronekurs, må finanspolitikken bære hovedansvaret for å sikre en

stabil økonomisk utvikling. Det innebærer at når det er høy vekst i økonomien, må budsjettet innrettes både slik at det reduserer presstendensene i økonomien, og slik at det sikrer en forsvarlig langsiktig balanse i statsfinansene. Herunder er det nødvendig at staten av hensyn til de fremtidige pensjonsutgiftene helst bør sette til side hele økningen i oljeinntektene de nærmeste årene.

- Partene i arbeidslivet skal bidra til grunnlaget for sysselsettingen gjennom «solidaritetslinjen» i lønnsoppgjørene, slik at konkurranseevnen for næringslivet styrkes og befestes i løpet av 1990-årene.

Resultatene har hittil vært gode. Sysselsettingen har vokst kraftig, og prisstigningen er lav. Takket være oljeinntektene, er det også overskudd i statsfinansene og i utenriksøkonomien. Til tross for tre år med kraftig konjunkturoppgang og sterk utvikling i produksjon og sysselsetting, har vi i dag en prisstigning på 1 prosent, som er vesentlig lavere enn hos våre handelspartnere. En forutsetning for denne utviklingen har vært en stram finanspolitikk i årene med høykonjunktur.

Våre tidligere erfaringer med sterke vekstperioder hvor etterspørselen øker raskere enn produksjonskapasiteten, er at pris- og kostnadsveksten etter en tid skyter fart. Når det ikke lenger er ledig produksjonskapasitet, kan det oppstå «flaskehalser» og press i arbeidsmarkedet - selv om arbeidsledigheten fortsatt er høy i historisk perspektiv. Det kan være dette vi nå ser konturene av i årets lønnsoppgjør, hvor vi dessverre må konstatere at forutsetningene for solidaritetsalternativet ser ut til å være brutt - i alle fall for en tid.

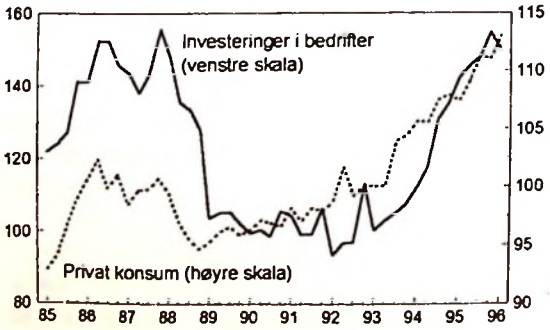
Utviklingen hittil i år bærer bud om at vi *kan* være på vei inn i litt mindre smult farvann enn i de senere årene, jf. figur 5 og 6. Veksten i etterspørselen er fortsatt sterk, samtidig som det nå ikke er mye ledig produksjonskapasitet. Med den lave prisveksten vi nå har, vil årets lønnsoppgjør innebære en kraftig reallønnsvekst, noe som i neste omgang vil bidra til ytterligere økning i innenlandsk etterspørsel. Samtidig betyr dette at det på sikt vil bli mindre lønnsomt for bedriftene å øke sysselsettingen. Det regime vi har valgt i pengepolitikken, forutsetter at det er budsjettpolitikken som i en slik situasjon tar ansvaret for å dempe etterspørselspresset.

I Revidert nasjonalbudsjett for 1996 gis følgende bilde av utfordringene i den økonomiske politikken:

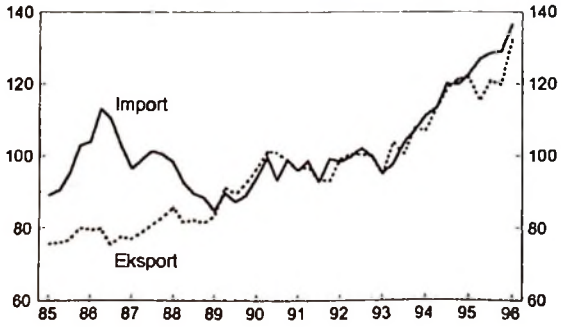
«Høy lønnsomhet i deler av næringslivet og et strammere arbeidsmarked innebærer økt fare for tiltakende lønnsvekst. Resultater fra vårens lønnsforhandlinger viser at lønnsveksten - og også reallønnsveksten - i inneværende år blir høyere enn tidligere regnet med. Risikoen for at økonomien ledes inn i en utvikling med pressproblemer og tiltakende kostnadsvekst er derfor klart til stede.»

«Det er en klar fare for at den vedvarende oppgangen i norsk økonomi og forventninger om kraftig økning i oljeinntektene i årene framover igjen kan føre til overdreven optimisme, slik vi opplevde på 1970-tallet og på midten av 1980-tallet. Med utsikter til sterk reallønnsvekst og lave renter vil økonomien kunne gå inn i en forsterket forbruksledet oppgang, noe som på nytt vil kunne medføre pressproblemer og tiltakende kostnadsvekst. Dette vil svekke konkurranseevnen og dermed gjøre det vanskeligere å oppnå lavere ledighet på varig basis.»

Figur 5. Investeringer og privat konsum i Fastlands-Norge. Indeks 1992=100. Sesongjustert



Figur 6. Eksport og import av tradisjonelle varer. Indeks 1992=100. Sesongjustert



Dette er en beskrivelse som også er dekkende for Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen de neste månedene.

Målet om en stabil kurs hviler på en rollefordeling mellom pengepolitikken og finanspolitikken. Uten en forsvarlig finanspolitikk er det ikke mulig å opprettholde kronens verdi overfor andre valutaer; det har vi ikke minst sett i utviklingen i noen andre nordiske land. Vi kan heller ikke ha håp om å oppnå stabile forhold i penge- og valutamarkedene dersom pris- og kostnadsveksten virkelig skyter fart i forhold til våre handelspartnere i Europa. Norges Bank har begrensede muligheter til å motvirke en utvikling med stadig økende pris- og kostnadspress.

Innenfor rammene av kursforskriften er det likevel et visst handlingsrom som tillater at pengepolitikken kan støtte opp om de øvrige delene av den økonomiske politikken.

I Revidert nasjonalbudsjett 1996 er dette formulert som følger: «Innenfor de rammene det operative målet om stabil valutakurs setter, vil pengepolitikken i den nåværende konjunkturfasen bli innrettet mot å bidra til at veksten i den innenlandske etterspørselen ikke blir så sterk at pris- og kostnadsveksten skyter fart. I en situasjon med en sterk krone og markert konjunkturoppgang kan det være hensiktsmessig at Norges Bank i en viss utstrekning netto kjøper valuta utover det som følger av oppbyggingen av Statens Petroleumsfond».

Det er kanskje denne formuleringen - og konsekvensene av den for utformingen av pengepolitikken - som har medført avisoverskrifter av typen «uklar politikk fra Norges Bank». Men det ligger altså ikke noe annet i dette enn at sentralbanken har et visst handlingsrom innenfor den kursforskriften som de politiske myndigheter har fastlagt - og at pengepolitikken i dette handlingsrommet må utformes med sikte på å bidra til en stabil økonomisk utvikling. Det ville etter mitt syn være en meningsløs tolkning av vårt nåværende pengepolitiske regime hvis vi med vitende og vilje skulle innrette pengepolitikken mest mulig ekspansivt midt i en høykonjunktur.

Samtidig er det altså slik at Norges Bank har begrensede muligheter for å drive stabiliseringspolitikk - og det er et valg som er tatt gjennom valget av kursregime. Jeg har en følelse av at de som retter kritikken mot utøvelsen av pengepolitikken i denne sammenhengen, retter baker for smed - for å bruke et gammelt uttrykk. Norges Bank velger å ta det pengepolitiske regimet på alvor, og da er det finanspolitikken som må stå for stabiliseringen av etterspørselsutviklingen.

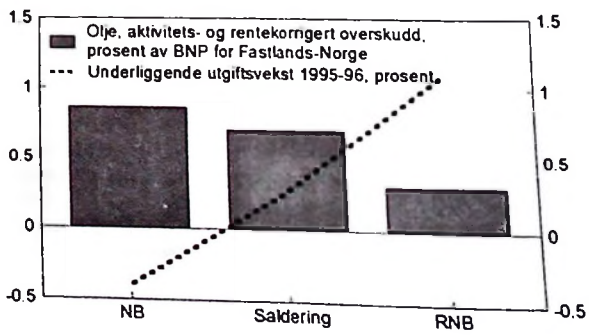
Norges Bank gav sin tilslutning til hovedlinjene i det budsjettet som ble lagt fram i fjor høst, og vi understreket at det i en situasjon med høykonjunktur er nødvendig med et stramt budsjettopplegg. Budsjettet som da ble lagt fram, innebar en innstramming i det såkalte «aktivitetskorrigerte» underskuddet tilsvarende om lag 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Med de endringer vi nå ser gjennom blant annet lønnsoppgjøret og i etterspørselen innenlands, er det viktigere enn noensinne å holde fast ved en stram linje i finanspolitikken. Om noe, tilsier utviklingen i økonomien det siste halvåret et enda strammere budsjett enn det som ble lagt fram i oktober.

I lys av dette åpenbare behov for en stram politikk, er det flere trekk ved det reviderte budsjettforslaget som etter min mening gir grunn til ettertanke.

Det ser ut til at veksten i etterspørselen fra offentlig sektor kan bli sterkere enn det Regjeringen opprinnelig la til grunn ved fremleggelsen av budsjettet i fjor høst. Som figur 7 viser, er det blant annet høyere vekst i statsbudsjettets utgifter (den stiplede linjen i figuren). Impulsene til etterspørselen fra statsbudsjettet vil bli høyere enn antatt. Kolonnene i figuren viser at innstrammingseffekten av årets budsjett er blitt redusert med om lag 3/4 prosent av BNP, eller vel 6 milliarder kroner, siden oktober.

Det som gir grunnlag for en viss bekymring, er likevel ikke først og fremst konsekvensene

Figur 7. Indikatorer for finanspolitikken i 1996



Kilde: Finansdepartementet

av *årets* budsjettopplegg. Som jeg også har gitt uttrykk for ved tidligere anledninger, kan heller ikke årets lønnsoppgjør i og for seg - og vurdert som en enkeltstående hendelse - betraktes som norsk økonomis endelikt. Mitt poeng er at vi kan være i ferd med å komme inn i en situasjon hvor *selve rollefordelingen* mellom budsjettpolitikken og pengepolitikken blir satt på prøve. Det er nettopp dette hensynet som har gjort at jeg har sagt klart fra om farene ved en for ekspansiv politikk. Vi må ikke komme i en situasjon hvor ingen av virkemidlene i den økonomiske politikken begrenser veksten i etterspørselen - vi har for mange erfaringer for at en slik utvikling vil ende dårlig. Det er dessverre ofte slik at det i oppgangstider legges grunnlag for langsiktige økonomiske problemer og økt arbeidsledighet. Som sagt, hviler dette ansvaret i de nærmeste månedene først og fremst på budsjettpolitikken. Der vi nå står, med tendenser til press i økonomien og økt kostnadsvekst i næringslivet, er det desto større grunn til å understreke dette ansvaret.

VALUTAPOLITISK SAMARBEID I ØMUS TREDJE FASE

Ragna Alstadheim, konsulent i Økonomisk avdeling, Norges Bank, og Anders Svor, spesialråd ved Norges delegasjon til EU, Brussel

Etter planen skal EUs monetære union starte 1. januar 1999. Det er klart at en del medlemsland ikke vil kvalifisere seg for deltakelse i første runde. Derfor arbeider man nå med utforming av et valutakurssamarbeid mellom disse «utenforlandene» og den monetære unionen. Det ligger en stor utfordring for EU i å etablere et valutakursregime som fungerer stabilt i en verden med stadig mer integrerte kapitalmarkeder. Utenforlandene må trolig delta i dette kurssamarbeidet for å kunne gå inn i den monetære unionen i en senere runde. Veien til deltakelse i den monetære unionen vil etter alt å dømme komme til å gå via et valutakurssystem med stor grad av fleksibilitet.

Bakgrunn

EUs forhandlinger om en økonomisk og monetær union ble sluttført under Det europeiske råds møte i desember 1991 og undertegnet i Maastricht i februar 1992[1]. I Maastricht-traktaten finnes bestemmelser om Fellesskapets samarbeid på det økonomiske og monetære området, samt tidsfrister, kriterier og prosedyrer for innføring av en økonomisk og monetær union i tre faser.

Det viktigste elementet i den økonomiske unionen er det indre marked, med fri bevegelse av varer, tjenester, kapital og arbeidskraft. Formålet med det indre markedet er å få en reell økonomisk integrasjon. For å oppnå dette er det nødvendig med en økt økonomisk samordning. Prosedyrene for dette er nedfelt i ulike bestemmelser i traktaten:

- generelle retningslinjer for den økonomiske politikk (artikkel 103(2))
- multilateral overvåkning av den økonomiske utviklingen (artikkel 103(3-4))
- forpliktelser til å unngå for store offentlige budsjettunderskudd (artikkel 104C)
- programmer for økonomisk konvergens (artikkel 109E(2))

Den økonomiske union kan på flere måter sies å være etablert ved iverksettelsen av ØMUs annen fase den 1. januar 1994[2].

Gjennom EØS-avtalen deltar også Norge, med visse unntak, i det indre marked. Prosedyrene for samordning av den økonomiske politikken gjelder imidlertid kun for EU-landene, og EØS-avtalen omfatter ikke penge- og valutapolitisk samarbeid[3]. I denne artikkelen skal vi begrense oss til å omtale valutasamarbeidet mellom landene som deltar i den monetære unionen, og de øvrige EU-medlemmene.

Den monetære union etableres ved iverksettelsen av ØMUs tredje fase. Unionen innebærer innføring av en felles valuta, som vil bli benevnt euro, og etablering av Det europeiske system av sentralbanker (ESSB). ESSB vil bestå av Den europeiske sentralbank (ESB) og de nasjonale sentralbanker i EU. ESBs hovedoppgave vil være å utforme og gjennomføre den felles pengepolitikk med det formål å opprettholde prisstabilitet i den monetære union. Vurderingen er at det beste bidraget pengepolitikken kan gi til høy vekst og sysselsetting, er en politikk rettet mot lav og stabil prisstigning.

Maastricht-traktaten gir visse kriterier som må være oppfylt før medlemsstatene kan delta i tredje fase. Disse konvergenskravene er knyttet til utviklingen i offentlige finanser, prisstigningen, de langsiktige renter og valutakursen (se ramme for nærmere omtale).

[1] Det europeiske råd er stats- og regjeringssjefenes møter. Maastricht-traktaten er gjengitt på norsk i «Traktater om opprettelse av De europeiske fellesskap og om Den europeiske union» (1994).

[2] En beskrivelse av EUs økonomiske og monetære samarbeid i fase to er gitt av Håkon Sannes i artikkelen «Økonomisk og monetært samarbeid i EU» i Penger og Kreditt nr. 2/94.

[3] I artikkel 46 i EØS-avtalen heter det likevel at avtalepartene skal utveksle synspunkter blant annet på integrasjonenes virkninger på pengepolitikken.

MAASTRICHT-TRAKTATENS KONVERGENSKRAV FOR ØMU

For å kvalifisere seg for deltakelse i Den økonomiske og monetære union fordres det at en medlemsstat oppfyller visse vilkår. Blant disse vilkårene finnes de såkalte konvergenskriteriene. Formålet med disse kriteriene er at medlemsstatene skal ha nådd en høy grad av økonomisk tilnærming før de går inn i den monetære union.

Konvergenskravene er omtalt i generelle vendinger i traktatens artikkel 109J(1). Kriteriene er utdypet i en egen protokoll (6) «om kriteriene for økonomisk tilnærming omhandlet i artikkel 109J i traktaten om opprettelse av Det europeiske fellesskap». For å få en fullstendig oversikt over hva konvergenskriteriene faktisk innebærer, må man imidlertid også lese traktatens artikkel 104C om prosedyrene ved for store offentlige underskudd og den tilhørende protokoll (5) «om fremgangsmåten i forbindelse med for store budsjettunderskudd».

Når man setter alle disse bestemmelsene i sammenheng, fremkommer følgende konvergenskrav:

1. Den prosentdel som det forventede eller faktiske offentlige underskudd utgjør av brutto nasjonalprodukt, skal ikke overstige 3 prosent, med mindre

- denne prosentdel har avtatt vesentlig og vedvarende og har nådd et nivå nær referanseverdien
- eller overskridelsen av referanseverdien bare skjer unntaksvis og er midlertidig og underskuddet forblir nær referanseverdien.

2. Den prosentdel som den brutto offentlige gjeld utgjør av brutto nasjonalprodukt skal ikke overstige 60 prosent, med mindre denne prosentdel avtar tilstrekkelig og nærmer seg referanseverdien i en tilfredsstillende takt.

3. Den gjennomsnittlige inflasjonstakten de siste tolv måneder må ikke overstige inflasjonstakten i høyst tre av de medlemsstater som har de beste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mer enn 1,5 prosentpoeng. Inflasjonen beregnes ved hjelp av konsumprisindeksen på et sammenlignbart grunnlag, ulikhetene i nasjonale definisjoner tatt i betraktning.

4. Det gjennomsnittlige langsiktige rentenivå de siste tolv måneder må ikke overstige rentenivået i høyst tre av de medlemsstater som har de beste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mer enn 2 prosentpoeng. Rentenivået beregnes på grunnlag av langsiktige statsobligasjoner eller sammenlignbare verdipapirer, ulikhetene i nasjonale definisjoner tatt i betraktning.

5. Deltakelse i valutakursordningen i Det europeiske monetære system med overholdelse av de normale svingningsmarginer uten alvorlige spenninger i minst de to siste år. Særlig skal medlemsstaten ikke på eget initiativ ha devaluert sin valutas bilaterale sentralkurs i forhold til en annen medlemsstats valuta i det samme tidsrom.

Som det fremgår, er ikke kriteriene helt presist utformet. Det europeiske råd har imidlertid uttalt at det må legges til grunn en streng overholdelse av konvergenskriteriene for å være kvalifisert til deltagelse i den monetære union. Hva som menes med streng, blir trolig ikke avklart før Det europeiske råd tidlig i 1998 avgjør hvilke medlemsstater som er kvalifiserte.

Etter traktaten skal iverksettelse av tredje fase skje tidligst 1. januar 1997 og senest 1. januar 1999. Iverksettelse i 1997 krever at et flertall av medlemsstatene oppfyller kriteriene allerede ved utgangen av 1996. På sitt møte i Madrid i desember 1995 uttalte imidlertid Det europeiske råd at tredje fase skal iverksettes fra 1. januar 1999, siden bare et fåtall av medlemsstatene vil klare å oppfylle kravene i løpet av 1996. Beslutningen om hvilke land som skal delta, vil bli fattet tidlig i 1998 på basis av den økonomiske situasjonen ved utgangen av 1997.

Formuleringene av traktatens konvergenskrav gir noe rom for tolkning, og det er fra enkelte hold reist krav om at de må presiseres. Det vises til at både Kommisjonen og EMI (Det europeiske monetære institutt, forløperen til ESB) ifølge traktaten skal legge fram meldinger om oppnådd konvergens blant medlemsstatene som grunnlag for Rådets beslutning om hvilke land som er kvalifiserte. Disse institusjonene må da nødvendigvis legge til grunn en nærmere presisering av kravene. Når man likevel ikke ønsker å foreta presiseringer av kravene nå, henger dette sammen med flere forhold. For det første er traktatens ordlyd et resultat av en lang politisk prosess. En presisering av ett eller flere av kravene kan føre til at «Pandoras eske» åpnes, med krav om presisering også på andre områder. Dessuten ønsker man ikke nå å signalisere hvilken fleksibilitet som kan tolereres, både av frykt for at medlemsstatene vil redusere anstrengelsene for å oppnå økonomisk konvergens, og fordi det kan oppfattes som manglende tro på at iverksettelsen av tredje fase kan skje i tråd med traktatens forutsetninger.

Fritak for deltakelse i den monetære union

Det er en utbredt oppfatning at traktaten bygger på en underforstått antakelse om at et stort flertall av medlemslandene vil kvalifisere seg til deltakelse i fase tre i «første runde». Det er imidlertid tatt høyde for at ikke alle medlemslandene nødvendigvis vil kvalifisere seg til deltakelse samtidig.

Medlemsstater som ikke oppfyller konvergenskravene, vil derfor bli gitt fritak for deltakelse i den monetære union, jf. traktatens artikkel 109K(1). I tillegg har Storbritannia og Danmark reservert seg mot deltakelse[4]. Statusen fritak er ment å være midlertidig, i og med at alle medlemslandene (med unntak av Danmark og eventuelt Storbritannia) er forpliktet til deltakelse i den monetære union.

Medlemsstatene med fritak (herunder Danmark og eventuelt Storbritannia) vil imidlertid fortsatt være underlagt flere bestemmelser hva angår den generelle innrettingen og gjennomføringen av den økonomiske politikken. Medlemsstater med fritak for deltakelse i den monetære union vil således fullt ut delta i den økonomiske union.

Medlemsstatene med fritak skal fortsatt anse sin økonomiske politikk som en sak av felles interesse (artikkel 103), og de vil være underlagt de generelle retningslinjer for den økonomiske politikken som fastsettes av Det europeiske råd. Forbudet mot å la sentralbankene finansiere det offentlige underskudd (artikkel 104), forbudet mot å la offentlige institusjoner få priviligert adgang til finansmarkedet (artikkel 104A) og regelen om at fellesskapet eller andre medlemsland ikke kan hefte for eller påta seg forpliktelser for offentlig virksomhet i en annen medlemsstat (artikkel 104B), vil gjelde for alle medlemsstatene uavhengig av deltakelse i den monetære union.

Landene med fritak vil på linje med land som deltar i den monetære union, være forpliktet til å unngå for store offentlige underskudd[5] (artikkel 104C), men de fleste av sanksjonsmekanismene som gjelder i fase tre dersom disse reglene brytes, vil ikke gjelde for utenforlandene.

Traktaten åpner for finansiell støtte til alle medlemsstatene i tilfelle det oppstår alvorlige problemer knyttet til eksterne sjokk (artikkel 103A). Medlemsstater med fritak vil i tilfelle betalingsbalanseproblemer kunne være berettiget til bistand, samt kunne gis anledning til å iverksette visse beskyttelsestiltak (artikkel

[4] Både Storbritannia og Danmark har forhandlet seg fram til såkalte «opt out»-klausuler, jf protokollene 11 (om Storbritannia) og 12 (om Danmark) til Maastricht-traktaten. Storbritannia skal underrette Rådet om landet ønsker å delta i fase tre før Rådet fatter sin beslutning om hvilke land som er kvalifisert. Danmark har allerede meddelt Det europeiske råd (Edinburgh desember 1992) at landet ikke vil delta i fase tre.

[5] Dette gjelder ikke Storbritannia, som også har visse andre særbestemmelser sammenlignet med landene med fritak, jf protokoll 11 til Maastricht-traktaten.

109H) for å hindre destabiliserende kapitalbevegelser.

Landene med fritak vil ikke kunne påvirke eller ha forpliktelser i forhold til pengepolitikken som formuleres og implementeres av ESB. De vil heller ikke delta i beslutninger i Rådet av økonomi- og finansministre (ECOFIN) i den grad Rådet involverer seg i spørsmål knyttet til pengepolitikk.

Økonomiske problemstillinger

Den økonomiske utviklingen har gjort det sannsynlig at gruppen av utenforland blir større enn det traktaten forutså. Det er i første rekke konvergenskravene knyttet til offentlige finanser som volder problemer, og særlig budsjettunderskuddene. Hvis man legger til grunn Europakommisjonens fremskrivninger som ble fremlagt i mai, vil bare sju land ha et underskudd under 3 prosent av BNP i 1997. Når det gjelder gjeldskravet, har flere land problemer med å komme under en brutto offentlig gjeld på 60 prosent av BNP. Det er imidlertid antatt at det vil bli utvist en viss fleksibilitet når det gjelder gjeldskravet, gitt at gjeldsraten er på vei nedover og budsjettunderskuddet er på plass. Flere EU-land vurderer eller har iverksatt tiltak med sikte på å bringe de offentlige finanser i overensstemmelse med konvergenskravene.

Den felles valuta vil fjerne kursusikkerhet og transaksjonskostnader for innenforlandene. Samtidig har disse landene nådd en høy grad av konvergens når det gjelder de offentlige finanser, og den felles pengepolitikk er innrettet mot prisstabilitet. Dette kan lede til lavere renter og økt aktivitet, noe som isolert sett bringer dem i en bedret konkurransemessig posisjon i forhold til utenforlandene. Til tross for dette vil det ikke være fullstendig økonomisk konvergens blant landene som deltar i den monetære union. Blant annet vil det fortsatt kunne være store forskjeller i arbeidsledigheten, noe som kan lede til spenninger. Enkelte frykter at dette kan lede til press om finansielle overføringer til utvalgte innenforland for å lette problemer som kan oppstå.

[6] Uavhengigheten skal innebære at sentralbankene ikke skal be om eller motta instruks fra EUs organer eller institusjoner, medlemsstatenes regjeringer eller noen annen instans.

[7] Se fotnote 5

På den annen side er det fra ulikt hold uttrykt en viss bekymring for at utenforlandene skal ty til en politikk med «konkurrerende devalueringer». I et tett integrert marked vil store kursbevegelser gi store virkninger på lønnsomhetsforholdene. Selv om en devalueringspolitikk kan lede til økt aktivitet på kort sikt, er det samtidig en stor risiko for at den på noe lengre sikt vil virke negativt gjennom sterkere prisstigning og høyere renter. Det er lite som tyder på at de store kursbevegelser en i perioder siden sommeren 1992 har erfart i EU, er resultat av en bevisst depresieringspolitikk. Til dels er de uttrykk for en manglende langsiktig innretting av den økonomiske politikken. Men i flere tilfeller kan de ikke henføres til fundamentale økonomiske forhold og kan antakelig i noen grad tilskrives politiske forhold.

Det vil være en felles oppgave for innenfor- og utenforland å sikre at etableringen av den monetære union ikke leder til forstyrrelser for utviklingen av det indre marked. Den monetære union må ikke utvikle seg til en «klubb innenfor klubben» som kan vanskeliggjøre senere medlemskap for land som ikke er kvalifiserte i første runde. Utenforlandene på sin side må innrette sin politikk i tråd med traktatens ØMU-bestemmelser.

Iverksettelsen av tredje fase reiser således problemstillinger ut over det rent valutapolitiske samarbeidet. Dette gjelder både institusjonelle forhold og spørsmål knyttet til utforming av den økonomiske politikken i bred forstand. Disse problemstillingene vil ikke bli behandlet i denne artikkelen.

Etablering av et kursregime mellom deltakerne i den monetære union og landene med fritak

Landene med fritak og de som deltar i den monetære union vil ha nære pengepolitiske forbindelser. Sentralbankene til landene med fritak vil være medlemmer av ESSB. Dette innebærer at de må gjøres uavhengige[6], og pengepolitikken må innrettes mot prisstabilitet[7]. ESSB vil overta de av EMIs oppgaver som fremdeles må utføres i fase tre, som følge av at ikke alle medlemsstatene deltar i den monetære union. ESSB vil derfor forestå koordineringen av det valutapolitiske samarbeid mellom ØMU og landene med fritak, ivareta tekniske sider ved et eventu-

elt ERM-lignende system og forberede teknisk innlemmelse i fase tre for landene med fritak.

Landene med fritak står ikke helt fritt i utformingen av sin valutakurspolitikk overfor den felles valuta eller tredjelandsvaluta. Dette forholdet er regulert ved artikkel 109M i traktaten, der det heter at en medlemsstat med fritak skal behandle sin valutakurspolitikk som et spørsmål av felles interesse og at de i denne forbindelse skal ta hensyn til erfaringene fra samarbeidet innen rammen av Det europeiske monetære system (EMS)[8].

Det europeiske råd har uttalt at medlemsstater som senere slutter seg til den monetære union, skal kunne gjøre dette på samme vilkår og betingelser som de land som deltar fra begynnelsen av. Dette innebærer at landene som har forpliktet seg til deltakelse i tredje fase, må oppfylle de samme konvergenskravene som landene som kom med i første runde. Blant disse er kravet om valutakursstabilitet, uttrykt som krav om deltakelse i minst to år i kurssamarbeidet ERM (artikkel 109J(1)).

Etter Kommisjonens syn impliserer disse bestemmelsene at det må etableres et formelt kursarrangement mellom euro og valutaene til de medlemsland som ikke deltar i den monetære union.

Denne problemstillingen ble diskutert på et uformelt ECOFIN-møte i april 1996. Det synes å være bred enighet om at kursstabilitet best kan oppnås gjennom et formelt kurssamarbeid. Et intra-EU valutakursarrangement (ERM II) synes å bli bygget på følgende prinsipper:

- Kurssystemet må bidra til å forberede ikke-deltakende medlemsstater på deltakelse i den monetære union. Gjennom en troverdig eurotilknytning vil utenforlandene isolert sett kunne holde et lavere rentenivå enn ellers, noe som vil lette presset på de offentlige finanser.
- Samtidig må kurssystemet ikke føre til problemer for gjennomføringen av den felles pengepolitikk i den monetære union. Dette vil være særlig viktig i begynnelsen av fase tre.
- Systemet må bidra til at det etableres en sone av valutakursstabilitet i EU, som ledd i å fremme økonomisk konvergens og det indre markedet. Store kursfluktuasjoner vil kunne påvirke den økonomiske veksten og utviklingen av det indre marked.
- Kurssystemet må oppfattes som troverdig blant markedsaktørene. Dette setter krav både til utformingen av selve systemet og den økonomiske politikken i utenforlandene.

Et mer fleksibelt kurssystem?

Det ERM som ble etablert i 1979, var et system med «faste, men justerbare valutakurser». I perioden fram til 1987 ble det da også foretatt en rekke kursjusteringer eller «realignments». Arbeidet med etablering av det indre marked og planene om en monetær union medførte imidlertid at det ble lagt større vekt på å holde faste kurser og unngå justeringer. Dette varte fram til høsten 1992. Opparbeidede spenninger blant annet som en følge av økende usikkerhet om den monetære union, utløste da en rekke justeringer som kulminerte med utvidelsen av svingningsmarginene sommeren 1993.

Utformingen av ERM II vil bygge på erfaringene fra sammenbruddet i ERM i 1993. Det er i ettertid blitt uttalt at sammenbruddet ikke skyldtes selve utformingen av systemet, men at det ble håndtert på en lite fleksibel måte. I det følgende skal vi gå litt nærmere inn på hvilke følger dette kan få for utformingen av et revidert ERM. Aller først vil vi rekapitulere de to vanligste argumentene for valg av faste fremfor flytende valutakurser, nemlig behovet for et nominelt anker, og ønsket om å unngå store fluktuasjoner i valutakursen.

For å vurdere den faste valutakursens rolle som nominelt anker kan vi ta utgangspunkt i en teoretisk ramme med kjøpekraftsparitet[9] og full lønns- og prisfleksibilitet. Reelle valutakurser, som er nominelle valutakurser korrigert for forskjeller i prisutvikling, vil innenfor denne rammen være stabile og i likevekt. Valg av valutakursregime vil her ha betydning for nominell utvikling. Dersom en ønsker samme prisutvik-

[8] EMS består av valutakurssamarbeidet Exchange Rate Mechanism (ERM), kredittordninger og offisielle ECU. Alle EU-landene er med i EMS, men kun 10 medlemsland deltar i ERM.

[9] Såkalt absolutt kjøpekraftsparitet innebærer at priser og nominelle valutakurser tilpasser seg slik at alle varer og tjenester koster det samme i alle land når man regner om til samme valuta. Valutakursen i et land, for eksempel norske kroner pr dollar, vil være lik forholdet mellom prisen på norske varer målt i kroner og de samme amerikanske varene målt i dollar. Et mindre strengt krav er relativ kjøpekraftsparitet. Det innebærer at endringer i priser hjemme i forhold til i utlandet slår ut en-til-en i nominell valutakursutvikling.

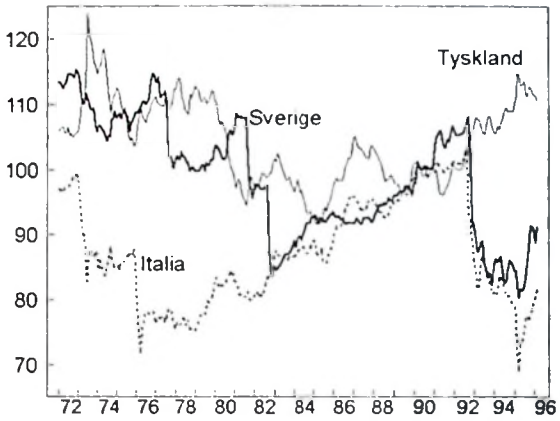
ling som i nabolandene, må en holde den nominelle valutakursen fast i forhold til disse landene.

Dersom man forutsetter at det ikke er full lønns- og prisfleksibilitet, vil høyere inflasjon enn i nabolandene resultere i reell appresiering når den nominelle kursen er fast. Man vil oppleve tap av konkurranseevne ved at reell valutakurs blir sterkere enn sitt likevektsnivå, basert på kjøpekraftsparitetsteorien. I neste runde vil man måtte gå gjennom en periode med lavt aktivitetsnivå og svakere pris- og kostnadsstigning enn i nabolandene, inntil likevekt i den reelle valutakursen er gjenopprettet. Troverdig annonsering av et fastkursmål kan her virke disiplinerende på partene i arbeidslivet, fordi for store lønnstillegg kan gi økt inflasjon med påfølgende tap av konkurranseevne. På denne måten kan et fastkursmål være et hjelpemiddel til å unngå å havne i en lønns-pris-spiral. Når ECOFIN mener at et kursarrangement må «bidra til å forberede ikke-deltakende medlemsstater på deltakelse i den monetære union», har man nok denne disiplineringsmekanismen i tankene. I tillegg til at et fastkursregime kan sikre lav inflasjon, kan troverdig faste kurser bidra til lavere renter og også på den måten lette den økonomiske konvergensen.

Foruten at mange oppfatter lav inflasjon som mål i seg selv, er det en del som gjerne setter stabile nominelle valutakurser som et selvstendig mål. Dette gjenspeiles også i prinsippene man har blitt enige om når det gjelder et ERM II. Et ønske om stabile, men justerbare nominelle valutakurser var bakgrunnen for opprettelsen av Bretton-Woods-regimet etter andre verdenskrig. Selv med flytende kurser mellom de tre hovedvalutaene DEM, USD og JPY er man fremdeles opptatt av at kursene ikke beveger seg for mye av hensyn til handel i varer og kapital.

Europakommisjonen (1995) har konkludert med at den empiriske litteraturen ikke gir klare indikasjoner på at svingninger i valutakursene påvirker omfanget av internasjonal handel. Kommisjonen mener imidlertid at man ut fra litteraturen kan konkludere med at såkalte «misalignments» har en negativ effekt på internasjonal handel. «Misalignments» refererer seg til langvarige avvik fra likevekt i den reelle valutakursen. Et klassisk eksempel på «misalignment» er den sterke dollarkursen på midten av 1980-tallet. I den grad «misalignments» lettere forekommer med flytende enn med faste kurser, taler dette for at både utenforlandene og innenforlandene vil ha interesse av at et fastkursregime etableres mellom dem.

Figur 1. Reelle effektive valutakurser i Tyskland, Italia og Sverige. 1990=100



Figuren viser reelle effektive valutakurser, beregnet som nominelle effektive valutakurser deflatert med konsumprisutviklingen. Som det fremgår, er ikke reelle effektive valutakurser stabile over tid. Det vil si at kjøpekraftsparitetsteorien ikke holder, i hvert fall ikke på kort sikt. I Sverige og Italia opplevde man en kraftig reell depresiering i perioden fra 1992 til 1995, etter en langvarig periode med reell appresiering. Tyskland på sin side opplevde reell depresiering og bedring av sin konkurranseposisjon fra 1970-tallet til midten av 1980-tallet, og har hatt reell appresiering siden begynnelsen på 1990-tallet. De store endringene i konkurranseposisjoner i Italia og Tyskland på 1990-tallet kan sies å være en reversering av utviklingen siden midten av 1970-tallet. I Sverige har man totalt sett hatt en bedring i konkurranseposisjonen målt ved den reelle valutakursen over denne perioden. Der er den reelle effektive valutakursen nå på samme nivå som etter devalueringene på begynnelsen av 1980-tallet.

Kilde: OECD

Innen EU legges det også vekt på at den felles landbrukspolitikken (CAP) kompliseres av valutakursfluktuasjoner. Dette har betydning for hvordan man mener valutakurssystemet bør utformes.

Såkalte konkurrerende devalueringer har vært et omdiskutert argument i forbindelse med etableringen av et nytt fastkursregime. Enkelte mener at et forpliktende fastkurssamarbeid er

nødvendig for å unngå slike devalueringer. Andre mener denne problemstillingen er overdrevet. Et mål om lav inflasjon, og grundige erfaringer for at store devalueringer ikke kan gi varige økonomiske fordeler, tilsier at landene ikke vil ha interesse av å føre en slik politikk.

Dagens tett integrerte kapitalmarkeder kan gjøre det vanskelig å forsvare et system med faste valutakurser og smale svingningsmarginer mot spekulasjon. Dette tilsier at det vil være nødvendig å bygge en viss fleksibilitet inn i systemet. Eichengreen og Wyplosz (1993) påpeker det umulige i samtidig å ha helt frie kapitalbevegelser, faste valutakurser og selvstendig pengepolitikk. De mener at med frie kapitalbevegelser og uavhengige sentralbanker blir det umulig å etablere et stabilt fastkursregime i Europa. Selv uten at de faktiske valutakursene avviker fra reelle likevektskurser, kan man ifølge Eichengreen og Wyplosz oppleve selvoppfyllende spekulasjon mot faste valutakurser. Eichengreen og Wyplosz ser derfor mørkt på muligheten for å etablere et fastkursregime av «tradisjonell type». De mener at man i stedet bør vurdere rask etablering av en monetær union eller beskatning av valutatransaksjoner.

Landene som ikke tilfredsstiller konvergenskriteriene, og som derfor vil bli stående utenfor den monetære unionen, vil imidlertid fortsatt kunne være utsatt for uønskede valutakursfluktuasjoner. Innføring av beskatning av valutatransaksjoner er heller ikke noen praktiserbar eller ønskelig løsning på problemet[10]. De Grauwe (1995) mener at en løsning vil være å slakke på kriteriene for deltakelse i fase tre. Tankegangen er at med dårlig inflasjonshistorie og troverdighetsproblemer vil mange land måtte forsvare sin fastkurspolitikk med høye renter. Historien har vist at land som har hatt høy inflasjon i tidligere år, må slite med et risikopåslag på sine renter. Høye renter vil skape problemer for den påkrevede finansielle konsolideringen, og landene kan miste ytterligere troverdighet. Devaluering kan deretter tvinge seg fram. Slik kan utenforlandene komme inn i en ond sirkel og bli tvunget til å forbli utenfor den monetære unionen hvis de ikke kommer med i første runde. Kostnadene forbundet med å få ned inflasjonen i landene med lav troverdighet, ville bli redusert vesentlig dersom landene ble tillatt å delta i den monetære unionen før de har oppnådd full konvergens. Utfordringen ligger ifølge De Grauwe i å sikre finanspolitisk ansvarlighet etter at landene har kommet inn i den monetære unionen.

Gitt at EU ikke letter konvergenskriteriene og etablerer en «stor» monetær union, og at man fastholder ønsket om valutakursstabilitet, står man igjen med utfordringen i å lage et nytt valutakursregime innenfor rammen av frie kapitalbevegelser. Gros (1996) har foreslått etablering av såkalte «currency boards» for de av utenforlandene som har oppnådd stor grad av konvergens[11]. Dette betyr at de skal låse valutakursen fast mot euro, uten svingningsmarginer. Han mener at en slik sterkere forpliktelse til å holde kursen fast kan sikre stabiliteten i et fastkursregime. Et currency board vil i realiteten innebære en ensidig tilslutning til den monetære unionens pengepolitikk. Utenforlandene vil ikke ha noen innflytelse på utformingen av denne politikken i og med at de ikke vil være representert i ESBs styrende organer.

Forslagene til De Grauwe og Gros vil være vanskelige å ta hensyn til i praksis, idet traktaten ligger fast, og etablering av et «currency board» kan anses som politisk umulig. Alexandre Lamfalussy, lederen for EMI, har på sin side gjentatte ganger uttalt at han anser stabilitet i reelle valutakurser som viktig for den økonomiske utviklingen, og at fleksibilitet i valutakurssystemet for utenforlandene er ønskelig for å oppnå dette[12]. For øvrig har flere land, inklusive Norge etter desember 1992, erfaring for at et fleksibelt valutakursregime ikke nødvendigvis fører til store fluktuasjoner i valutakursene. Med formell fleksibilitet i valutakursene må andre deler av politikken sikre faktisk stabilitet i valutakursene, slik også ECOFIN legger opp til i prinsippene for det nye regimet.

Tanken om at det nå både er nødvendig og ønskelig med en viss fleksibilitet i kursregimet, er nokså annerledes enn ideene bak ERM-systemet i sin tid, i hvert fall slik ERM-systemet fun-

[10] Se f. eks. Vikøren og Hvidsten (1993).

[11] Et «currency board» fungerer ved at sentralbanken forplikter seg til å la innenlandsk likviditet (den monetære base) være bestemt kun av valutareservene. For hver enhet utenlandsk valuta sentralbanken kjøper kan den monetære base øke tilsvarende. Dette innebærer på den annen side at valutautstrømming helt automatisk vil føre til likviditetsinnstramming og høyere renter innenlands.

[12] Blant annet under en rundebordskonferanse om den felles valuta i Brussel 22. januar 1996.

gerte i perioden 1987-1992. Et argument for at det nå kan være grunnlag for å tenke annerledes, og gi slipp på valutakursen som eneste nominelle anker, er at man har en annen forankring av tanken om prisstabilitet og budsjettkonsolidering enn på 1970- og 80-tallet.

Implikasjonen av den nye, mer pragmatiske holdningen til fastkursregimer er antakelig at man vil gjøre individuelle tilpasninger for det enkelte land ved utformingen av et kursregime mellom euro og valutaene til landene med fritak. Det kan argumenteres for at de landene som ikke kvalifiserer seg for ØMU på grunn av avvikende kostnadsutvikling, vil ha behov for større fleksibilitet i valutakursene enn andre land. Disse landene står overfor en stor utfordring når det gjelder troverdighet i pengepolitikken. Andre land kan antakelig være mer ambisiøse i sine målsettinger om kursstabilitet uten å miste troverdighet. Danmark, med en liten åpen økonomi tett integrert med Kontinental-Europa, har for eksempel indikert at de er interessert i en avtale med den felles sentralbanken om smale svingningsmarginer[13].

Storbritannia har lagt seg på en egen linje, og uttalt at de ikke ønsker å delta i noe kursarrangement i det hele tatt. Dette må tolkes som at de legger liten vekt på valutakursen som nominelt anker. Videre betyr det at de legger særlig stor vekt på fleksibilitet i den nominelle valutakursen. Likevekten i den reelle valutakursen kan endre seg over tid, ved at kjøpekraftsparitetsteorien ikke beskriver en langsiktig likevekt for den reelle valutakursen. Dersom pengepolitikken er rettet mot lav pris- og kostnadsvekst, vil en viss fleksibilitet i den nominelle valutakursen da være nødvendig for å gjenopprette likevekten i den reelle valutakursen[14].

En skisse av ERM II

Artikkel 109M sier bestående myndighetsfordeling skal legges til grunn ved utøvelsen av valutakurspolitikken. Dette vil trolig innebære at et fremtidig kurs- og intervensjonssamarbeid vil bli inngått som en avtale mellom ESB og de nasjonale sentralbanker i landene med fritak på grunnlag av en resolusjon fra Det europeiske råd. Det vil fortsatt tilligge de nasjonale politiske myndigheter å endre kursforholdene.

Medlemskap

Et av kravene for deltakelse i den monetære union er to års medlemskap i ERM med overholdelse av de normale svingningsmarginer. Etter at svingningsmarginene i ERM ble utvidet fra ±2,25 prosent til ±15 prosent sommeren 1993, er det uklart hva som er det reelle innholdet i dette kravet. Enkelte land mener det viktige må være vedvarende kursstabilitet fremfor formelt medlemskap i kursmekanismen. Et flertall av medlemslandene synes imidlertid å mene at slik deltakelse skal være obligatorisk for alle som ønsker å delta i den monetære union.

Hensynet til likebehandling tilsier samme vurderingsprinsipper for de medlemsstater som kvalifiserer seg på et senere tidspunkt. Mye tyder derfor på at tilslutning til et revidert intra-EU kursarrangement vil bli gjort obligatorisk to år i forveien for de land som ikke kvalifiserer seg i første runde, men som har forpliktet seg til deltakelse i den monetære union.

De land som har «opt out»-klausuler (Storbritannia og Danmark) for deltakelse i den monetære union, vil trolig få anledning til å slutte seg til kurssystemet på frivillig grunnlag. Enkelte land har riktignok tatt til orde for at det bør være obligatorisk medlemskap i kursmekanismen for alle EUs medlemsstater. Dette synet har imidlertid vunnet liten tilslutning blant de øvrige medlemsstatene.

Ansvaret for å bevare stabiliteten mot den felles valuta

Euro vil være ankervalutaen i systemet, og siktemålet vil trolig i første rekke være å sikre at utenforvalutaene oppnår bilateral stabilitet mot den felles valuta. I forhold til dagens system vil ERM II bli klart mer asymmetrisk, i den betydning at de gjensidige forpliktelsene for opprettholdelse av kursstabilitet tones ned, mens forpliktelsene for utenforlandene vektlegges desto sterkere.

Som diskutert over, er en valutakursordning i

[13] Uttalelse fra den danske økonomi-ministeren Marianne Jelved til Reuters i forbindelse med det uformelle ECOFIN-møtet i Verona i april 1996.

[14] Vi skal ikke gå inn på ulike definisjoner av reelle likevektskurser, og den nærliggende diskusjonen av optimale valutaområder og valg mellom faste eller flytende valutakurser. Det temaet faller utenfor rammen for denne artikkelen.

seg selv ikke tilstrekkelig til å oppnå kursstabilitet. Av denne grunn er det foreslått at de nåværende konvergensprogrammene skal videreføres i form av formaliserte stabilitetsprogrammer. Det vil innebære at landene med fritak skal legge fram mellomlangsiktige planer for innretningen av den økonomiske politikk med sikte på å nå traktatens krav knyttet til offentlige finanser. Landene skal forplikte seg til jevnlige revurderinger av programmet og til å iverksette de tiltak som vil være nødvendige. Dette vil i seg selv bidra til å øke troverdigheten. Forslaget synes å ha fått bred oppslutning blant finansministrene.

Mer kontroversielt er forslaget om at programmet skal forelegges Rådet før det blir vedtatt av de nasjonale parlamenter. Tanken er at programmet på denne måten skal gjøres mer forpliktende overfor Rådet. Dette kan komme i konflikt med det enkelte medlemslands kompetanse til selv å utforme sitt budsjett.

Fastsettelse av kurspariteter

En svakhet med ERM slik det fungerte fram til sommeren 1993, var at endringer i kursparitetene gjennomgående ble foretatt for sent, fordi devalueringer ble oppfattet som et nasjonalt nederlag. En kursjustering i ERM gjennomføres ved gjensidig enighet, men i praksis kun på anmodning fra angjeldende land. Dette kan lett føre til at det oppstår spenninger i kursmekanismen. For å unngå slike situasjoner i ERM II vurderes det om alle partene i valutasamarbeidet skal ha rett til å anmode om kursjusteringer. En slik gjensidig rett vil kunne virke disiplinerende på den økonomiske politikken i utenforlandene. Likeledes er det foreslått at det bør innføres et system med jevnlige vurderinger av kursparitetene for utenforvalutaene mot euro. Dette både for lettere å kunne avpolitisere eventuelle endringer og for å unngå at justeringer først blir foretatt etter at det har bygget seg opp et press i markedet.

Etablering av en slik prosedyre for kursjusteringer vil være avgjørende for omfanget av forpliktelser ESB vil påta seg. ESB vil trolig være svært tilbakeholden med å påta seg omfattende forpliktelser i et kurssystem dersom banken ikke gis reell mulighet til å påvirke hvordan systemet skal håndheves.

Det kan argumenteres for at ESB med dette kan komme i en uheldig dobbeltrolle: på den ene siden er dens hovedoppgave å sørge for prisstabilitet for euro-området, samtidig skal den altså ha rett til å anmode om justeringer av valutakursen for utenforlandene. Vil en eventuell anmodning om kursjustering kunne være helt nøytral, eller vil den i første rekke være påvirket av hensynet til innenforlandene?

Denne mulige rollekonflikten har trolig mer teoretisk enn praktisk interesse. ESBs intervensjoner til støtte for en utenforvaluta vil være beskjedne og ikke under noen omstendigheter av et omfang som kan true euroens stabilitet. En anmodning om kursjustering av en utenforvaluta vil derfor ikke ha sin begrunnelse i dette. Problemstillingen illustrerer imidlertid den asymmetri det vil bli lagt opp til: hovedansvaret for opprettholdelse av kursstabilitet blir lagt på utenforlandet ved den økonomiske politikk det har forpliktet seg til å føre. Klarer ikke landet å gjennomføre denne politikken og dermed oppnå konvergens, er det heller ikke nødvendigvis grunnlag for å opprettholde valutakursen mot euro. Dette vil igjen kunne få konsekvenser for når landet kan bli medlem av den monetære union.

Svingningsmarginer

Spørsmålet om svingningsmarginer vil trolig ikke bli avgjort før det er avklart hvilke land som er kvalifiserte for deltakelse i tredje fase. To alternativer synes å bli diskutert.

Et alternativ er at det formelt etableres kun ett bånd med en vid svingningsmargin. Opprettholdelse av dagens ±15 prosent blir på enkelte hold ikke utelukket. På mer uformelt grunnlag kan smalere svingningsmarginer avtales etter hvert som større konvergens oppnås for det enkelte utenforland. På denne måten blir det etablert en «trakt» med avtagende uformelle svingningsmarginer. Et slikt system kan sies å være mye likt måten ERM faktisk har virket på siden sommeren 1993. Utvidelsen av svingningsmarginen i august 1993 må sies å ha vært relativt vellykket med hensyn til å oppnå kursstabilitet, og da særlig for de land som har de fundamentale økonomiske forholdene i orden og en klart uttalt forpliktelse om deltakelse i tredje fase. Brede svingningsmarginer reduserer muligheten for spekulative angrep med siktemål å fremprovosere en kursjustering.

Et annet alternativ er at de formelle svingningsmarginer landdifferensieres, med smalere margin desto større konvergens som er nådd. Av disse alternativene synes det første for tiden å ha bredest støtte.

ESBs forpliktelser

Hvilke forpliktelser ESB vil påta seg i en fremtidig kursmekanisme, vil ikke bli endelig bestemt før ESB er etablert. Imidlertid er det mye som tyder på at ESB vil påta seg visse intervensjonsforpliktelser som et ledd i å øke troverdigheten til kurssystemet. Disse vil trolig bli gjort automatiske, men de vil ikke være ubegrensede, fordi dette kan vanskeliggjøre oppfyllelse av ESBs primære mål om prisstabilitet.

Dersom valutakursen for et utenforland faller til ytterkanten av en relativt bred svingningsmargin, kan dette være et tegn på at kursen ikke reflekterer de underliggende økonomiske forhold. ESB vil neppe forplikte seg til støtteintervensjoner for et land som ikke lojalt innretter sin politikk med sikte på å oppnå økonomisk konvergens. Da vil det være mer naturlig at ESB anmoder om en kursjustering. Dersom angjeldende land motsetter seg dette fordi det kan forsinke landets inntreden i den monetære union, vil ESB trolig suspendere sine intervensjonsforpliktelser, eventuelt be om at svingningsmarginen midlertidig suspenderes. Begge disse tiltakene vil i realiteten innebære at landet forlater kursmekanismen. En eventuell intervensjonsforpliktelse for ESB vil derfor trolig være mer formell enn reell.

Derimot kan det argumenteres for at det vil være mer naturlig at ESB vil gå inn med intramarginale intervensjoner til støtte for et land som har nådd en høy grad av konvergens, men som plutselig blir utsatt for kortsiktige kursfluktuasjoner. Gitt at et slikt land har en uformell og smalere svingningsmargin enn den formelle, vil eventuelle intervensjoner i dette tilfellet bli foretatt utfra diskresjonære vurderinger.

Det videre arbeid

Europakommisjonen og EMI utreder for tiden de ulike elementene i et fremtidig valutapolitisk samarbeid. I tillegg til det rene kurs- og intervensjonssamarbeidet, vil man også diskutere utforming av mulige kredittordninger, tilsvarende de man har i det eksisterende EMS-samarbeidet. Dessuten må det vurderes hvordan man best kan etablere systemer for jevnlig overvåking av den økonomiske utviklingen i utenforlandene som grunnlag for å foreta eventuelle kursjusteringer.

Forholdet mellom den monetære union og utenforlandene vil bli et hovedtema på det uformelle finansministermøtet i september. Målet er å fremlegge et forslag for stats- og regjeringssjefene til deres møte i desember. Elementene i det fremtidige kurssamarbeidet vil i store trekk bli fastlagt på dette møtet.

Tolkningen av det reelle innholdet i valutakurskravet vil bli gjort av stats- og regjeringssjefene tidlig i 1998. Samtidig vil den endelige utformingen av valutakurssystemet bli avklart. Til en viss grad vil utformingen av systemet trolig være avhengig av hvilke medlemsstater som ikke kvalifiserer seg for deltakelse i den tredje fase. Dessuten er det først på dette tidspunkt at ESB blir etablert. Det vil ikke være mulig å fastlegge den endelige utformingen av et valutakursregime med euro som ankervaluta før den felles sentralbanken er etablert.

Referanser

De Grauwe, Paul (1995):«The economics of convergence towards monetary union in Europe», *CEPR Discussion Paper Series No. 1213*

Eichengreen, Barry og Charles Wyplosz (1993): «The Unstable EMS», i W.C. Brainard og G. L. Perry (ed.), *Brookings Papers on Economic Activity.*

Europa-Kommisjonen (1995):«The impact of exchange-rate movements on trade within the single market», European Economy No 4.

Gros, Daniel (1996): «Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects», *CEPS Paper No. 65.*

Traktater om opprettelse av De europeiske fellesskap og om Den europeiske union (1994), Utenriksdepartementet, juni 1994.

Vikøren, Birger og Vetle Hvidsten (1993): «Bør kapitalbevegelser skattlegges?», *Sosialøkonomen nr 1.*

DIREKTE INVESTERINGER TIL OG FRA UTLANDET 1986 - 1995[1]

Asbjørn Enge, konsulent i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Direkte investeringer utgjør en betydelig del av de internasjonale kapitalbevegelsene[2] og også en stor del av kapitalbevegelsene til og fra Norge. Internasjonal og norsk statistikk viser en til dels sterk økning i omfanget av slike kapitalbevegelser de siste par år. Norske direkte investeringer i utlandet var i 1995 de høyeste så lenge det har vært registrert statistikk på området, og utenlandske direkte investeringer i Norge viste også sterk vekst i 1994 og 1995. Disse kapitalbevegelsene går stort sett mellom Norge og de land vi tradisjonelt har hatt økonomisk samkvem med. Investeringene foretas for en stor del i, og av, næringen industri. Oljerelatert virksomhet har de senere år også bidratt med kapitalutgang gjennom slike investeringer i utlandet. Artikkelen gjennomgår og presenterer statistikk på området og gir en oversikt over en del utviklingstrekk gjennom de siste ti årene. Avkastningen fra direkte investeringer i Norge og norske direkte investeringer i utlandet berøres også kort.

Kjennetegn ved direkte investeringer

En direkte investering defineres som en investering over landegrensene der investor har til hensikt å etablere en varig økonomisk forbindelse og utøve effektiv innflytelse på virksomheten i investeringsobjektet. Definisjonen skiller dermed slike langsiktige strategiske investeringer fra porteføljeinvesteringer av mer kortsiktig finansiell karakter samt andre kapitaltransaksjoner som lån, bankinnskudd m.m. Direkte investeringer kan skje ved ulike former for oppkjøp og sammenslåinger eller ved nyetableringer. I tillegg til transaksjoner i forbindelse med etablering av nye investeringer består en stor del av kapitalbevegelsene som defineres som direkte investeringer, av endringer i gjelds- og fordringsforhold innen allerede eksisterende investeringsforhold. Til dette kommer dessuten overskudd fra drift av selskaper i andre land, som enten utbetales som utbytte eller reinvesteres i driften av selskapet.

Et foretak kan ha ulike motiver for å gå inn i direkte investeringer. Blant de viktigste er tilgang til markeder, teknologi og kompetanse samt naturressurser og arbeidskraft. En stadig større utfordring mange selskaper også står overfor, er ustabile rammebetingelser, blant annet på grunn av rask teknologisk utvikling og stadig hurtigere endringer i markedsforholdene. Løsningen på dette kan blant annet være å øke størrelsen, for slik å redusere kostnadene samt diversifisere bort fra avhengigheten av ett marked. Mens det tidligere først og fremst var svært store selskaper som foretok strategiske investeringer utenfor hjemlandet, har stadig flere foretak tatt slike skritt de senere år.

Som andre former for investeringer foretatt av foretakene, er også direkte investeringer påvirket av konjunkturutviklingen. Ettersom økonomien i de viktigste investorhjemlandene endres, påvirkes også investeringene på tvers av landegrensene. Dette ser man de senere årene ved at slike kapitalbevegelser steg jevnt fram mot 1989, da man gikk inn i en periode med stagnasjon. Investeringene har deretter tatt seg opp igjen fra 1993. Foreløpige tall fra OECD viser at kapitalbevegelser knyttet til direkte investeringer ligger an til å nå et nytt rekordnivå i 1995[3]. De senere år har dessuten liberalisering av internasjonal handel og reduksjon av både offisielle og uoffisielle hindre for kapitalbevegelser gjort at næringslivet nå stiller friere i valg av virkemidler for internasjonalisering av

[1] Direkte investeringer er tidligere omtalt i Penger og Kreditt nr. 1/93, 4/91, 3/91, 2/90 og 1/89

[2] I 1994 var 26 prosent av økningen i alle lands brutto fordringer overfor utlandet knyttet til direkte investeringer.

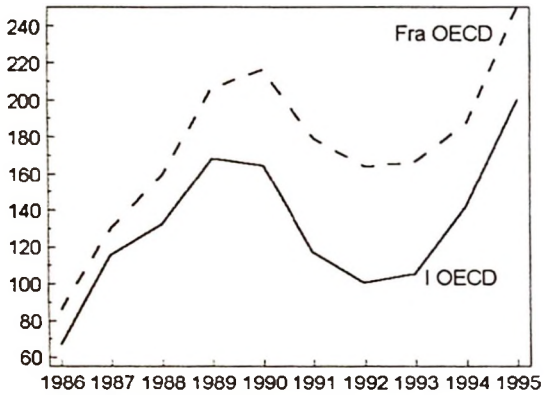
[3] For OECD som helhet har utgående og inngående investeringer stort sett vist samme utvikling de senere år. Den viktigste årsaken til dette er at utgående direkte investeringer fra OECD-land for en stor del er inngående direkte investeringer i andre OECD-land.

virksomheten. En stor del av økningen i direkte investeringer internasjonalt kan også tilskrives deregulering av markeder som tidligere var dominert av statlige monopoler. Flere land konkurrerer også aktivt om å tiltrekke seg utenlandsk kapital.

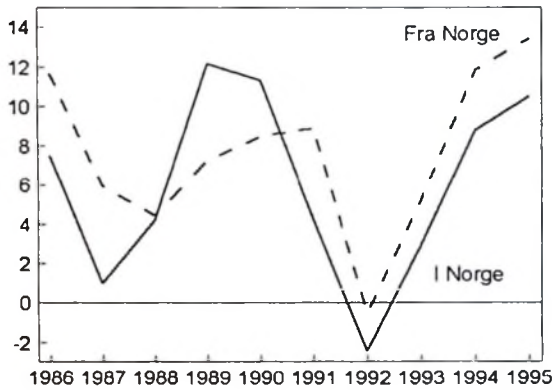
Utviklingen i direkte investeringer til og fra Norge faller som man ser av figur 1, stort sett sammen med de internasjonale trendene de senere år. Statistikken over både inngående og utgående direkte investeringer domineres imidlertid av et fåtall store foretak til tross for at den dekker et stort antall aktører. En investeringsbeslutning innen et av disse relativt store foretakene vil lett kunne overskygge eventuelle underliggende trender i materialet for øvrig.

Figur 1. Kapitalbevegelser fra direkte investeringer de siste ti år

a) OECD-landene (milliarder USD)



b) Norge (milliarder kroner)



Kilde: OECD og Norges Banks valutastatistikk

Tabell 1. Kapitalbevegelser i form av direkte investeringer til og fra Norge. 1986 - 1995. Millioner kroner. Tall i parentes angir netto desinvestering

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Direkte investeringer i utlandet										
Aksjer, parter, andeler	5 229	2 849	5 098	8 343	4 371	9 000	2 058	9 538	8 368	11 385
Investeringslån	6 418	3 076	465	(1 905)	3 440	2 461	623	(2 865)	4 562	4 185
Transaksjoner totalt	11 647	5 925	5 563	6 438	7 811	11 461	2 681	6 673	12 930	15 570
Reinvestert fortjeneste	..	..	(1 100)	800	659	(2 540)	(3 176)	(1 467)	(1 097)	(2 170)
Sum direkte investeringer	11 647	5 925	4 463	7 238	8 470	8 921	(495)	5 206	11 833	13 400
Direkte investeringer i Norge										
Aksjer, parter, andeler	3 025	4 421	276	5 980	2 260	4 860	3 419	12 591	940	3 406
Investeringslån	4 479	(3 410)	1 824	4 441	5 092	(4 764)	2 566	(2 343)	3 686	5 128
Transaksjoner totalt	7 504	1 011	2 100	10 421	7 352	96	5 985	10 248	4 626	8 534
Reinvestert fortjeneste	..	..	2 100	1 749	3 957	4 152	(8 633)	(7 305)	4 169	1 967
Sum direkte investeringer	7 504	1 011	4 200	12 170	11 309	4 248	(2 648)	2 943	8 795	10 501
Netto kapitalutgang fra direkte investeringer	4 143	4 914	263	(4 932)	(2 839)	4 673	2 153	2 263	3 038	2 899

Kilde: Norges Banks valutastatistikk.

Norges Banks statistikk på området

Før norske data blir gjennomgått mer detaljert, følger her først en kort presentasjon av statistikken på området.

Den relativt generelle definisjonen av direkte investeringer ovenfor er operasjonalisert ved å si at en investor som eier 10 prosent eller mer i et investeringsobjekt i et annet land, regnes som direkte investor, og investeringen regnes som en direkte investering. Både definisjonen av en direkte investering og den tilhørende operasjonalisering følger internasjonale retningslinjer på området. Dette er retningslinjer fastsatt av organisasjoner som IMF og OECD. Valutastatistikkseksjonen i Norges Bank utarbeider to typer statistikk over utenlandske direkte investeringer i Norge og norske direkte investeringer i utlandet.

Som ledd i seksjonens løpende arbeid med valutastatistikk for utenriksregnskapet utarbeides en månedlig statistikk. Denne bygger på meldinger fra norske valutabanker og norske foretak med konti i utlandet om gjennomførte betalinger og andre former for oppgjør mellom Norge og utlandet. Disse tallene inngår sammen med den øvrige valutastatistikken i utenriksregnskapet som publiseres av SSB[4]. Statistikken dekker betalinger i forbindelse med etablering av selskaper og kjøp av aksjer eller andeler i eksisterende selskaper. Tilførsel av lån fra morselskapet til investeringsobjektet og fordringer morselskapet får på disse selskapene ved mellomregningsordninger, regnes også som direkte investeringer. Statistikken viser således kapitalstrømmene i forbindelse med direkte investeringer. På grunnlag av tallmaterialet publiserer Norges Bank en særskilt kvartalsvis statistikk med fordeling på de viktigste land og landgrupper samt en næringsfordeling.

I tillegg til transaksjonsstatistikken er statistikkgrunnlaget på dette området utbygget gjennom årlige beholdningsundersøkelser. Disse har som siktemål å styrke datagrunnlaget for utenriksregnskapet, samtidig som de gir et viktigt supplement til den løpende transaksjonsstatistikken. Undersøkelsen av norske direkte investeringer i utlandet omfatter omkring 1000 norske investorer som står bak ca. 2000 selskaper direkte eid av norsk investor og ca. 1000 selskaper hvor den norske investor har en indirekte eierinteresse. Undersøkelsen av utenlandske direkte investeringer i Norge omfatter noe i overkant av 3000 norske selskaper eid fra utlandet.

En endring i beholdningen av direkte investert kapital skal i prinsippet vises i transaksjonsstatistikken, og vice versa. Av ulike grunner er imidlertid ikke transaksjonsstatistikken og beholdningsstatistikken direkte sammenlignbare. De viktigste årsakene til avvik er kort forklart at transaksjonsstatistikken primært måler investeringer som innebærer transaksjoner mellom Norge og utlandet. Dette betyr at det er vanskelig å dekke direkte investeringer i form av datterselskapets ekspansjon på egenhånd, reinvestert fortjeneste[5], konverteringer av andre fordringer til egenkapital o.l. Verdifastsettelsesprinsippet er også ulikt: Mens beholdningsstatistikken bygger på regnskapsoppgaver og fastsetter verdien av en investering ut fra bokførte verdier, registrerer transaksjonsstatistikken de løpende betalinger, det vil si markedsverdi. Begge kildene er imidlertid nødvendige for å beskrive utviklingen av direkte investeringer. Fordi beholdningsundersøkelsene bygger på regnskapsoppgaver og først foreligger et års tid etter utgangen av det aktuelle statistikkåret, vil den videre omtale av direkte investeringer - for å kunne være rimelig ajourført - først og fremst ta utgangspunkt i tall fra transaksjonsstatistikken. Beholdningsstatistikken vil imidlertid være kilde for reinvestert fortjeneste når denne inngår sammen med øvrige transaksjoner, og når avkastningen fra direkte investeringer kommenteres.

Betydningen av direkte investeringer

I tiårsperioden fra 1986 til 1995 har utenlandske direkte investeringer i Norge gitt en kapitalinngang på 60,0 milliarder kroner. I samme periode har norske direkte investeringer i utlandet gitt en kapitalutgang på 76,6 milliarder kroner. Totale kapitalbevegelser knyttet til direkte investeringer har slik gitt en netto kapitalutgang tilsvarende 16,6 milliarder kroner i løpet av de siste ti årene. De siste fem årene av perioden har Norge hatt store overskudd på driftsbalansen

[4] På grunn av hyppigere oppdatering av statistikkserier internt i Valutastatistikkseksjonen enn i SSB kan data som her presenteres, avvike noe fra tilsvarende tall i utenriksregnskapet.

[5] Investors andel av resultat etter skatt, fratrukket utbetalt utbytte.

overfor utlandet, og det er i disse årene at kapitalutgangen fra direkte investeringer først og fremst har funnet sted. Kapitalbevegelser i forbindelse med norske direkte investeringer i utlandet utgjorde 29 prosent av netto kapitalutgang de siste fem årene av perioden. De siste to årene har direkte investeringer i utlandet økt kraftig og stått for nær halvparten av netto kapitalutgang. Med store driftsoverskudd i årene fremover vil kunnskap om næringslivets kapitalutgang motivert av langsiktige eierinteresser i foretak utenfor Norge være viktig for forståelsen av privat sektors totale kapitalutgang.Transaksjoner i forbindelse med norske direkte investeringer i utlandet siste fem år overstiger tilsvarende utenlandske i Norge for alle hovedgrupper av næringer og sektorer[6].

Som man ser av figur 2, deles denne kapitalutgangen omtrent jevnt mellom oljerelatert virksomhet og «andre sektorer». I forhold til tidligere perioder er det først og fremst rederiene som har redusert sin rolle som eksportør av slik kapital, mens oljerelatert virksomhet i løpet av 10 år har gått fra netto kapitalmottaker til å bli en betydelig kilde for denne type kapitalutgang. Når det gjelder den geografiske fordeling, er det særlig overfor EU-landene[7] norsk næringsliv de siste fem årene har eksportert kapital i form av direkte investeringer. Blant de viktigste mottakerne er Sverige, Danmark og Storbritannia. Kapitalinngangen i løpet av denne delen av perioden kommer først og fremst fra USA. Den relativt sterkere veksten i norske investeringer ute enn for utenlandske i Norge viser seg også i våre beholdningsundersøkelser. Ved utgangen av 1993 er imidlertid fortsatt verdien av utenlandske direkte investeringer i Norge større enn tilsvarende norske investeringer i utlandet[8].

Med sikte på en grundigere gjennomgang av kapitalbevegelsene knyttet til direkte investeringer vil vi se nærmere på utviklingen i henholdsvis norske direkte investeringer i utlandet og utenlandske direkte investeringer i Norge.

Norske direkte investeringer i utlandet[9]

I løpet av perioden 1986 til 1995 har norske direkte investeringer i utlandet gitt en kapitalutgang på 76,6 milliarder kroner, hvorav 66,2 milliarder kroner i egenkapital og 20,5 milliarder kroner i lån til investeringsobjekt i utlandet. Negativ reinvestert fortjeneste[10] fra norske direkte investeringer har imidlertid redusert verdien av investeringene med 10,1 milliarder

[6] Sektor-/næringsfordelte og geografisk fordelte tall inkluderer ikke reinvestert fortjeneste.

[7] EU består her av dagens 15 medlemsland for hele perioden.

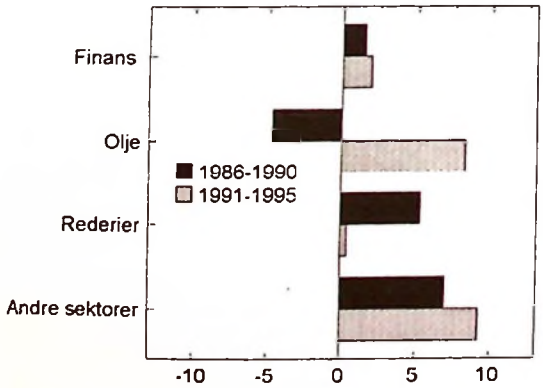
[8] Tall for 1994 foreligger i løpet av sommeren 1996.

[9] Geografisk fordeling beskriver investeringsobjektets land, mens næring-/sektorfordeling beskriver den næring/sektor norsk investor hører inn under.

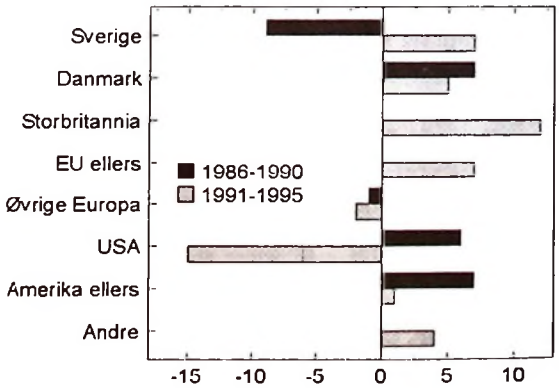
[10] Reinvestert fortjeneste blir negativ når resultat etter skatt er negativt og når utbetalt utbytte overstiger resultat etter skatt.

Figur 2. Netto kapitalutgang fra direkte investeringer i første og andre del av perioden fra 1986 til 1995. Milliarder kroner. Eksklusiv reinvestert fortjeneste

a) Sektorfordelt



b) Geografisk fordelt



Kilde: Norges Banks valutastatistikk.

kroner. Transaksjoner relatert til norske direkte investeringer i utlandet har vist en klar økning de senere år.

Når man ser på hvilke sektorer norsk investor tilhører, ser vi fra figur 3a at investeringene i utlandet hovedsakelig skjer fra «andre sektorer», herunder særlig fra foretak innen nœringen industri. Rederier og oljevirksomhet har imidlertid også vœrt betydningsfulle investorer og står for 17 prosent av investeringene i løpet av tiårsperioden. Mens rederiene stod for 10 prosent av alle investeringer første halvdel av perioden, stod de for kun 2 prosent i siste halvdel. Situasjonen er omvendt for investorer innen oljevirksomhet, som i første halvdel av perioden stod for 3 prosent av investeringene, mens de stod for 18 prosent av totalen i perioden fra 1991 til 1995. Det er også stor investeringsaktivitet fra statsforetakene[11], som de siste fem årene har investert for 13,1 milliarder kroner. Dette er 27 prosent av alle direkte investeringer i utlandet i perioden. Statistikken sier i utgangspunktet ikke noe om hvilke nœringer de norske investeringene foretas i. En gjennomgang av internasjonale data tyder imidlertid på at investor og investeringsobjekt som oftest opererer innen samme nœring.

Norske direkte investeringer i utlandet domineres av investeringer foretatt av et begrenset antall foretak. Som en illustrasjon kan det nevnes at drøyt 20 norske investorer i 1994 stod for nœr 80 prosent av beholdningen av norsk direkte investert kapital i utlandet. På FNs liste over de 100 største multinasjonale selskapene[12] er det ikke noen norske foretak. Det er imidlertid tre skandinaviske selskaper på listen, hvorav alle er svenske.

Når vi ser på den geografiske fordelingen av investeringene, viser figur 3b at det er land vi tradisjonelt har hatt økonomisk samkvem med, som også dominerer som vertsland for norske direkte investeringer. I løpet av hele perioden dekker kapitalbevegelsene knyttet til investeringer i nåvœrende EU-land og USA 85 prosent av totalen. Dette bildet er styrket de senere år, og i siste halvdel av perioden var disse områdene mål for hele 95 prosent av norske direkte investeringer. De viktigste europeiske landene for norske investorer er Sverige og Danmark, som i løpet av de siste fem årene mottok 43 prosent av investeringene. Det er særlig investeringer på det amerikanske kontinentet utenom USA, som har fått redusert betydning. Dette kan forklares ved transaksjoner knyttet til utflagging av norske skip, som var av stor betydning tidlig i perioden.

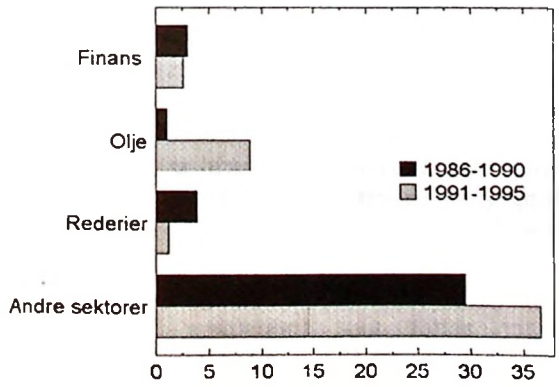
Det er stor internasjonal interesse knyttet til utviklingen av direkte investeringer i de raskt

[11] Disse er inkludert i tallene for oljerelatert virksomhet og industri ovenfor. I figur 3 er statsforetak ikke spesifisert, men inkludert i «olje» og «andre sektorer».

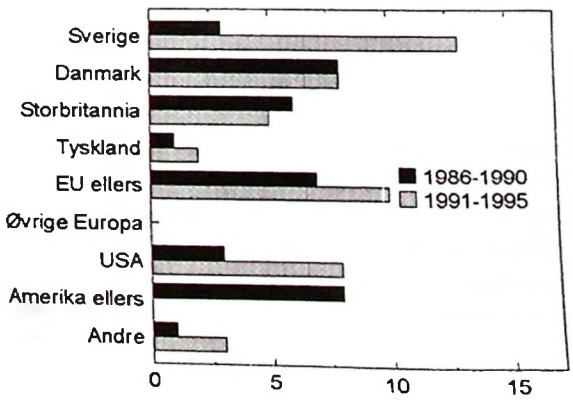
[12] Rangert etter verdien av deres fordringer på utlandet i 1993

Figur 3. Norske direkte investeringer i utlandet i første og andre del av perioden fra 1986 til 1995. Milliarder kroner. Eksklusiv reinvestert fortjeneste.

a) Sektorfordelt



b) Geografisk fordelt



Kilde: Norges Banks valutastatistikk.

voksende asiatiske økonomiene og i det tidligere Øst-Europa. Våre tall viser imidlertid at kapitalstrømmene fra norske investorer til disse landene foreløpig er meget begrenset. Netto investeringer til det tidligere Øst-Europa har som eksempel summert seg til ca. 300 millioner kroner siden 1992. Lave kapitalbevegelser til disse områdene er imidlertid fortsatt typisk for de fleste Vest-Europeiske land. En forklaring på dette er at foretakene hittil har prioritert posisjonering med hensyn til den regionale integrasjon i Vest-Europa. Investeringer i land utenfor OECD har i siste halvdel av perioden utgjort 8 prosent av norsk direkte investert kapital i utlandet.

1995 var et rekordår for norske direkte investeringer i utlandet. Dette året investerte norske foretak for 11,4 milliarder kroner i egenkapital i utlandet samtidig med at de økte sine lånefordringer på investeringsobjektene med 4,2 milliarder kroner. Det var særlig foretak tilknyttet industrien som investerte i utlandet. Med utgangspunkt i anslag på resultatene i de utenlandske investeringobjektene korrigert for utbetalt utbytte, gav fjoråret en negativ reinvestert fortjeneste på 2,2 milliarder kroner. Dette gav til sammen en økning i direkte investeringer i utlandet på 13 prosent i forhold til investeringer foretatt i 1994.

Utenlandske direkte investeringer i Norge[13]

I tiårsperioden 1986 til 1995 har utenlandske direkte investeringer i Norge gitt en kapitalinngang på 60,0 milliarder kroner, hvorav 41,2 milliarder kroner i form av aksjer og annen egenkapital, 16,7 milliarder kroner i form av ulike lån fra utenlandsk investor til norsk investeringsobjekt samt 2,1 milliarder kroner i form av reinvestert fortjeneste. Investeringene har variert sterkt fra år til år, så det er vanskelig å se klare trender i utviklingen. Det er imidlertid interessant at kapitalinngangen fra utenlandske direkte investeringer i Norge er redusert i siste halvdel av perioden sammenlignet med utviklingen på slutten av åttitallet. Dette skyldes en betydelig negativ reinvestert fortjeneste fra investeringsobjektene i denne delen av perioden. Den negative reinvesterte fortjenesten skriver seg hovedsakelig fra at utenlandske investorer, særlig innen oljesektoren, i 1992 og 1993 hjemførte akkumulert egenkapital fra sine norske datterselskaper i stort omfang. Denne hjemføringen hadde trolig sammenheng med skatte- og regnskapsreformen som ble vedtatt i 1992.

I beholdningen av utenlandske direkte investeringer i Norge har investeringer i oljerelatert virksomhet lenge vært fremtredende. Ved utgangen av 1994 var 47 prosent av total beholdning av utenlandske investeringer foretatt i slike næringer. Som vi ser av figur 4a, viser imidlertid transaksjonene for de senere årene at betydningen av oljerelatert virksomhet for slik kapitalinngang er redusert, og at ny kapital nå stort sett går til foretak innen «andre sektorer».

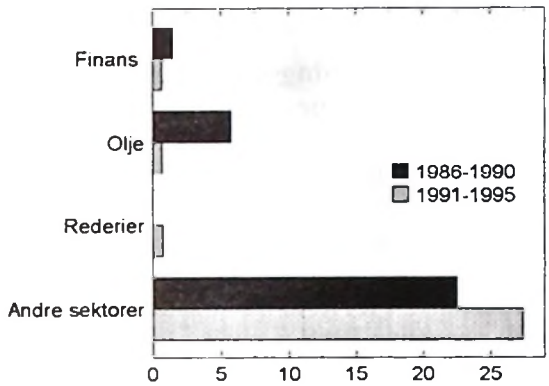
Når vi ser på figur 4b, som viser den geografiske fordelingen av kapitalbevegelsene etter investorenes hjemland, ser vi at majoriteten av investeringene stammer fra Vest-Europa og USA. 57 prosent av investeringene i hele perioden er fra investorer hjemmehørende innen EU. Inkluderer vi også USA, dekkes 93 prosent av netto kapitalinngang fra slike investeringer i hele tiårsperioden. EU-landenes investeringer i Norge er redusert fra en andel på 96 prosent av kapitalinngangen de første fem årene til 20 prosent i siste halvdel av perioden. Dette skyldes først og fremst reduserte investeringer fra Sverige og store desinvesteringer i forbindelse med investeringer fra Storbritannia. Samtidig har kapitalinngangen fra USA økt sin andel til 80 prosent. EU og USA dekker dermed 100 prosent av netto kapitalinngang fra utenlandske investeringer de siste fem årene. Norge mottar også investeringer fra land utenfor EU og USA, men på grunn av en del desinvesteringer blir disse netto null i de fem siste årene.

I året 1995 gav kapitaltransaksjoner fra utenlandske direkte investeringer i Norge en netto kapitalinngang på 10,5 milliarder kroner. Nær halvparten av dette var i form av økte lånefordringer på investeringsobjektene, mens resten bestod av 3,4 milliarder kroner i egenkapitaltilførsel og 2,0 milliarder kroner i reinvestert fortjeneste. Dette året var særlig direkte investeringer rettet mot industrien fremtredende. Investeringer fra EU stod for hele 91 prosent av totalen, og det var særlig Sverige og Storbritannia som kom tilbake som viktige investorland.

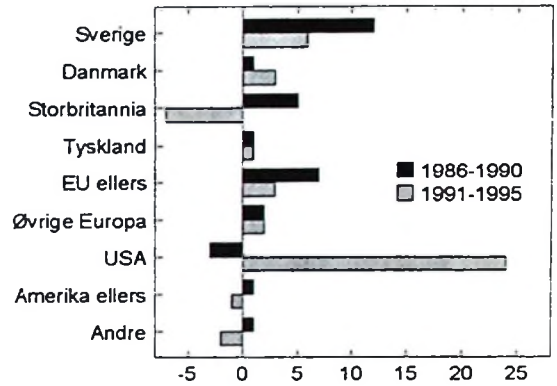
[13] Geografisk fordeling beskriver investors hjemland, mens næring-/sektorfordeling beskriver den næring/sektor norsk investeringsobjekt hører inn under.

Figur 4. Direkte investeringer i Norge i første og andre del av perioden fra 1986 til 1995. Milliarder kroner. Eksklusiv reinvestert fortjeneste

a) Sektorfordelt



b) Geografisk fordelt



Kilde: Norges Banks valutastatistikk.

Avkastning på direkte investeringer

Investors avkastning på direkte investert kapital består av flere komponenter. Den er her definert som investors andel av reinvestert fortjeneste, andelen av faktisk utbetalt utbytte samt renteinntekter på netto lånefordringer. Valutastatistikkens transaksjonsstatistikk og utenriksregnskapet skiller ikke mellom avkastning fra direkte investeringer og annen kapitalavkastning, for eksempel fra porteføljeinvesteringer. Med utgangspunkt i regnskapsdata fra Norges Banks årlige investeringstellinger kan man imidlertid se på sammensetningen og utviklingen av avkastningen på slike investeringer. Informasjon om avkastning som fremkommer gjennom disse undersøkelsene er ikke ment å gi inngående lønnsomhetsbetraktninger om selskapene som er med. En fullstendig lønnsomhetsanalyse vil måtte omfatte også andre regnskapsdata samt nærmere kjennskap til forhold i de enkelte selskapene som ikke kommer til uttrykk i den infomasjonen vi har tilgjengelig.

Tabell 2 viser de utenlandske investorers avkastning på direkte investeringer i Norge og norske investorers avkastning på direkte investeringer i utlandet. Statistikken viser at avkastningen på direkte investeringer i Norge i perioden fra 1991 til 1994, slik vi her har målt den, har utgjort mellom 8 og 16 prosent av investert kapital. I 1994 gav investeringene en avkastning til utenlandske investorer på 14,6 milliarder kroner. Mens 47 prosent av beholdningen av utenlandske investeringer var i oljerelatert virksomhet, var hele 61 prosent av avkastningen fra tilsvarende virksomhet.

Norske direkte investeringer i utlandet har ifølge statistikken gitt negativ avkastning til de norske investorene hvert år vi her ser på. I 1993 var for eksempel de norske investorers andel av samlet underskudd i direkte eide investeringsobjekter på 1,5 milliarder kroner. Til dette kom imidlertid renteinntekter og avkastning fra indirekte eide selskaper som reduserte den negative avkastningen til 0,4 milliarder kroner. En nærmere gjennomgang av materialet viser en overvekt av antall selskaper med positiv avkastning, men at disse overskuddene ikke er tilstrekkelig til å gi positiv avkastning på norske investeringer i utlandet totalt.

Tabell 2. Avkastning på direkte investeringer i Norge og på norske direkte investeringer i utlandet. Millioner kroner

	1991	1992	1993	1994
Direkte investeringer i Norge	15 200	7 900	9 300	14 600
Norske direkte investeringer i utlandet	(300)	(1 900)	(400)	...

Kilde: Norges Banks valutastatistikk (beholdningsundersøkelsen).

GJELDSBETJENINGSEVNEN I HUSHOLDNINGSSEKTOREN

Harald Johansen, kontorsjef i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Artikkelen beskriver utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1984 - 1995. I tillegg presenteres resultatene av fremskrivninger for perioden 1996-99. Denne type analyser er en viktig del av Norges Banks arbeid med å overvåke finansiell utsatthet i finanssektoren. Analysen viser at andelen husholdninger med høye renteutgifter i forhold til kontantoverskuddet økte betydelig i andre halvdel av 80-årene for deretter å avta sterkt utover på 90-tallet. Gjeldsbetjeningsevnen til husholdningene er dermed betydelig bedret i løpet av 1990-tallet, samtidig som verdien av boligformuen har økt sterkt siden første kvartal 1993. Fremskrivningene viser at gjeldsrenter i forhold til kontantoverskudd kan falle til 7-8 prosent i 1999, mens andelen var 20 prosent i 1988.

Oppsummering

På sitt høyeste i 1988 utgjorde gjeldsrenter i gjennomsnitt 20 prosent av kontantoverskuddet til husholdningene. For 1995 viser beregningene våre at gjeldsrenteandelen falt til om lag 10 prosent av kontantoverskuddet. Både for selvstendig næringsdrivende og for lønnsmottakere har det skjedd en markant bedring i gjeldsbetjeningsevnen. Den relative bedringen er størst for selvstendig næringsdrivende, som i utgangspunktet er den gruppen som har størst gjeldseksponering. Også pensjonistene har bedret sin gjeldsbetjeningsevne. De har netto rentebærende fordringer og har derfor tapt på renteredukssjonen. Økningen i pensjoner etc. har imidlertid motvirket dette.

For lønnsmottakerne har vi utført noen enkle følsomhetsanalyser. Disse viser at gjennomsnittslønnsmottakeren tåler en relativt stor renteøkning (2-3 prosentpoeng) før gjeldsbetjeningsevnen blir vesentlig svekket. Videre viser den at en økning i gjelden på 10 prosent, gitt uendret rente, ikke svekker gjennomsnittslønnsmottakerens gjeldsbetjeningsevne særlig mye. Men dersom arbeidsledigheten tar seg opp, vil en rekke lønnsmottakere få betalingsvansker.

Norges Banks makroøkonomiske fremskrivninger indikerer en ytterligere forbedring i perioden fram til 1999, med et nivå på gjeldsrentene på mellom 7 og 8 prosent av kontantoverskuddet i 1999. Husholdningenes netto finansinvesteringer er positive gjennom hele perioden og ser ut til å kunne bli nokså høye mot slutten av perioden. Også når en tar hensyn til usikkerheten i fremskrivningene, kan en med stor sannsynlighet slutte at gjeldsbetjeningsevnen fram mot århundreskiftet blir vesentlig bedre enn på 80-tallet. I de makroøkonomiske fremskrivningene forutsettes det at husholdningene lærte av de feilene som ble gjort på 80-tallet, og derfor ikke gjennomfører en lignende gjeldsoppbygging i denne konjunkturoppgangen. I ett alternativ har vi imidlertid forutsatt at husholdningene øker gjelden betydelig. I et annet alternativ kombinerer vi sterk gjeldsøkning med økte utlånsrenter, noe som vil føre til betydelig svekket gjeldsbetjeningsevne i forhold til basisalternativet. Gjeldsbetjeningsevnen vil i fremskrivningsperioden likevel være gunstig sammenlignet med situasjonen i siste halvdel av 80-årene. Andre indikatorer (brutto utlån i forhold til brutto fordringer, brutto utlån i forhold til boligkapital, og disponibel inntekt i forhold til boligkapital) bekrefter dette bildet. De antyder en stabil utvikling og ligger på et vesentlig gunstigere nivå enn på 80-tallet.

Mål på gjeldsbetjeningsevnen

Husholdningenes kontantoverskudd gir uttrykk for evnen til å betale for varer og tjenester og betjene gjeld i form av renter og avdrag. Kontantoverskuddet er beregnet som summen av yrkesinntekt, renteinntekt og overføringer minus skatter (inntekt etter skatt). Nedenfor fokuseres det på forholdstallet «gjeldsrenter i forhold til kontantoverskudd». Et høyt nivå på forholdstallet betyr at en stor del av kontantoverskuddet går med til å dekke gjeldsrenter.

Da blir en mindre del igjen til kjøp av varer og tjenester og til betaling av avdrag.

Dersom avdragene på husholdningenes gjeld og de faste konsumutgiftene har utgjort en stabil andel av kontantoverskuddet over tid, vil det forholdstallet som vi har beregnet, gi et rimelig bilde av utviklingen. Siden det imidlertid er sannsynlig at også avdragsbelastningen har økt som følge av økt gjeld, må vi anta at forverringen i gjeldsbetjeningsevnen i siste halvdel av 80-årene har vært noe større enn det som framgår av våre beregninger.

Kontantoverskuddet gir ikke et fullgodt bilde av gjeldsbetjeningsevnen. De finansielle fordringene til husholdningene representerer en likviditetsreserve som i mange tilfeller kan realiseres, og som det derfor kunne vært naturlig å ta hensyn til ved beregning av gjeldsbetjeningsevnen.

I det følgende presenteres først beregningene for gjennomsnittet av hele utvalget, og så redegjøres det for resultatene for gjennomsnittshusholdningen i ulike sosioøkonomiske grupper og i forskjellige aldersgrupper. Deretter drøftes spredningen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne. Til slutt drøftes resultatene av fremskrivningene for perioden 1996-99.

Gjeldsbetjeningsevnen for gjennomsnittshusholdningen og i de ulike sosioøkonomiske gruppene

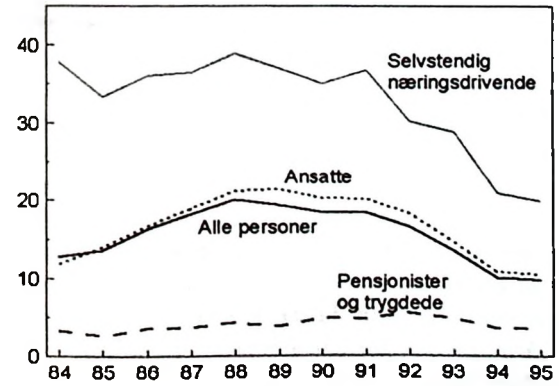
Gjeldsbetjeningsevnen til husholdningssektoren er betydelig bedret i løpet av 1990-tallet, jf figurene 1 og 2. I tillegg til likviditetsbedringen har verdien av boligformuen økt kraftig. Dette avspeiles også i reduserte tap på bankenes utlån til personmarkedet.

I 1984 var forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd om lag 0,13, mens det for 1988 er beregnet til 0,20, som indikerer en betydelig forverring av gjeldsbetjeningsevnen. Både for 1994 og 1995 anslås forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd til om lag 0,10. For 1994 har vi beregnet en reduksjon i gjeldsrentene på nærmere 25 prosent som følge av den sterke nedgangen i bankenes utlånsrenter. Reduksjonen i gjeldsrentene er betydelig større enn fallet i renteinntektene. Dette skyldes at husholdningene har netto rentebærende gjeld. For 1995 anslår vi en svak økning i renteutgiftene.

Differansen mellom kontantoverskudd og gjeldsrenter (differansen er tilnærmet lik disponibel inntekt) har i løpende kroner økt i hele perioden. Ved å regne om denne differansen til 1994-kroner kommer vi fram til en størrelse som vi betegner som privatpersonenes «kjøpekraft», og som gir uttrykk for utviklingen i privatpersoners mulighet til å konsumere varer og tjenester samt å betale avdrag på gjeld. Våre beregninger viser at kjøpekraften har bedret seg med 8 prosent fra 1989 til 1994.

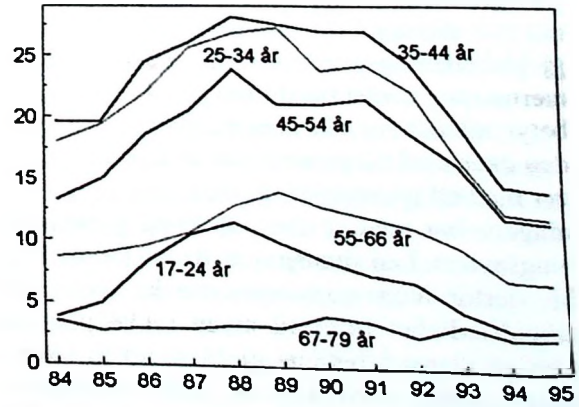
Husholdningene hadde store negative netto finansinvesteringer i perioden 1986-88. I denne perioden lånefinansierte husholdningene både konsum og realinvesteringer. Etter dette (med unntak for 1990) har netto finansinvesteringer vært positive. En betydelig del av fordringsoppbyggingen skyldes økte krav på livsforsikrings-

Figur 1. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Sosioøkonomiske grupper



Kilde: Norges Bank

Figur 2. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Aldersgrupper



Kilde: Norges Bank

selskapene. Dette er fordringer som ikke får likviditetsvirkning for husholdningene før etter mange år. Dersom en korrigerer for oppbyggingen av forsikringskrav, finner en at «netto finansinvesteringer eksklusive endring i forsikringskrav» var negativ fram til og med 1991, sterkt positiv i 1992 og så negativ igjen i 1993 og 1994. Husholdningene har m.a.o. også den siste perioden økt rentebærende gjeld mer enn rentebærende fordringer. Dette betyr at følsomheten for renteendringer har økt, det vil si at en økning i renten alt annet like nå har større negativ likviditetseffekt enn tidligere.

For *samtlige sosioøkonomiske grupper* har gjeldsrenter i prosent av kontantoverskuddet avtatt i perioden. Det er derfor rimelig å konkludere med at gjeldsbetjeningsevnen i løpet av 90-årene har bedret seg for alle gruppene. Samtlige grupper har også bedret kjøpekraften målt i 1994-kroner.

Rentenedgangen førte til en sterk bedring i gjeldsbetjeningsevnen for *selvstendig næringsdrivende* i 1992 og 1993, en tendens som ble forsterket ytterligere i 1994. I toppåret 1988 var gjeldsbetjeningsraten om lag 0,40, mens den i 1995 er beregnet til 0,20. Den finansielle risikoen for gruppen er sterkt redusert. Gruppen har gjennomført en finansiell konsolidering, men den viktigste årsaken til den sterke bedringen er utvilsomt den generelle rentenedgangen.

For *lønnsmottakerne* utgjorde gjeldsrentene om lag 20 prosent av kontantoverskuddet i 1988 og 1989. Fra 1992 til 1993 ble forholdet redusert med nesten 4 prosentpoeng til 14,6 prosent. Vi har beregnet en ytterligere reduksjon på 4 prosentpoeng fra 1993 til 1994 og et uendret forholdstall fra 1994 til 1995.

Beregningene viser videre at de fleste inntektsgruppene av lønnsmottakere tåler en relativt stor økning i rentenivået eller i gjelden før gjeldsbetjeningsevnen svekkes så mye at den nærmer seg nivået fra slutten av 1980-tallet. Det betyr mindre for alle inntektsgruppene at gjelden øker med 10 prosent enn at rentenivået stiger med ett prosentpoeng. Små endringer i lønningene har relativt liten effekt på gjeldsbetjeningsevnen. I en situasjon med små lønnstillegg blir derfor denne variabelen mindre viktig. Økt arbeidsledighet fører til at en rekke personer som nå klarer å betjene gjelden, vil få relativt store vansker med å svare sine forpliktelser. Utviklingen i antall sysselsatte og antall arbeidsledige er derfor viktige indikatorer for å forutsi betalingsproblemer i husholdningene.

Pensjonister og andre trygdede har i hele perioden hatt god gjeldsbetjeningsevne. På det meste (i 1992) utgjorde gjeldsrentene nesten seks prosent av kontantoverskuddet. Etter dette har forholdstallet bedret seg, og for 1995 har vi beregnet andelen til om lag 4 prosent. I motsetning til de andre gruppene har pensjonistene positive netto rentebærende fordringer. Det betyr at rentenedgangen svekker gruppens økonomiske stilling. På den annen side har andre inntektskomponenter bidratt positivt, slik at kjøpekraften bedret seg med nesten tolv prosent fra 1984 til 1994.

Også når en retter fokus mot utviklingen i ulike aldersgruppers gjeldsbetjeningsevne, er utviklingen entydig positiv. Personer i *aldersgruppene 25 - 34 år og 35 - 44 år* har over hele perioden fram til 1994 hatt den svakeste gjeldsbetjeningsevnen av samtlige aldersgrupper. Det er følgelig også disse aldersgruppene som har fått den største nytten av rentenedgangen de senere årene. For 1995 viser beregningene at gjeldsrentene utgjør mellom 12 og 14 prosent av kontantoverskuddet, mens andelen i 1988 og 1989 var 27-28 prosent. Også for *aldersgruppen 45 - 54 år* har det skjedd en kraftig bedring i gjeldsbetjeningsevnen og i kjøpekraften. For de andre gruppene har bedringen vært mindre, noe som gjenspeiler at disse gruppene har lavere gjennomsnittlig gjeld.

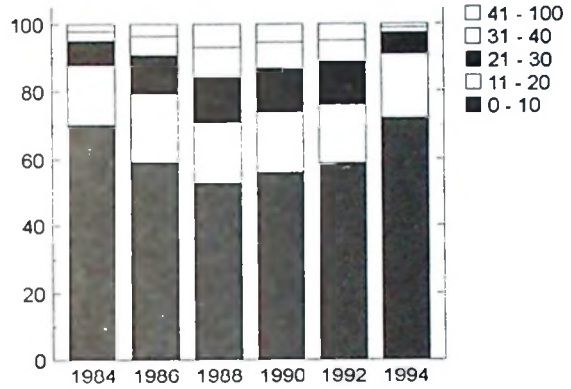
Husholdninger med svak gjeldsbetjeningsevne

Det er i første rekke husholdninger med høy gjeldsbelastning som vil kunne ha problemer med å betjene sin gjeld. Derfor er det særlig en bedring i gjeldsbetjeningsevnen til disse gruppene som vil redusere faren for tap i finansinstitusjonene. For å belyse størrelsesordenen for slike effekter har vi beregnet hvilken andel av husholdningene som har gjeldsrenter på mindre enn 10 prosent av kontantoverskuddet, og tilsvarende andeler for intervallene 11-20, 21-30, 31-40 og 41-100 prosent. Disse beregningene er også utført for de tre sosioøkonomiske hovedgruppene (se figur 3a-d).

Alle husholdninger. Figur 3a viser at andelen husholdninger med gjeldsrenter over 30 prosent av kontantoverskuddet steg fra 5 prosent i

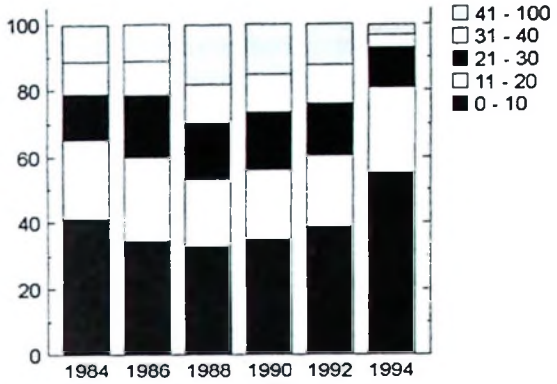
Figur 3. Fordeling av husholdningene på grupper med ulik grad av gjeldsrentebelastning (gjeldsrenter som prosent av kontantoverskudd)

a. Alle husholdninger



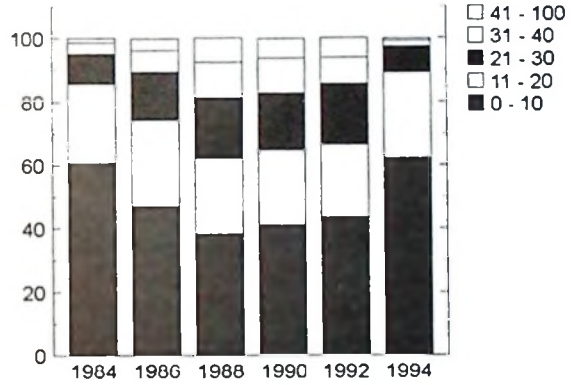
Kilde: Norges Bank

b. Selvstendig næringsdrivende



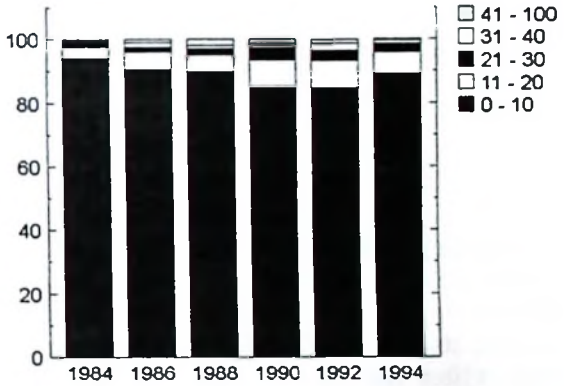
Kilde: Norges Bank

c. Lønnstakere



Kilde: Norges Bank

d. Pensjonister og trygdede



Kilde: Norges Bank

1984 til noe mer enn 15 prosent i 1988 for så å falle til i underkant av 3 prosent i 1994. Andelen husholdninger med gjeldsrenter over 20 prosent av kontantoverskuddet viser samme utvikling. Tallmaterialet viser at andelen med høy gjeldsbelastning er betydelig redusert siden 1988, og en kan derfor konkludere med at den sterke bedringen i gjennomsnittshusholdningens gjeldsbetjeningsevne ikke utelukkende skyldes at de i utgangspunktet gunstigst stilte husholdningene har fått det bedre.

Selvstendig næringsdrivende. I 1984 hadde nesten 21 prosent av selvstendig næringsdrivende gjeldsrenter på mer enn 30 prosent av kontantoverskuddet. Andelen steg til nesten 30 prosent i 1988. Etter dette har andelen falt betydelig, til 7 prosent i 1994.

Lønnsmottakere. Mindre enn 5 prosent av gruppen betalte i 1984 mer enn 30 prosent av kontantoverskuddet som gjeldsrenter. Andelen steg til 19 prosent i 1988, men falt deretter og var i 1994 på mellom 2 og 3 prosent. Både gruppene med gjeldsrenter på mellom 21 og 30 og mellom 31 og 40 prosent av kontantoverskuddet ble betydelig mindre fra 1988 til 1994.

Pensjonister og andre trygdede. For pensjonistene og andre trygdede utgjør gjeldsrentene en relativt liten del av kontantoverskuddet. Fram til 1988 var høyere gjeldsrenteandel enn 10 prosent av kontantoverskuddet situasjonen for mindre enn 10 prosent av pensjonistene. Andelen økte noe fram til 1992, men var i 1994 mindre enn 10 prosent igjen. Pensjonistene som gruppe har en solid finansiell stilling, men har

de siste årene fått en kraftig reduksjon i den løpende avkastningen på sine finansielle fordringer.

For å belyse utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen for ulike inntektsgrupper er husholdningene delt inn i desiler etter kontantoverskuddet. Desil 1 innenholder de 10 prosent av husholdningene som har lavest kontantoverskudd for perioden 1984-94. Desil 2 inneholder de neste 10 prosent av husholdningene rangert etter størrelsen på kontantoverskuddet osv. Det gjennomsnittlige forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd og differansen mellom gjennomsnittlig kontantoverskudd og gjennomsnittlige gjeldsrenter er beregnet for hver desil.

Gjeldsrenter som andel av kontantoverskudd er lavest for desiler med lavest kontantoverskudd i de fleste av årene fra 1984 til 1994. Desiler med høyest kontantoverskudd har i gjennomsnitt høyest forhold mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd i alle årene. Generelt viser tallene at gjeldsrenteandelen er vesentlig lavere for lavinntektsgruppene enn for høyinntektsgruppene.

Dette innebærer at det er høyinntektsgruppene som trekker opp forholdstallet. Differansen mellom kontantoverskuddet og renteutgiftene er vesentlig større for høyinntektsgruppene enn for lavinntektsgruppene. Høyinntektsgruppene tåler derfor trolig store renteøkninger bedre enn lavinntektsgruppene. Lavinntektsgruppene har relativt liten gjeld, men har gjennomgående lite å gå på før en renteøkning fører til betalingsproblemer. Den observerte fordelingen av rentebelastningen er resultatet av et samspill mellom husholdningenes etterspørsel og finansinstitusjonenes tilbud, der både betalingsevne og pantegrunnlag er vurdert. Dette samspillet gir en fordeling av gjeld som ut fra hensynet til finansiell stabilitet er gunstigere enn om alle husholdninger hadde samme opplåningsgrad.

Tilgjengelig statistikk indikerer dermed god finansiell robusthet i husholdningene. Bankenes tap på utlån til husholdningssektoren var relativt lave under bankkrisen, men økte likevel betydelig fra perioden før bankkrisen. Vi har ikke hatt tilgang til informasjon om hvilke typer husholdninger som forårsaket økningen. Den betydelige økningen skyldes trolig både økning i tap på utlån til lavinntektshusholdninger og store tap på utlån til husholdninger med relativt høy inntekt innenfor gruppen selvstendig næringsdrivende.

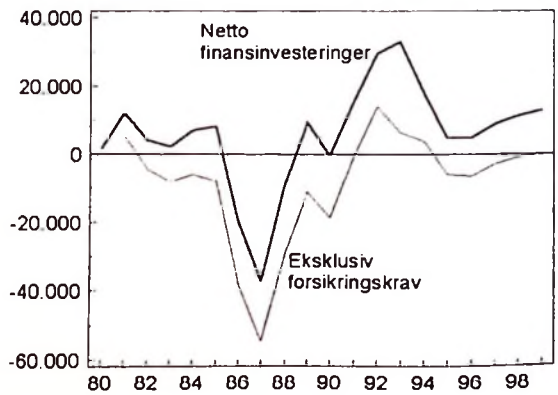
Fremskrivning av finansielle indikatorer for husholdningene

I Norges Banks kvartalsmodell RIMINI beregnes enkelte finansielle indikatorer for husholdningene. Nedenfor drøftes hvordan disse indikatorene utvikler seg i de makroøkonomiske fremskrivningene. I tillegg er det utført beregninger som viser effekten av høyere gjeldsoppbygging enn i referansebanen og av kombinasjonen høyere rentenivå og høyere gjeldsoppbygging, jf. omtale i egen ramme.

Resultatene fra fremskrivningene tyder på at husholdningene den neste fireårsperioden vil være i en gunstig finansiell stilling. Renteutgiftene fortsetter å avta som andel av kontantoverskuddet, og de andre finansielle indikatorene er stabile over fremskrivningsperioden på et vesentlig gunstigere nivå enn på 80-tallet. Netto finansinvesteringer er positive gjennom hele perioden og ser ut til å bli relativt høye mot slutten av perioden. Netto finansinvesteringer eksklusive endring i forsikringskrav er imidlertid negative fram til 1999, noe som betyr at husholdningenes likviditet trolig vil utvikle seg noe svakere.

Netto finansinvesteringer: Netto finansinvesteringer er positive hvert år i fremskrivningsperioden (figur 4). I 1996 er de på noe under 5 mrd. kroner, for deretter å øke gradvis fram til nesten 13 mrd. kroner i 1999. Gjennom hele 80-tallet og hittil på 90-tallet har en betydelig del av finanssparingen gått til oppbygging av forsik-

Figur 4. Netto finansinvesteringer med og uten forsikringskrav, med fremskrivninger til 1999



Kilde: Norges Bank

Bruk av økonomiske modeller i prognosearbeidet

Analysen av utviklingen i finansiell utsatthet i husholdningene er basert på beregninger av finansielle indikatorer i den kvartalsvise makromodellen RIMINI. Indikatorene er fremskrevet for perioden fra fjerde kvartal 1995 til fjerde kvartal 1999 og basert på referansebanen for de makroøkonomiske fremskrivningene. Prognoseusikkerhet og fremskrivningsfeil kan sies å være iboende egenskaper ved «rene» modellbaserte prognoser[1]. Det er derfor ikke uvanlig at brukerne av makroøkonomiske modeller kan forbedre prognosene ved å gjøre korreksjoner for å ta hensyn til informasjon som kompletterer den informasjonen som allerede er ivaretatt i modellen. I de makroøkonomiske fremskrivningene har en valgt å overstyre RIMINI ut fra en oppfatning om at visse mekanismer i modellen ikke virker på samme måte i prognoseperioden som i estimeringsperioden.

I figur 6 er det lagt inn anslag på øvre og nedre grenser i et 95-prosent konfidensintervall. Usikkerhetsberegningene tar bare hensyn til restleddsusikkerheten. Det er med andre ord sett vekk fra bidragene til usikkerheten i fremskrivningene som kan tilbakeføres til usikkerhet i modellens parametre og usikkerheten som er knyttet til anslagene på alle eksogene variable over fremskrivningsperioden.

For å få større innsikt i følsomheten til de ulike indikatorene for endringer i sentrale variabler, er det gjort to supplerende beregninger. I de makroøkonomiske fremskrivningene legges det til grunn at gjeldsoppbyggingen i husholdningene blir mindre enn RIMINI predikerer. Når en velger å overstyre RIMINI på dette punktet, er det fordi en tror at husholdningene og bankene har lært av de feilene som ble gjort på 80-tallet. I ett av våre alternativ overstyres ikke RIMINI, slik at veksten i husholdningenes gjeld blir vesentlig større enn i referansebanen. Dette gir også et annet forløp for en rekke andre variabler i modellen. I et annet alternativ kombineres gjeldsøkningen med en renteøkning, som på sin side bidrar til å dempe den initiale gjeldsøkningen.

Denne typen følsomhetsanalyser er nyttig når en skal gi et bilde av husholdningssektorens sårbarhet for endringer i makroøkonomiske variabler. Slike analyser kan også gi svar på hvilke variabler som er særlig kritiske for utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen. En viktig egenskap er at endring i en variabel fører til endringer i andre endogene variabler, som igjen kan føre til endring i den opprinnelige variabelen (simultanitet).

[1] Jf. R. Nymoen: Hvorfor er makroøkonomiske framskrivninger så usikre?, arbeidsnotat nr. 6 (1994) fra Norges Bank.

ringsfordringer. Slike fordringer er mindre likvide enn f eks bankinnskudd, aksjer og obligasjoner, og gir heller ingen løpende avkastning som husholdningene disponerer. De virker trolig i mindre grad som støtpute ved finansielle problemer. Forsikringskrav kan imidlertid gi grunnlag for låneopptak, siden de vil medføre bedre gjeldsbetjeningsevne senere i livet. Det er grunn til å tro at det i hovedsak er grupper med høy inntekt som sparer på denne måten. Når en trekker ut den delen av finansinvesteringene som plasseres i forsikringskrav, kommer en fram til en størrelse som kanskje gir et vel så godt uttrykk for finansiell konsolidering som de totale finansinvesteringene. Finansinvesteringene eksklusive endringer i forsikringskrav var negative fram til og med 1991. Etter dette har de vært positive. Våre fremskrivninger indikerer at de blir negative fram til 1998, mens modellen gir et svakt positivt tall for 1999.

Renteutgifter i forhold til kontantoverskudd: Ifølge de makroøkonomiske fremskrivningene (referansebanen) faller gjeldsrentene i prosent av kontantoverskuddet fra et gjennomsnitt på 8,5 i 1995 til 7,4 i 1999. Dette er betydelig lavere enn toppnivået på nesten 18 prosent i 1988, jf. figur 5. Den øvre grensen i 95-prosent konfidensintervallet i 1999 er på om lag 9,0 prosent, jf figur 6. Det betyr at en med rimelig stor grad av sannsynlighet kan slutte at gjeldsbetjeningsevnen ved utgangen av fremskrivningsperioden blir vesentlig bedre enn på 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet.

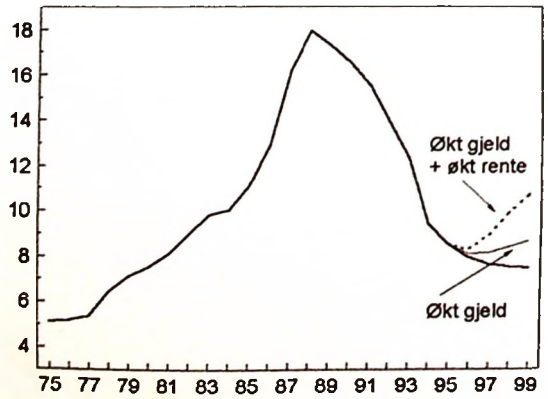
I figur 5 vises også hva som skjer når vi forlater referansebanen og lar RIMINI alene bestemme gjeldsoppbyggingen i husholdningssektoren. Gjeldsbetjeningsevnen svekkes da noe som følge av økte renteutgifter, men er fortsatt betydelig bedre enn på slutten av 80-tallet. For 1996 er utslagene meget begrenset, mens gjeldsøkningen svekker forholdstallet med 1,2 prosentpoeng i 1999 sammenlignet med referansebanen.

Dersom vi forutsetter at sterkere gjeldsøkning (enn i referansebanen) ledsages av økt rentenivå (+ 2½ prosentpoeng i 1999), svekkes forholdstallet betraktelig, men det er ennå langt igjen til situasjonen fra slutten av 80-tallet. Ved utgangen av 1999 har kombinasjonen av gjelds- og renteøkning svekket forholdstallet med 3,2 prosentpoeng i forhold til referansebanen. Dersom denne utviklingen skulle fortsette i perioden etter fremskrivningsperioden, ville det være grunn til bekymring.

Brutto utlån i forhold til boligkapital: Forholdstallet gir en indikasjon på hvor god sikkerhet finansinstitusjonene har i boligmassen for utlånene til husholdningene. En økning i forholdstallet indikerer svekket sikkerhet for bankene og kan også være en indikasjon på økt kredittfinansiert konsum.

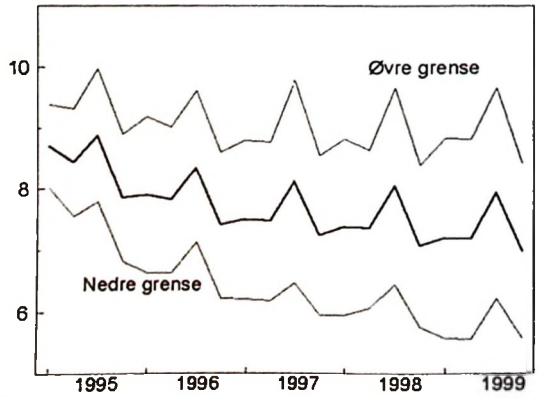
I referansebanen er forholdet mellom brutto utlån og boligkapital stabilt over hele fremskrivningsperioden og vesentlig lavere enn i perioden 1990-93, jf. figur 7. Også øvre grense i konfidensintervallet ligger betydelig lavere enn

Figur 5. Husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, med fremskrivninger til 1999



Kilde: Norges Bank

Figur 6. Husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, med 95-prosent konfidensintervall



Kilde: Norges Bank

i denne perioden. Utviklingen i indikatoren støtter opp under det bildet som tegnes av de andre indikatorene, og gir (isolert sett) liten grunn til bekymring.

Erfaringene det siste tiåret tyder på at det er en nær sammenheng mellom utviklingen i boligmarkedet og kredittmarkedet. Dette gjenspeiles i modellberegningene ved at det gjør seg gjeldende ganske sterke samspilleffekter mellom utlånsvekst og veksten i boligpriser. Sterkere gjeldsøkning opptrer dermed ofte sammen med sterkere boligprisvekst. Dette kan føre til at forholdet mellom gjeld og boligkapital kan bli redusert når gjelden øker, siden det samtidig kan være sterk vekst i boligprisene. I våre beregninger fører større gjeldsøkning enn i referansebanen til en svak reduksjon i forholdstallet. Dersom det ikke er realøkonomisk dekning for gjeldsøkningen, er ikke tolkningen av utviklingen i indikatoren entydig. Reduksjonen i forholdstallet kan da skyldes irrasjonell prising («boble») i boligmarkedet.

Kombineres større gjeldsøkning enn i referansebanen med oppgang i rentenivået, reduseres også forholdstallet, men noe mindre enn ved kun en gjeldsøkning. Renteøkningen bidrar til å dempe prisstigningen i boligmarkedet og til å redusere veksten i gjelden.

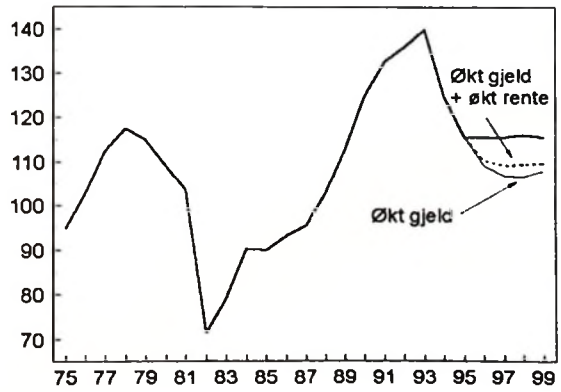
Brutto utlån i forhold til brutto fordringer: Brutto fordringer inkluderer her ikke husholdningenes krav på forsikringsselskapene, da dette er fordringer som er vanskelige å realisere på kort sikt, og som i mange sammenhenger fremstår som bunden kapital. Avkastningen på forsikringskravene (fremmede renter) medfører ingen likviditetstilførsel. Indikatoren sier derfor noe om forholdet mellom gjeld og fordringer som faktisk fører til ut- og innbetalinger gjennom året.

Også denne indikatoren er relativt stabil over fremskrivningsperioden i referansebanen, jf. figur 8. Brutto utlån utgjør om lag 125 prosent av brutto fordringer (eksklusive forsikringskrav). Dette er vesentlig lavere enn på slutten av 80-tallet, men mye høyere enn på 70-tallet. Det kan være at husholdningene nå har nådd et ønsket nivå på forholdet mellom lån og fordringer eksklusive forsikringskrav, og at en eventuell endring kommer i form av økt forsikringssparing. Den demografiske utviklingen, med stadig flere eldre og usikkerheten omkring den offentlige trygdeordningen, kan tilsi økt forsikringssparing. Øvre grense i konfidensintervallet er noe lavere enn toppnivået på slutten av 80-tallet.

Når RIMINI ikke overstyres, og bruttogjelden øker i tråd med de historiske erfaringene, øker forholdstallet noe, men nivået ligger fremdeles betydelig lavere enn på slutten av 80-tallet.

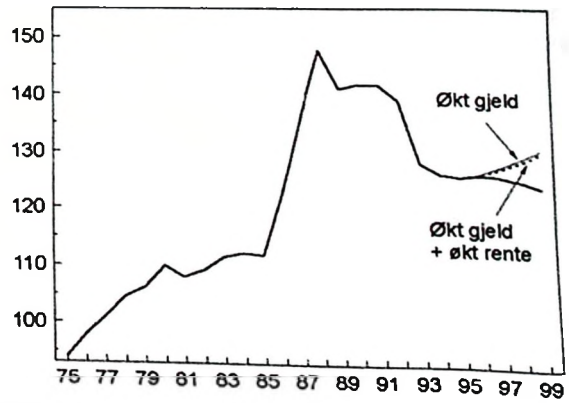
Både sterkere gjeldsøkning enn i referansebanen og renteøkning i tillegg bidrar ikke i særlig grad til ytterligere endring. Forholdstallet bedres svakt i den retningen en på forhånd ventet. Økt rentenivå bidrar til økt finansiell sparing og redusert gjeldsoppbygning.

Figur 7. Brutto utlån i prosent av boligkapital, med fremskrivning til 1999



Kilde: Norges Bank

Figur 8. Brutto utlån i prosent av brutto fordringer (eksklusive forsikringskrav), med fremskrivninger til 1999



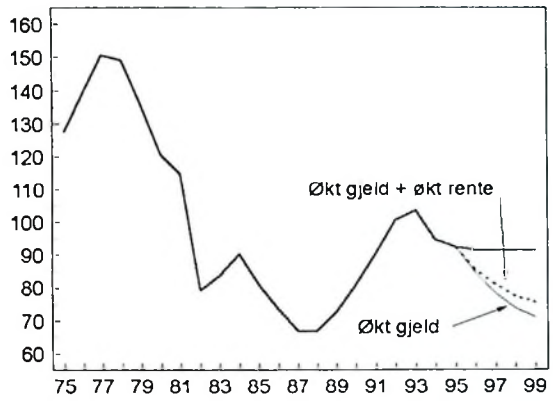
Kilde: Norges Bank

Disponibel inntekt i forhold til boligkapital: I slutten av 80-årene var nivået på dette forholdstallet svært lavt. Utviklingen i disponibel inntekt var i utakt med utviklingen i boligprisene. I fremskrivnings-perioden stabiliseres forholdstallet på et vesentlig høyere nivå enn på slutten av 80-tallet, jf. figur 9. Dette kan være en indikasjon på at utviklingen i boligprisene på 90-tallet er bedre fundert i inntektsutviklingen til husholdningene.

Dersom gjelden øker sterkere enn i referansebanen, øker også husholdningenes rentekostnader, slik at disponibel inntekt blir mindre enn i referansebanen. Samtidig gjør det seg gjeldende sterke samspilleffekter mellom utlånsvekst og veksten i boligprisene, som omtalt foran. Begge faktorene bidrar til å svekke forholdstallet, som nærmer seg nivået i perioden 1987-89.

Dersom større gjeldsøkning enn i referansebanen følges av renteøkning, bidrar renteøkningen isolert sett til å redusere verdien av boligkapitalen. Samtidig øker husholdningenes renteutgifter, slik at disponibel inntekt svekkes.

Figur 9. Disponibel inntekt i forhold til boligkapital, med fremskrivninger til 1999



Kilde: Norges Bank

I våre modellberegninger er den samlede effekten på forholdstallet av en kombinert rente- og gjeldsøkning noe mindre enn av gjeldsøkningen alene.

AVREGNINGSAVTALER OG RISIKO VED BETALINGSOPPGJØR *

Vidar Holm, konsulent i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank[1]

Finansielle aktørers handel skaper daglig forpliktelser og rettigheter mellom kontraktsparter for et anselig milliardbeløp. De rettigheter en avtalepart har i forhold til andre parter, er et uttrykk for den motpartsrisiko som oppstår ved handelen. I den grad kontraktsparter har mulighet til å utligne rettigheter og forpliktelser mot hverandre, vil deres motpartsrisiko kunne reduseres tilsvarende. Finansinstitusjonene inngår flere typer avtaler om å motregne betalingsforpliktelser. I tillegg til en risikoreduserende effekt både for enkeltinstitusjoner og i det finansielle system, medfører avregningsavtaler også større kostnadseffektivitet ved oppgjør av betalingsforpliktelser. Avregningsavtaler har en risikoreduserende effekt kun dersom de kan gjøres gjeldende etter sitt innhold også når en av partene går konkurs. Et viktig spørsmål er derfor i hvilken grad slike avtaler er rettslig bindende. Internasjonalt stilles det stadig større krav til avklaring med hensyn til avregningsavtalenes rettslige holdbarhet. Norsk lovverk har således direkte betydning for norske finansinstitusjoners konkurransesituasjon på internasjonale finansmarkeder.

Innledning

Hvis to eller flere parter har motstående fordringer på hverandre, kan de i stedet for å gjøre opp hver enkel transaksjon på bruttobasis, bli enige om å avregne posisjonene seg imellom og kun la nettofordringene som fremkommer, gå til oppgjør. Med avregningsavtaler menes avtaler om motregning av partenes posisjoner ved gjensidige fordringer og gjeld. Internasjonalt betegnes dette normalt som netting (også clearing kan bli brukt), men det er her valgt betegnelsen avregning.

Formålet med denne artikkelen er å gi en oversikt over aktuelle problemstillinger knyttet til avregning (netting) av betalingsforpliktelser. Avregningsavtalers effekt på kontraktpartenes risiko ved betalingsoppgjør blir ofte fremhevet, og artikkelen inneholder en beskrivelse av de ulike typer risiko partene har. Artikkelen beskriver også de vanligste formene for avregningsavtaler, og noen av egenskapene ved slike avtaler trekkes frem. Avregningsavtalers rettslige stilling i Norge i forbindelse med mislighold hos en av partene blir også drøftet.

Det benyttes en generell innfallsvinkel, hvor de omtalte avregningsavtaler gjelder både for avtaler mellom to parter og avregning mellom flere deltakere. Selv om avregningsavtaler kan inngås mellom hvilke som helst parter, rettes fokuseringen her mot finansinstitusjoners transaksjoner i forbindelse med oppgjør av sine betalingsforpliktelser.

Risikotyper ved betalingsoppgjør

Finansielle institusjoner som utfører betalingstransaksjoner, er eksponert for flere typer av risiko i forbindelse med oppgjør av forpliktelsene. Risikoformene er de samme enten man har med et bilateralt kontraktsforhold eller med et system å gjøre. Enkeltinstitusjoner er først og fremst eksponert for kredittrisiko, markedsrisiko og likviditetsrisiko. Dersom en institusjon ikke oppfyller sine forpliktelser, kan imidlertid flere institusjoner blir berørt gjennom en kjedereaksjon som kan oppstå i et system. Muligheten for at en slik situasjon skal oppstå, kalles systemrisiko.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for at en motpart misligholder en betalingsforpliktelse, slik at avtalt

* Se også Norges Banks uttalelse til Finansdepartementet om «Rapport om avregning av derivat-kontrakter» som er gjengitt i dette nummer av Penger og Kreditt.

[1] Jo Forfang, rådgiver i Juridisk avdeling i Norges Bank, takkes for deltakelse med innspill og kommentarer i arbeidet med denne artikkelen.

innbetaling ikke kommer til oppgjør til full verdi, verken på oppgjørsdagen eller senere. En slik situasjon kan oppstå hvis motparten går konkurs eller settes under offentlig administrasjon. Verdien man risikerer å tape, er transaksjonenes pålydende beløp (principal risk). Kredittrisiko kalles også for motpartsrisiko.

Kredittrisiko eksisterer helt fram til oppgjøret på begge sider av kontrakten har skjedd med ugjenkallelig virkning. Dersom partenes oppgjør av kontraktsforpliktelsene ikke skjer samtidig, kan den part som først gjennomfører levering risikere at den annen part ikke leverer sin motytelse. Denne kredittrisikoen kalles for oppgjørsrisiko. Dette er ikke en egen type risiko, men den kredittrisiko som eksisterer i forbindelse med oppgjøret av kontrakten.

Ved oppgjør av valutahandler eksisterer det en spesiell form for oppgjørsrisiko. Dette fordi oppgjørene i ulike land ikke nødvendigvis skjer på samme tidspunkt. Den part som først har levert sin solgte valuta, er eksponert for kredittrisiko på sin kjøpte valuta i tiden mellom de to lands oppgjørstidspunkter. Denne spesielle formen for oppgjørsrisiko blir ofte omtalt som en egen type risiko[2].

Markedsrisiko

Muligheten for endringer i markedspriser i perioden mellom kontraktsinngåelse/handel og avtalt oppgjørstidspunkt, betegnes som markedsrisiko. Selv om begge parter samtidig oppfyller sine forpliktelser, kan det tenkes at verdien på den ene ytelsen er redusert fra kontraktsinngåelse til levering. Tapspotensialet bestemmes av markedets prisvolatilitet og øker med tidsperioden mellom handel og oppgjør. Markedsrisiko eksisterer i perioden fram til kontrakten er endelig gjennomført, på samme måte som kredittrisiko. Dersom mislighold oppstår, vil markedsrisikoen ha medført et tap tilsvarende kostnadene ved å inngå en ny tilsvarende kontrakt («replacement cost risk»).

[2] Blir ofte kalt for Herstatt risiko. Begrepet stammer fra tyske Bankhaus Herstatt som i 1974 ble innstilt etter stenging av det tyske oppgjørssystem, men før tilsvarende oppgjørsavslutning i USA. Banker som hadde forpliktelser til den tyske motparten i tyske mark, hadde gjort opp sine forpliktelser før banken ble innstilt. På grunn av tidsforskjellen hadde Bankhaus Herstatt imidlertid ikke gjort opp sine forpliktelser i USD før den ble innstilt.

Likviditetsrisiko

Dersom forventet betaling fra en av motpartene ikke mottas på oppgjørstidspunktet, samtidig som en er forpliktet til å foreta utbetalinger til andre kontraktsparter, kan det oppstå likviditetsmessige problemer. Dette skyldes at alle finansinstitusjoner vil minimere beholdningen av lavt forrentede fordringer i likviditetsstyringen, og i denne sammenheng tar hensyn til beløp som forventes innbetalt. Sannsynligheten for at en slik situasjon skal oppstå, kombinert med kostnadene med å låne inn den nødvendige likviditet, kalles likviditetsrisiko.

Manglende betaling ved oppgjør innebærer ikke nødvendigvis at motparten er insolvent. Forpliktelsen kan likevel oppfylles på et senere tidspunkt. Før betalingens status er endelig identifisert, vil kreditorer ikke med sikkerhet vite om de står overfor likviditetsrisiko oppstått på grunn av forsinket betaling eller kredittrisiko på grunn av mislighold.

Systemrisiko

I den grad mislighold av betalingsforpliktelser fra en markedsaktør fører til at andre aktører får problemer med å oppfylle sine forpliktelser, eksisterer det systemrisiko. Systemrisiko kan føre til en situasjon med systemkrise, hvor en eller flere institusjoner får betalingsproblemer eller eventuelt går konkurs, selv om de selv ikke har hatt som motpart den institusjonen hvor problemene i utgangspunktet har oppstått. Likviditetsmessige og kredittmessige problemer som eventuelt oppstår, kan true stabiliteten i det finansielle system.

Avregning av betalingsforpliktelser

I stedet for å betale og gjøre opp hver enkelt transaksjon på bruttobasis, kan partene bli enige om å avregne transaksjonene og kun la nettoposisjonene gå til oppgjør. Avregningen reduserer antall transaksjoner mellom kontraktspartene og resulterer i mindre posisjoner. Hvilke typer transaksjoner som kan avregnes mellom partene, må avtales partene imellom. Avregning kan skje enten på bilateral eller multilateral basis.

Bilateral avregning

Den bilaterale avregningen anvendes mellom to parters leverings- og betalingsforpliktelser til hverandre. Forpliktelsene gjøres opp på den måten at den ene part får en samlet netto tilgodehavende posisjon på den andre, jf. tabell 1.

Tabell 1. Eksempel på bilateral avregning av fordringer og gjeld for bank A og bank B

Aktør	Bruttofordring	Bruttogjeld	Nettoposisjon
Bank A	100	40	60
Bank B	40	100	- 60

I eksemplet har Bank A en fordring på 100 til Bank B, som ved annen kontrakt har til gode 40 fra samme Bank A. Ved avtale om å avregne posisjonene bilateralt, står partene med en nettoposisjon mot hverandre, hvor Bank B ved oppgjør skal betale Bank A et beløp på 60. I stedet for å utføre to betalinger, der begge parter risikerer å tape sin bruttofordring (100 for Bank A og 40 for Bank B), gjøres en betaling på 60. Dette er også den risiko Bank A har, mens Bank B nå ikke har noen kredittrisiko. For begge parter er motpartsrisikoen som følge av avregningen redusert med 40.

I Norge skjer det f.eks en daglig bilateral avregning av pengekrav mellom bankene ved regulering av bankenes mellomregningskonti hos hverandre. Bilateral avregning kan også organiseres i et system med flere enn to deltakere. Hver av deltakerne blir da på oppgjørstidspunktet sittende med en nettoposisjon mot hver av de andre deltakerne i det bilaterale avregningssystemet.

Multilateral avregning

Ved multilateral avregning blir alle transaksjoner avregnet mot samtlige parter som deltar i et avregningssystem. Normalt er det en felles avregningssentral som registrerer alle transaksjoner og holder orden på fordringsforholdene mellom deltakerne i systemet. I Norge skjer hovedtyngden av bankenes avregning av massebetalingstransaksjoner gjennom Bankenes Betalingssentral (BBS), mens oppgjøret av nettoposisjonene skjer i Norges Bank. Gjennom dagen vil hver deltaker ha en bilateral nettoposisjon mot hver av de øvrige systemdeltakerne. De bilaterale nettofordringene summeres og avregnes i sentralen, og hver deltaker blir stående med kun en fordringsposisjon i forhold til de øvrige deltakerne. Det er disse nettofordringene som gjøres opp (se eksempel i tabell 2). De samlede nettofordringer i systemet vil naturligvis summere seg til null.

Tabell 2. Eksempel på risikoreduksjon med multilateral avregning

	Posisjon mot:			Bilateral posisjon	Multilateral nettofordring
Posisjon til:	Bank A	Bank B	Bank C		
Bank A	–	60	–50	60	10
Bank B	–60	–	80	80	20
Bank C	50	–80	–	50	–30
Sum				190	0

Tabell 2 viser en situasjon der en tredje bank, Bank C, har en fordring på Bank A på 50, mens gjelden til Bank B er 80. Ved å ta en multilateral avregning, reduseres motpartsrisikoen for samtlige banker. Bank A har fått redusert sin risiko fra 100 ved bruttotransaksjoner og 60 ved bilateral avregning til 10, og Bank B har nå en nettoposisjon på 20 mot 120 ved bruttobetalinger. Bank C har en nettoposisjon på -30, og opplever derfor ingen kredittrisiko etter avregningen i dette eksemplet. Tallene er selvsagt noe konstruert, men illustrerer potensialet for risikoreduksjon ved bruk av multilateral avregning.

Multilateral avregning med sentral motpart

Avregningssentralen kan også representere en sentral motpart for aktørene, og stå som kontraktsmotpart i alle transaksjoner. Dette skiller seg fra annen multilateral avregning ved at sentralenheten selv får posisjoner mot hver av deltakerne, og dermed påtar seg risiko. Avregningen vil bygge på kontrakter mellom de enkelte deltakere og avregningssentralen. Dette innebærer at avregningen rettslig sett kan betraktes som bilateral. Med hensyn til kostnadsbesparelser som følge av redusert antall transaksjoner, og risikoreduksjon som følge av lavere totale posisjoner, vil imidlertid systemet ha de samme fordeler som et multilateralt system. Et eksempel på en slik clearingsentral i Norge er Norsk Opsjonssentral (NOS).

Ulike former for avregningsavtaler

Motivene for å inngå avregningsavtaler

Finansinstitusjonene har økt sin interesse for avregningsavtaler de siste årene. Kombinasjonen av flere finansielle produkter, mer komplekse markedsforhold, hardere konkurranse og en sterk økning i markedsaktiviteten, har bidratt til en økt fokusering på kostnadseffektivisering og kontroll av egen risikoeksponering.

Kostnadsreduksjoner er et motiv for inngåelse av avregningsavtaler. Avregning bidrar til å redusere antall utestående fordringsposisjoner og dermed antall oppgjørstransaksjoner mellom kontraktspartene. Som en illustrasjon kan det tenkes at en deltaker utfører 1000 transaksjoner fordelt på 10 motparter. Ved brutto oppgjør vil dette medføre at 1000 transaksjoner må gjøres opp hver for seg. Dette er en lite effektiv håndtering av betalingsstrømmene, spesielt for massebetalinger. Bilaterale avregningsavtaler vil kunne redusere antall fordringsforhold som går til oppgjør, ned til 10, mens en multilateral avregning vil bidra til å redusere antallet oppgjørstransaksjoner ned til 1 for denne deltakeren. Effekten av færre transaksjoner til oppgjør og mindre behov for likviditet er lavere kostnader for partene i forbindelse med betalingsoppgjør.

Gjennom dagen vil det være tidsforskjeller mellom når ut- og innbetalinger skjer. Dette kan medføre et behov gjennom dagen for å fremskaffe likviditet til å dekke betalingsforpliktelsene. Gjennom å redusere summen av de totale forpliktelsene, vil avregningsavtaler bidra til å redusere likviditetsbehovet.

Den kanskje viktigste effekten av avregningsavtaler er mulighetene for risikoreduksjon. Når debet- og kreditposisjoner summeres sammen, fremstår beregnet nettobeløp normalt som lavere enn summen av brutto fordringsposisjoner. Partenes kredittrisiko kan dermed reduseres gjennom bruk av avregningsavtaler. Avregning trenger imidlertid rettslig beskyttelse mot bl.a konkurs hos en av partene dersom risikoreduksjonen skal være reell.

I forbindelse med at avregningsavtaler kan bidra til å redusere kredittrisiko, har det blant annet vært foretatt en vurdering av avtalene i forhold til kapitaldekningskravene[3]. Dersom avregningsavtaler gjennom reduksjon av størrelsen på eiendeler og forpliktelser gir grunnlag for redusert kapitalkrav, vil det innebære at mindre egenkapital må forrentes, og noe som gir lavere kostnader for bankene. Adgangen til avregning av kontrakter og den betydning slik avregning har for bankenes kapitaldekningskrav, kan dermed sies å være av konkurransemessig betydning. Dersom avregningsavtaler faktisk reduserer både risiko og kostnader, vil finansinstitusjoner i land med begrenset mulighet for å inngå slike avtaler ha en ulempe i konkurransen med institusjoner fra andre land.

[3] Se blant annet en rapport fra en arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet og Norges Bank datert 25. mai 1994.

Avregningsavtaler som er rettslig bindende i konkurs, vil gjennom å redusere partenes kreditt- og likviditetsrisiko fra brutto- til nettobeløp, også kunne sikre den finansielle stabilitet og redusere systemrisikoen i finansmarkedene. Dette fordi den kumulative kredittekspongeringen reduseres når volumet i betalingsstrømmene som skjer mellom finansielle aktører, går ned.

Bank for International Settlements (BIS) har foretatt en gjennomgang av avregningssystemer og risiko[4]. Forutsatt at avregningsavtaler er rettslig bindende, vurderes risikoeffekten av avregningsavtaler for betalingsforpliktelser som positiv. I en nylig offentliggjort rapport[5] fremgår det at avregningsavtaler for valutatransaksjoner har en betydelig risikoreduserende effekt på bankenes oppgjørsrisiko ved valutahandel.

Det eksisterer flere ulike typer av avregningsavtaler som regulerer gjennomføring av løpende avregning, oppgjøret mellom partene og situasjoner med mislighold. De rettslige konsekvenser ved gjennomføringen av oppgjøret kan variere med type avregningsavtale.

Betalingsavregning

Betalingsavregning («netting by payment») fungerer som ren motregning av de løpende oppgjørsbetalinger mellom partene, og innebærer at det kun foretas ett oppgjør av kontraktspartenes nettoforpliktelser for hver valuta på hvert forfallstidspunkt. Det er kun betalingsbeløpet som blir gjort opp på nettobasis. De underliggende enkeltkontraktene vil ikke endres eller falle bort som resultat av avregningsavtalen.

Betalingsavregning innebærer kun en praktisk gjennomføring av betalingene. Antall betalingstransaksjoner som går til oppgjør mellom partene reduseres, og derigjennom reduseres også transaksjonskostnadene. En nettofordring vil som tidligere nevnt være mindre enn summen av bruttofordringene, og betalingsavregning vil derfor gi partene redusert likviditetsbehov. Fordi partene fortsatt er ansvarlige for bruttobeløpet knyttet til hver enkelt kontrakt, vil kredittrisikoen fortsatt være knyttet til bruttobeløpet hos partene ved betalingsavregning.

Fornyelsesavregning

Fornyelsesavregning («netting by novation[6]») er en mer omfattende avregningsavtale som også regulerer det løpende kontraktsforholdet mellom partene. Avtalen medfører at nye og tidligere kontrakter fortløpende erstattes med én ny oppdatert kontrakt mellom partene. Fornyelsesavregning innebærer derfor at det beregnes en fortløpende nettobalanse mellom partene, og utestående beløp blir avregnet etter hvert. Nye handler mellom partene vil bli inkludert i avregningsavtalen, slik at den nye kontrakten består av summen av en serie enkeltposisjoner.

Fornyelsesavregning reduserer antall oppgjørstransaksjoner, og reduserer dermed transaksjonskostnadene. Mellom partene vil det eksistere ett nettobeløp som de er forpliktet til å betale, og dette reduserer behovet for likviditet. Fordi avtalen også omfatter de underliggende kontraktene, vil fornyelsesavregning redusere kredittrisikoen fra brutto- til nettoposisjon.

Sluttavregning

Sluttavregning («netting by close-out») er en avregningsavtale som regulerer partenes forpliktelser overfor hverandre ved mislighold, eventuelt konkurs. Partene avtaler på forhånd hva som skal anses som et mislighold. Dersom en situasjon med mislighold oppstår, vil alle uoppfyllte kontrakter mellom partene bli avviklet, mens det beregnes et beløp som tilsvarer partenes nettoposisjon. Denne sluttavregningsverdien («close-out value») er netto nåverdi av alle fremtidige betalingsposisjoner mellom partene. For valutakontrakter vil beregningene vanligvis først skje for betalinger i hver valuta, for så å bli omregnet til en basisvaluta via spotkurser. Sluttavregningen resulterer i en betalingforpliktelse for den part som er netto debitor. Hvis debitor er konkurs, vil nettobeløpet meldes som dividendekrav på konkursboet.

Mens fornyelsesavregning finner sted hele tiden når nye avtaler inngås, gjelder sluttavregning som nevnt kun ved spesielle situasjoner avtalt gjennom klausuler for mislighold. Avta-

[4] Bank for International Settlement (BIS): «Report on netting schemes» (Angell-raporten), februar 1989. Bank for International Settlements (BIS): «Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries» (Lamfalussy-rapporten), november 1990.

[5] Bank for International Settlements (BIS): «Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions», mars 1996.

[6] Novasjon: Oppdatering ved å erstatte et løpende rettsforhold (f.eks fordringsposisjon) med et nytt.

len vil alene ikke ha innvirkning på antall betalingstransaksjoner mellom partene eller deres likviditetssituasjon så lenge begge partene er solvente. En sluttavregningsavtale er derfor mest å anse som en avtale som primært tar sikte på å verne partene mot tap i konkurssituasjoner hos sine kontraktsmotparter. Partenes kredittrisiko vil reduseres til nettoposisjonen.

Hovedavtaler

Internasjonalt er det blitt mer vanlig at partene inngår hovedavtaler («master agreements»). Dette er standardiserte avtaler som kan inneholde elementer fra flere av de forannevnte avregningsavtaler, og normalt er de tilpasset de kontraktstyper som er typiske for aktørenes bransjetilhørighet. Mer omfattende standardavtaler, som regulerer avregning av alle typer kontrakter mellom parter, kalles «master-master agreements»[7].

Avregningsavtalers rettslige stilling

Avregningsavtalers risikoreduserende effekt er avhengig av om avtalene kan gjøres gjeldende etter sitt innhold dersom en part underlegges gjeldsforhandling, konkurs eller offentlig administrasjon. Begrepet juridisk risiko brukes for den mulighet at en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres som avtalt på grunn av rettslige reguleringer. Avregningsavtalenes rettslige stilling er foreløpig noe uavklart i Norge, men det foreligger et lovforslag som vedrører bilaterale avregningsavtaler innen rente- og valutakontrakter, se nedenfor.

Dersom avtaler om avregning også skal kunne gjøres gjeldende etter sitt innhold i konkurs m.m, vil dette kunne komme i konflikt med prinsippet om likebehandling av kreditorene i konkurs. Spørsmålet berører boets rettigheter og plikter i forhold til de kontrakter konkursdebitor har inngått før konkursåpning, kreditorenes adgang til motregning i konkurs m.m. For boet vil de kontrakter konkursdebitor har inngått, kunne være et økonomisk aktivum, samtidig som boet vil kunne ha interesse av å komme seg ut av ugunstige kontrakter. Dersom noen kreditorer gis særskilte fordeler i forhold til andre, vil dette kunne føre til at det øvrige kreditorfellesskap får færre midler til fordeling.

De vesentlige hindringer for at avregningsavtaler kan gjøres gjeldende i norsk rett, knytter seg til spørsmålet om boets rett til inntreden i konkursdebitors uoppfylte kontrakter og om adgangen til motregning i konkurs.

Boets rett til inntreden

Etter norsk rett har boet som hovedregel en rett, men ikke plikt, til å tre inn i konkursdebitors gjensidig tyngende avtaler som er uoppfylte på konkursåpningstidspunktet, jf. dekningsloven § 7-3. Dersom det ikke foreligger særskilte forhold som kan avskjære boets rett til inntreden, har boet en rett til å drive kontraktsutvelgelse («cherry picking») ved kun å velge å tre inn i de kontrakter som er gunstige for boet. Boet vil kunne kreve full oppfyllelse av motparten for disse kontraktene. For de kontrakter boet velger ikke å tre inn i, vil motparten kun sitte igjen med et dividendeberettiget erstatningskrav, med mindre det åpner seg adgang til motregning.

Adgang til motregning i konkurs

Spørsmålet blir videre om motparten kan kreve å motregne sitt erstatningskrav mot krav boet har på motparten. På den måten vil motparten kunne oppnå større dekning for sin fordring.

Adgangen til motregning i konkurs er regulert av dekningsloven kapittel 8. Hovedregelen er full motregningsrett, og adgangen er den samme i som utenfor konkurs. Vilkårene for å kunne motregne er at kravene må bestå mellom de samme parter på konkursåpningstidspunktet, kravene må være forfalt, og kravene må gjelde ytelser av samme art. Det er i Norge en viss rettslig usikkerhet om hvorvidt begge

[7] FX Net, et system for bilateral avregning av valutatransaksjoner, har laget motregningsavtaler av typen «netting by novation» og «netting by payment». Det er også utarbeidet standard hovedavtaler som inneholder «netting by novation» - «netting by payment» og «netting by close-out» for valutatransaksjoner av International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA). Denne standardavtalen benyttes blant annet av den multilaterale clearingsentralen ECHO. For valutaopsjoner og swapper er det også utviklet lignende master agreements (henholdsvis ICOM og ISDA).

krav eksisterer på konkursåpningstidspunktet, og om vilkåret om at ytelsene skal være av samme art, er oppfyllt når flere valutaer er involvert. Adgangen til motregning i konkurs vil derfor være uklar i en del tilfeller av avregning.

Rettslig vurdering av de ulike avregningsavtalene

Etter norsk rett kan ikke konkursdebitor avtale en begrensning av boets rett til kontraktsutvelgelse eller en videre motregningsadgang enn hva som følger av dekningslovens bestemmelser. Innenfor disse rammer kan avregningsavtaler ha en viss effekt etter gjeldende rett.

Er det inngått avtale om betalingsavregning, vil det skje en løpende avregning med oppgjør mellom partene etter hvert som kontraktene forfaller. Oppgjør som er skjedd før konkursåpningen, vil dermed være ute av verden, og vil ikke omfattes av boets rett til kontraktsutvelgelse.

Ved avtaler om fornyelsesavregning vil det skje en løpende avregning mellom partene ved inngåelse av kontraktene. Omfanget av avregningen vil bero på kontrakten. Ved åpning av konkurs vil det bestå avregnede posisjoner mellom konkursboet og motparten. Spørsmålet om boets rett til kontraktsutvelgelse og motpartens motregningsrett vil være konsentrert om disse posisjonene.

De avregninger og oppgjør som er foretatt før konkursåpning, kan berøre spørsmålet om omstøtelse etter dekningslovens kap 5, men det antas å være lite praktisk at disse forhold kan rammes av omstøtelsesreglene.

Ved kontrakter som ikke er avregnet eller gjort opp før konkursåpningstidspunktet, vil kontraktenes bruttobeløp inngå som mellomværende mellom konkursboet og motparten. Dette vil være tilfellet der det ikke foreligger avregningsavtaler, eller ved avtaler med betalingsavregning hvor oppgjør ennå ikke er foretatt. Boet vil da kunne foreta kontraktsutvelgelse innenfor bruttoposisjonene.

Når det gjelder avtaler om sluttavregning, er disse ment å skulle regulere tilfeller der det skal foretas avregning dersom en av partene går konkurs. Slike avtaler vil etter norsk rett neppe kunne gjøres gjeldende overfor et konkursbo ut over dekningslovens regler.

Lovarbeid

Det hersker i dag betydelig usikkerhet om avregningsavtalenes rettslige stilling i norsk rett, og det er fra flere hold reist spørsmål om en lovregulering av forholdet. Et utvalg nedsatt av Kredittilsynet (Aarbakke-utvalget) avleverte en rapport 15. desember 1995, hvor det blir foreslått lovreguleringer for å sikre at avregningsavtaler kan gjøres gjeldende etter sitt innhold i forhold til et konkursbo. Utvalget har funnet at fordelen med å innføre slike regler er større enn ulempene. Reglene foreslås inntatt som eget kapittel i verdipapirhandelloven. Forslaget omfatter bilaterale avregningsavtaler, samt multilateral avregning med sentral motpart. Etter forslaget er det bare rente- og valutainstrumenter som omfattes, men det foreslås også hjemmel for at det i forskrift skal kunne foretas en utvidelse av typen finansielle instrumenter som inngår. I tillegg foreslås det at den sikkerhet som må stilles ved deltakelse i visse avregningssystemer, skal være sikret mot omstøtelse. Forslaget er nå ute til høring sammen med verdipapirhandellovutvalgets delinnstilling nr. 2 (NOU 1996:2 Verdipapirhandel). En innstilling til lovforslag fra Regjeringen kan ventes mot slutten av 1996.

Når det gjelder multilateral avregning og oppgjør i betalingssystemer, er dette gjenstand for drøfting i Banklovkommisjonen, som arbeider med sin delinnstilling nr. 3. Innstillingen forventes å foreligge medio 1996.

Oppsummering

Ved gjennomføring av betalingsoppgjør er partene eksponert for flere typer risiko. De vesentlige risikomomentene for enkeltinstitusjoner er knyttet til kredittrisiko, markedsrisiko og likviditetsrisiko, mens systemrisiko innebærer ustabile forhold i hele oppgjørsfunksjonen og det finansielle marked. I tillegg foreligger juridisk risiko, fordi det ikke er avklart om inngåtte avregningsavtaler lar seg gjennomføre. Ulike former for avregningsavtaler og gjennomføring av nettooppgjør medfører kostnadsbesparelser og kan bidra til reduksjon av kredittrisiko. I Norge eksisterer det i dag rettslig usikkerhet med hensyn til avregningsavtalers stilling ved konkurs. Det er behov for en snarlig avklaring på dette området.

Høring – Rapport om avregning av derivatkontrakter

Norges Banks hovedstyre vedtok 13. juni 1996 nedenstående høringsuttalelse til Finansdepartementet

Det vises til Finansdepartementets brev av 21. februar 1996 hvor det bes om Norges Banks eventuelle merknader til «Rapport om avregning (netting) av derivatkontrakter» datert 15. desember 1995, utarbeidet av en arbeidsgruppe nedsatt av Kredittilsynet.

Kredittilsynet og Norges Bank nedsatte høsten 1993 en arbeidsgruppe som skulle vurdere avregning av derivatkontrakter i forhold til finansinstitusjonenes kapitaldekningskrav. Gruppen, som leverte sin rapport 25 mai 1994, konkluderte med at dersom avregningsavtaler reduserer finansinstitusjonenes risiko, er det naturlig at dette også får konsekvenser for kapitaldekningskravet. Det ble videre påpekt at en grunnleggende forutsetning for avregningsavtalers risikoreduserende effekt er at slike avtaler har rettslig gyldighet slik at de kan gjøres gjeldende etter sitt innhold overfor et konkursbo. Norges Bank anbefalte i brev til Finansdepartementet den 17. august 1994 at det ble igangsatt arbeid med å vurdere finansinstitusjonenes adgang til å inngå avregningsavtaler. Etter tilbakespill fra Finansdepartementet nedsatte Kredittilsynet deretter en ny arbeidsgruppe for å vurdere behovet for endring i norsk lovgivning og eventuelt foreslå lovendringer. Det er denne arbeidsgruppens rapport som Norges Bank her uttaler seg om.

Avregningsavtaler regulerer betalingsforpliktelser mellom avtaleparter. Dersom to eller flere parter har flere motstående fordringer på hverandre, kan de i stedet for å gjøre opp hver enkelt transaksjon på bruttobasis, bli enige om å avregne posisjonene og kun la nettofordring som fremkommer, gå til oppgjør.

Finansinstitusjoner inngår en rekke rente- og valutakontrakter seg imellom og mot kunder, slik at det bygges opp flere betalingsforpliktelser. Avregningsavtaler utligner betalingsforpliktelser mellom samme parter, slik at bare nettobeløpet (normalt med samme forfallsdag) innfris. Hvis avregningsavtalene er rettslig bindende i en konkurs, vil kreditt- og likviditetsrisikoen reduseres fra brutto- til nettobeløp. Slike avregningsavtaler vil også kunne redusere systemrisikoen i finansmarkedene, spesielt i derivatmarkedene, både gjennom redusert volum i betalingsstrømmene og ved en lavere samlet kredittekspponering. Avregningsavtaler reduserer også kostnadene, fordi antall betalinger normalt blir sterkt redusert. Dette reduserer institusjonenes likviditets- og transaksjonskostnader.

Forslaget, som foreslås tatt inn som eget kapittel i verdipapirhandelloven, omfatter bilaterale avregningsavtaler, herunder multilateral avregning med sentral motpart. Forslaget vil regulere avregning av finansielle instrumenter som rente- og valutaderivater samt valuta, og sikkerhet stilt overfor oppgjørssentraler. Arbeidsgruppen har funnet behov for å lovregulere alle typer avregningsavtaler, herunder betalingsavregning, fornyelsesavregning og sluttavregning.

Kredittilsynets arbeidsgruppe framholder nødvendigheten av å tilpasse lovreguleringen til moderne oppgjørsmetoder. Et sikkert rettslig grunnlag for nettooppgjør vil kunne øke bruken av slike avtaler, og dermed redusere kostnader og risiko forbundet med oppgjør. Lovforslaget er i overensstemmelse med EU-Parlamentets og Rådets direktiv 96/10/EF av 21. mars 1996 om avregningsavtaler («contractual netting»). Dette direktivet ble gjort bindende for EU- landene og skal implementeres av medlemslandene innen 30. juni 1996. Dersom direktivet blir gjort til en del av EØS-avtalen, blir Norge bundet til å innføre lignende bestemmelser.

Når det gjelder de rent prinsipielle forhold rundt konsekvensene av rettslig bindende avregningsavtaler, vises det til Norges Banks brev til Finansdepartementet 17. august 1994 om motregningsavtaler for rente- og valutakontrakter - juridisk vern i Norge og forholdet til «kapitaldekningskravet». Norges Bank uttalte der:

«Det viktige juridiske spørsmålet er hvorvidt slike avtaler vil være rettslig bindende når en av partene går konkurs eller blir satt under offentlig administrasjon. Dersom avtalene alltid er juridisk gjennomførbare, vil kredittekspo neringen reduseres fra brutto- til nettobeløpet.»

For at avregningsavtaler skal oppnå ønskede risikoreduserende effekt, er det etter Norges Banks mening nødvendig å ha det juridiske grunnlaget på plass.

Det ble påpekt fra Norges Bank:

«Hvis motregningsavtalen er juridisk bindende, vil kreditt- og likviditetsrisikoen knyttet til utestående kontrakter reduseres fra brutto- til nettobeløp. Fra myndighetshold er det uttrykt økende bekymring for systemrisikoen i derivatmarkedene. Motregningsavtaler som er rettslig bindende i en konkurs-akkordsituasjon vil kunne redusere denne risikoen betydelig, både ved at volumet i betalingsstrømmene og den kumulative kredittekspo neringen reduseres. Dette er en viktig grunn for at internasjonale tilsynsmyndigheter engasjerer seg i arbeidet med å sikre avtalenes rettslige stilling».

Norges Bank konkluderte slik:

«Norges Bank er ikke i tvil om at de reelle økonomiske argumentene taler for at standardiserte motregningsavtaler for rente- og valutakontrakter mellom finansinstitusjoner bør få rettslig virkning i konkurs- og konkurslignende situasjoner.»

Norges Bank vurderte det slik at det ville være naturlig å foreta endringer i finansinstitusjonslovgivningen, mens arbeidsgruppen foreslår å ta bestemmelsene inn som eget kapittel i verdipapirhandelloven. Dette er et alternativ som Norges Bank ikke har vurdert tidligere. Gjennom revisjonen av verdipapirhandelloven sørges det for like konkurransevilkår for banker og verdipapirforetak. Eventuelle nettingregler fastsatt i finansinstitusjonslovene ville ikke omfatte verdipapirforetak, og ville dermed skape ulike konkurransevilkår. Det kan også redusere finansiell risiko om andre aktører omfattes av reguleringene. Norges Bank er derfor enig med arbeidsgruppen i at det er bedre å gi avregningsavtaler knyttet til spesifiserte produkter rettslig vern uavhengig av hva slags kontraktsparter som inngår dem. Norges Bank støtter derfor forslaget til lovplassering.

Arbeidsgruppens lovforslag om avregning av derivatkontrakter er bestemmelser som regulerer partenes avtalemessige forhold. Når det gjelder plassering av forslaget i lovteksten, finner Norges Bank det naturlig å plassere kapitlet på slutten av de privatrettslige bestemmelsene i verdipapirhandelloven, dvs. umiddelbart før kapittel 6 om oppgjørssentral.

I forslaget til ny verdipapirhandellov jf. NOU 1996:2 er det kun finansielle instrumenter som reguleres, men i arbeidsgruppens forslag til nytt lovkapittel foreslås det spesifikt at bestemmelsene gjelder alle uoppgjorte valutatransaksjoner, og inkluderer også spothandel. Arbeidsgruppen antar at dette vil fjerne de rettslige hindre som i dag foreligger for norsk deltakelse i internasjonale oppgjørssystemer for valutatransaksjoner som f.eks. ECHO. Norges Bank er enig i arbeidsgruppens vurdering om at lovforslaget vil åpne for norsk medlemskap i slike internasjonale organisasjoner. På sikt kan det også tenkes andre sentraler internasjonalt som leverer valutaoppgjørstjenester. De foreslåtte reglene antas å omfatte slike arrangementer. De vil da kunne sikre like konkurransevilkår for norske banker i det internasjonale valutamarkedet.

Det kan diskuteres om ikke lovbestemmelsen også burde gjelde for andre derivater enn valuta og rente, dvs aksjer og råvarederivater. Ved å utvide virksomhetsområdet til å gjelde flere kontraktstyper, vil reglene medføre større reduksjoner i finansinstitusjonenes risikoeksponering. Det bør være en målsetting å redusere den finansielle risikoen mest mulig hos finansinstitusjonene. Dersom avregningsavtaler har en risikoreduserende effekt, vil målet etter Norges Banks mening bedre kunne oppnås ved å utvide omfanget av hvilke finansielle kontrakter som kan motregnes. Etter Norges Banks vurdering bør i utgangspunktet alle derivater som inngår i NOS-oppgjørene, omfattes av lovforslaget. I tillegg til større risikoreduksjon hos aktørene, vil det også være en fordel for Norges Bank som oppgjørsbank om alle kontraktene som inngår i et oppgjør, har samme rettsgrunn-

lag. Dersom dette ikke er tilfellet, må kravene til garantier ved oppgjørene muligens vurderes på nytt. Arbeidsgruppen har valgt å følge listen over OTC-derivater (dvs. ikke-standardiserte derivater som handles utenom børs) som er underlagt kapitaldekningskrav. Lovforslaget legger opp til at produktspekteret kan utvides i forskrifts form, slik at Kongen kan bestemme om listen over finansielle instrument som inngår, skal utvides. Med de endringer som skjer i produkter og markedsbehov for risikostyring, kan en slik tilnærming likevel vise seg å være fleksibel og hensiktsmessig. Norges Bank vil altså foretrekke at også derivater på aksjer inngår i virkeområdet, men vil også kunne akseptere den foreslåtte løsningen.

Det er ikke nevnt i forarbeidene om lovforslaget også fanger opp avregning av krav og motkrav i ulike valutaslag. Det kan tenkes ulike avregningsavtaler der partene motregner fordringer i ulike valutaslag som skal omregnes til en felles basisvaluta (spesielt aktuelt ved sluttavregning). Dersom man ser ordningen slik at det gjennom basisvalutaomregning skjer en motregning i samme valutaslag, vil det ikke oppstå noen tvil med hensyn til avtalens gyldighet. Ser man det derimot slik at det i realiteten motregnes i forskjellige valutaslag, selv om man i utregningsprosessen omregner til en basisvaluta, kan det eksistere en usikkerhet om adgangen til dette, så lenge forholdet ikke omtales i lovforarbeidene. Norges Bank antar likevel at den foreslåtte bestemmelse, som nettopp er tenkt anvendt på avregningssystemer hvor det regelmessig handles valuta, fanger opp denne typen avregningsavtaler. Etter Norges Banks vurdering bør imidlertid forholdet avklares med en presisering i lovforarbeidene.

Det foreslås også en bestemmelse som sikrer at justering av marginsikkerhet mot oppgjørssentraler ikke skal rammes av de objektive bestemmelsene for omstøtelse av sikkerhetsstillelse for eldre gjeld. Allerede med dagens regler i dekningsloven er det tvilsomt om marginsikkerhet kan kreves omstøtt, men forslaget sikrer at rettstilstanden blir klar. En vil da unngå en situasjon som den i Sverige. Der måtte det utarbeides et endringsforslag til den svenske konkursloven for å sikre marginsikkerhet mot omstøtelse. Svenske banker er i mellomtiden nektet adgang til medlemskap i den internasjonale valutaoppgjørssentralen ECHO. Norges Bank er enig i arbeidsgruppens forslag om en egen bestemmelse som regulerer dette spørsmålet.

Multilateral avregning faller utenfor det foreslåtte virkeområdet, på samme måte som avregning og oppgjør i betalingssystemer. Dette er områder som etter arbeidsgruppens oppfatning blir dekket av arbeidet i Banklovkommisjonen. Bankenes betalingsfordringer på hverandre gjennom betalingssystemet gir i dag grunnlag for systemrisiko. Reduserte posisjoner i disse oppgjørene vil kunne bidra til mindre fare for smitteeffekter ved betalingsproblemer hos enkeltdeltakere i betalingssystemet. Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at det er viktig å få en lovgivning på plass som sikrer avregningenes rettslige stilling også innen disse områdene.

Konklusjon

Norges Bank mener det er viktig å få en lovgivning på plass som sikrer avregningsavtalers rettslige stilling i Norge. Av hensyn til norske verdipapirforetak og banker sine muligheter i den internasjonale konkurransen, er det nødvendig med lovbestemmelser på området som tilsvarer det andre lands institusjoner konkurrerer under. Uten en slik lovgivning på plass vil norske institusjoner være mindre attraktive som motparter, risikoen vil være større og mulighetene til kostnadsbesparelser i forbindelse med kapitaldekningskravet vil bli redusert. Så lenge lovgivningen ikke er på plass i Norge, vil norske banker også nektes deltakelse i internasjonale oppgjørssentraler som tilbyr risikoreduserende tjenester.

Norges Bank slutter seg til hovedkonklusjonene i arbeidsgruppens rapport, og støtter de motivene som ligger til grunn for forslagene. Norges Bank understreker at det anses som viktig raskt å få fastsatt regler som sikrer den rettslige stilling til avregningsavtaler inngått mellom aktører i Norge, av hensyn til den finansielle stabilitet og ønsket om å skape like konkurransevilkår for norske verdipapirforetak og banker i de internasjonale markedene.

HØRING OM NOU 1996:2 OM VERDIPAPIRHANDEL

Norges Banks hovedstyre vedtok 13 juni 1996 nedenstående høringsuttalelse til Finansdepartementet

Finansdepartementet ber i brev av 21 februar 1996 om Norges Banks kommentarer til NOU 1996:2 om verdipapirhandel. Departementet ber også om merknader til Rapport om avregning (netting) av derivatkontrakter datert 15 desember 1995. Norges Bank behandler nettingrapporten i eget brev datert 13 juni 1996.

Utvalgets andre og endelige utredning, NOU 1996:2, omfatter en gjennomgang av de deler av verdipapirhandelloven som ikke ble gjennomgått i den første delutredningen NOU 1995:1 om verdipapirforetak. NOU 1996:2 omhandler forslag til reviderte lovregler for handel med finansielle instrumenter, herunder innsidehandel, meldeplikt, god forretningsskikk, flagging, tilbudsplikt, prospektkrav og derivathandel. Utredningen fra 1996 omfatter blant annet forslag som skal bidra til å sikre eierne og långiverne effektiv kontroll med foretakene og deres administrasjon. Videre foreslås regler for å sikre likebehandling av investorer og regler som sikrer at viktig informasjon blir allment tilgjengelig, samtidig som handel skal foregå mellom aktører som har lik tilgang til relevant informasjon.

Norges Bank mener at utvalget har foretatt en grundig drøfting av relevante sider ved et velfungerende verdipapirmarked. Utvalgets forslag vil samlet sett bidra til klarere og mer oversiktlige spilleregler i markedene for finansielle instrumenter, noe som vil fremme effektiv, sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter.

Norges Bank har kommet til en annen konklusjon enn utvalget når det gjelder hvilken stemmeandel som bør utløse tilbudsplikt og hvorvidt obligasjoner utstedt av kommuner og fylkeskommuner bør unntas fra prospektkrav. Norges Bank mener også at loven bør gi et generelt unntak fra prospektkravet for obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner. Utvalget ønsker en ny utredning av spørsmålet om hvordan råvarederivater bør reguleres. Norges Bank mener at det ikke skulle være behov for ytterligere utredning, men at verdipapirhandelloven også bør gjøres gjeldende for råvarederivater med finansiell avregning. I tillegg til de forhold utvalget har belyst, kunne betydningen av tilgang på prosjektkapital («venture»-kapital) og finansieringsmulighetene for små og mellomstore foretak vært drøftet. Norges Bank vil i det følgende foreta en vurdering av hovedpunktene i utvalgets innstilling, med utgangspunkt i Norges Banks særlige interesser og ansvar som sentralbank.

Lovens formål og virkeområde

Norges Bank slutter seg til forslaget om at det presiseres i loven at dens formål er å legge til rette for effektiv, sikker og ordnet handel i finansielle instrumenter. Dagens verdipapirhandellov gjelder verdipapirer, mens det sentrale begrepet i den nye loven foreslås å være finansielle instrumenter. Den viktigste forskjellen er at ikke-børsnoterte rente- og valutaderivater er inkludert i finansielle instrumenter, men ikke i verdipapirer, slik de er definert i dagens verdipapirhandellov. Utvidelsen er ikke ubetydelig i og med at kontraktsvolumet i rente- og valutaderivatmarkedet er vesentlig større enn handelen med børsnoterte derivater. Utvidelsen innebærer at virksomheten blir konsesjonsbelagt, og kommer inn under tilsyn sammen med verdipapirer.

Innsidehandel

Utvalget foreslår å oppheve regelen om at det er forbudt for ledende ansatte og tillitsmenn å handle i verdipapirer utstedt av foretaket de er tilknyttet i visse perioder før regnskap offentliggjøres. For selskaper som offentliggjør kvartalsregnskap (blant annet alle børsnoterte selskap) gjelder handleforbudet minimum fem måneder i året. Samtidig foreslås at dagens ordning med meldeplikt ved visse tidspunkt (henholdsvis månedsvis eller hver annen eller tredje måned) erstattes med en regel om at primærinnsidere

(dvs ledende ansatte, medlemmer av styret, kontrollkomite, revisor o.l.) omgående skal gi melding til børsen om sin handel med egenkapitalinstrumenter utstedt av selskapet de er tilknyttet.

Norges Bank er enig med utvalget i at dagens handleforbud begrenser investors mulighet til å være aktiv eier. Generelt vil det være i alle aksjonærers interesser at eierinteressene er sterkt representert i selskapets styre. Det gjelder i like stor grad for små og mellomstore bedrifter som for de største bedriftene. Norges Bank mener at selv om oppheving av handleforbudet for primærinnsidere innebærer at de kan handle aksjer i eget selskap i større deler av året, vil utvalgets forslag ikke innebære en liberalisering av innsidehandel. Det vil fortsatt være handleforbud når det foreligger innsideinformasjon. Meldeplikten foreslås skjerpet og sanksjonsmulighetene for Kredittilsynet foreslås utvidet. Spesielt vil forslaget til skjerping og effektivisering av meldeplikten, bidra til en mer fullstending informasjon til markedet slik at markedsaktørene gis vesentlig bedre mulighet til løpende å føre tilsyn med hverandre. Utvalgets forslag vil derfor legge forholdene bedre til rette for aktive og langsiktige eiere i norske bedrifter.

Utvalget foreslår å innføre krav til rapporteringsrutiner for utstederforetak angående sekundærinnsidere (dvs eksterne rådgivere og andre personer som mottar fortrolig informasjon som kan være kursrelevant, men som ikke er ansatte eller tillitsmenn i foretaket). Forslaget vil øke oppmerksomheten omkring innsideproblemene og er etter Norges Banks mening en velbegrunnet og viktig skjerping av gjeldende lovgivning.

Alt i alt vil opphevet handleforbud, skjerpet meldeplikt og skjerpet kontroll av sekundærinnsidere bidra til at verdipapirmarkedene fungerer bedre og Norges Bank slutter seg derfor til forslagene.

Norges Bank slutter seg også til utvalgets forslag om at sentralbankens likviditetspolitiske markedsoperasjoner er eksplisitt unntatt fra innsidebestemmelsene. Norges Banks kjøp og salg av verdipapirer som ledd i utøvelsen av likviditetspolitikken kan ha som formål å gjennomføre en pengepolitisk beslutning om å endre renten og transaksjonene vil i så måte være basert på innsideinformasjon.

Regler om forretningsmetoder og kursmanipulasjon

Utvalget foreslår at kravet til god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder suppleres og presiseres med en egen bestemmelse om forbud mot uredelig kursmanipulasjon, der fiktive handler og spredning av uriktige og villedende opplysninger angis som typiske eksempler. I de tilfeller hvor en handel gjennomføres til avtalte kurser og volum, og hvor kjøper og selger selv tar den reelle forretningsmessige risiko knyttet til handelen, skal det i utgangspunktet mye til for å anse transaksjonene som kursmanipulasjon. Det kan imidlertid ikke utelukkes at også reelle transaksjoner representerer forsøk på kursmanipulasjon, men det vil innebære store bevisproblemer å skille en situasjon der investorer mener en aksje er undervurdert fra en situasjon der det drives kursmanipulasjon uten basis i antatt reelle verdier i selskapet. Under gjeldende lovgivning kan kursmanipulasjon gjennom reelle transaksjoner ikke straffesanksjoneres. Det vil imidlertid være mulig dersom utvalgets forslag går gjennom. Dersom det lar seg påvise at hensikten bak reelle transaksjoner var å manipulere kursen, kan dette straffes etter forbudet mot dårlig forretningsskikk i og med at det i utvalgets innstilling går klart frem at slik adferd er forbudt. Norges Bank slutter seg til utvalgets vurderinger og er også enig i de to eksemplene på kursmanipulasjon gjennom villedende markedsinformasjon som foreslås angitt særskilt i loven.

Tilbudsplikt

Etter dagens regler plikter den som oppnår en eierandel som representerer mer enn 45 prosent av stemmene i et børsnotert selskap straks å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Utvalget foreslår å senke grensen til 40 prosent.

Tilbudsplikt sikrer øvrige aksjonærer en rett til å komme ut av selskapet når en enkelt eier, eller en gruppe som opptrer som en enhet, overtar den reelle kontrollen med selskapet. Ettersom en stor blokk aksjer ikke lenger omsettes, vil likviditeten reduseres og selskapet kan dermed på flere måter bli et annet enn det aksjonærene kjøpte seg inn i. Ettersom det er vanlig å anta at kjøper vil være villig til å betale mer for

aksjer som gir den avgjørende kontroll, oppstår det også et spørsmål om likebehandling av aksjonærer.

Tilbudsplikten ble innført i loven i 1989. Norges Bank uttalte i sitt høringsbrev 20 januar 1989 at grensen burde settes til under 50 prosent. I Norges Banks høringsuttalelse 5 desember 1991 om NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsoppkjøp fant imidlertid Norges Bank grunn til å rette oppmerksomheten mot grensen på 33 1/3 prosent i forslag til EU-direktiv (13. Selskapsdirektiv, COM (90) 416 final-SYN 186). Norges Bank uttalte at det bør vurderes om den norske 45-prosentgrensen er i strid med direktivforslaget.

Flere EU-land har ikke regler om tilbudsplikt. Lovfestet tilbudsplikt med en angitt grense finnes i blant annet Frankrike (33,3 prosent), Sveits (33,3 prosent), Storbritannia (30 prosent) og Spania (25 prosent). I Danmark utløses tilbudsplikt når en aksjonær oppnår flertallet av stemmerettighetene i et børsnotert selskap. Belgia og Italia har også regler for tilbudsplikt. Her utløses tilbudsplikten når kjøpers hensikt er å kontrollere selskapet.

En regel tilsvarende det en har i Belgia og Italia vil etter Norges Banks syn innebærer store kontrollproblemer. Det taler for å lovfeste en grense der tilbudsplikt utløses, som er felles for alle selskaper. I og med at det varierer fra selskap til selskap hvor stor andel av stemmerettighetene som er nødvendig for å oppnå kontroll, vil en felles grense bli for høy for noen selskaper og for lav for andre. Ved fastsettelsen av en felles grense er det to forhold som bør vurderes:

1. For det første bør en ta hensyn til norske forhold, med det formål å sette grensen riktig for en størst mulig andel av børsnoterte norske selskaper.
2. I og med at det ikke er mulig å sette en grense som er riktig for alle selskaper, bør en ta stilling til hvilken type feil som er viktigst å unngå samfunnsøkonomisk sett; det at grensen settes for høyt for noen selskaper, eller det at grensen settes for lavt.

Angående punkt 1:

Utredningen henviser til en studie av Eckbo og Solibakke (1991) som ikke finner støtte for en hypotese om at minoritetsaksjonærer systematisk utnyttes ved oppkjøp. Det er lite empirisk forskning på dette og den nevnte studien er den eneste som er gjort for norske forhold.

Utvalget påpeker at det er et empirisk spørsmål hva som er den riktigste prosentsatsen for utløsning av tilbudsplikten. Ved spredt eierskap bør den settes lavere og dersom mange eiere ikke vil møte i generalforsamlingen bør den også settes lavere. Utvalget viser til at et verdipapirfond ikke kan avgi stemme for mer enn 5 prosent av den stemmeberettigede kapitalen i selskapet, selv om fondet kan eie inntil 10 prosent av denne kapitalen. Den andel verdipapirfond eier i norske selskaper er liten, men trenden er økende. Utvalget viser til at utenlandske investorers eierandel på Oslo Børs har økt fra 18,2 prosent i 1984 til 33 prosent i oktober 1995. Ved utgangen av april 1996 hadde den økt til 35 prosent. Utenlandskeide aksjer er stort sett forvalterregistrert. Ved forvalterregistrerte aksjer kan hverken forvalteren eller den uregistrerte, men reelle eier stemme for aksjene. I selskaper der verdipapirfond eier over 5 prosent og/eller deler av aksjene er forvalterregistert «legges aksjer døde» og kontroll kan oppnås ved en lavere eierandel enn i andre selskaper.

I følge aksjeloven § 9-14 kan et selskaps vedtekter som hovedregel bare endres ved tilslutning fra minst to tredjedeler av stemmene på generalforsamling. Det betyr at en eier som representerer mer enn 33 1/3 prosent av stemmene, kan blokkere viktige endringer som f eks fusjoner/fisjoner.

Angående punkt 2:

– Vurdering av tilfellet der grensen er for hø for et selskap.

Anta at lovfestet grense for utløsning av tilbudsplikt er satt til 40 prosent, mens reell kontroll i et gitt selskap oppnås ved 33 1/3 prosent. Da kan en eier få reell kontroll ved en lavere grense enn den som utløser tilbudsplikt. Dette kan være uheldig for minoritetseierne, som kan oppleve at aksjenes likviditet reduseres og at kursen synker. En aksjonær med reell selskapskontroll, som ikke er underlagt tilbudsplikt, vil kunne tappe verdier fra minoritetseierne gjennom fusjoner/fisjoner eller kjøp/salg av selskapets aktiva til egne selskaper til priser som ikke reflekterer de antatt reelle verdier. I og med at betydelig

skjønn vil kunne inngå ved fastsetting av priser, vil det vanskelig kunne bevises «utroskap» ved kompliserte overdragelser. I sin høringsuttalelse 20 januar 1989, da tilbudsplikten ble foreslått innført, var Norges Bank opptatt av faren for at minoritetsaksjonærer kan bli skadelidende i et selskap som kontrolleres av en aksjonær som ikke har tilbudsplikt. Banken uttalte da blant annet:

> «Norges Bank er enig i at det innføres regler om tilbudsplikt. Slike regler vil kunne gi aksjonærer et rimelig vern ved de interessekonflikter som kan oppstå dersom en ny, dominerende aksjonær tar kontrollen over et selskap».

– Vurdering av tilfellet der grensen er for lav for et selskap.

Anta at grensen for tilbudsplikt i loven er satt til 33 1/3 prosent mens reell kontroll i et gitt selskap oppnås ved 40 prosent. Da vil tilbudsplikt kunne utløses for en eier som ikke har oppnådd reell kontroll. En investor som ikke ønsker å bli pålagt tilbudsplikt, må holde seg under denne grensen, selv om vedkommende ut fra hensyn til optimal sammensetning av sin investeringsportefølje skulle ønske å ha en noe høyere eierandel i selskapet (for eksempel tilsvarende 39 prosent av stemmene). Investoren kan da gå glipp av noe inntekt. En for lav grense kan da begrense investeringsmulighetene for større investorer.

Dersom grensen for tilbudsplikt settes så lavt som 33 1/3 prosent, kan det bli vanskeligere for investorer å kjøpe seg opp til et nivå der de kan kreve representasjon i styret uten å måtte overta selskapskontrollen. I gitte situasjoner vil dette kunne medføre svekkelse av aksjemarkedets disiplinering av selskapsledelsen, og hindre restruktureringer som kunne bidra til økt dynamikk i næringslivet. Det kan imidlertid innvendes at slike situasjoner vil være sjeldne. I praksis ser det ut til at en stemmeandel på langt lavere nivåer (for eksempel om lag 10 prosent) ofte er nok til å kunne kreve representasjon i styret i norske selskaper.

Drøftingen over viser at det særlig er de mindre og mellomstore investorene som kan bli skadelidende dersom grensen settes for høyt, mens en for lav grense primært vil kunne ramme store investorer, blant annet investorer som vurderer å overta kontrollen i selskaper. En for høy grense innebærer en risiko for at verdiene til mindre og mellomstore investorer kan bli tappet, mens en for lav grense neppe vil ha betydelige konsekvenser for større og profesjonelle investorer. Norges Bank mener derfor at de mulige skadevirkningene av for høy grense for tilbudsplikt bør tillegges mer vekt enn de mulige uheldige konsekvensene av for lav grense.

Ut fra nivået på aksjer som er «lagt døde» mht stemmerettigheter, nevnt ovenfor, mener Norges Bank at 33 1/3 prosent er en mer passende grense for norske forhold enn den foreslåtte grensen på 40 prosent. Norges Bank mener det er grunn til å anta at en eierandel tilsvarende 33 1/3 prosent av stemmene i praksis vil gi kontroll i de aller fleste norske selskaper. I de selskaper der det ikke er tilfellet, vil en stemmeandel på mer enn 33 1/3 prosent som nevnt kunne utgjøre et blokkerende mindretall mht viktige omlegginger for selskapet.

Hovedstyrets medlem, Arnulf Ingebrigtsen, har i den vedlagte særmerknaden gitt uttrykk for en annen vurdering på dette punktet.

Tilbudsprisen

Utvalget foreslår en videreføring av bestemmelsen om at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt i en periode opptil 6 måneder før tilbudet (inklusive opsjonspremier). Dersom markedsprisen på det tidspunkt tilbudsprisen utløses anses klart høyere, foreslås det at denne legges til grunn for tilbudsprisen. I Norges Banks høringsuttalelse 5 desember 1991 om NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsoppkjøp uttrykte banken at denne regelen er for streng. Banken uttalte at bestemmelsen vanskeliggjør omstilling i et fallende marked, dvs i generelle nedgangsperioder og at dette er betenkelig fordi omstilling (også gjennom oppkjøp) er spesielt viktig i nedgangstider. Som et motargument mot dette syn kan det pekes på at en potensiell oppkjøper under seksmånedersregelen kan velge å la være å overskride grensen for tilbudsplikt dersom det gir en tilbudspris vedkommende ikke kan akseptere. Dette argumentet må veies mot betydningen av omstillingsmuligheter via oppkjøp i nedgangstider. Norges Bank støtter etter en samlet vurdering utvalgets forslag.

Prospektkrav

Formålet med emisjonsreglene er å sikre at investorene gis den nødvendige informasjon om verdipapirene og utstederen før de foretar sin investeringsbeslutning. Sett i sammenheng med reglene om opplysningsplikt sikrer reglene at potensielle investorer er løpende informert om risikoen ved en investering. Reglene kan derfor bidra til å sikre et effektivt annenhåndsmarked for verdipapirer.

På basis av EØS-direktiv 89/298 foreslår utvalget at lovens hovedregel skal være at prospekt skal utarbeides ved offentlig tilbud av omsettelige verdipapirer når tilbudet er rettet til flere enn 50 personer (offentlig tilbud) og gjelder et beløp større enn 40 000 ECU. Norges Bank er enig med utvalget i at direktivet omfatter tilbud til offentligheten generelt, uavhengig av om tilbudet som fremsettes gjelder tegning eller annet kjøp av verdipapirer og dette bør presiseres i loven.

På basis av direktivet foreslår utvalget unntaksregler som innebærer at unntak automatisk skal gis hvis de angitte objektive kravene i loven er oppfylt. Etter gjeldende regler kan børsen etter særskilt søknad gi unntak fra prospektkravet i enkelte tilfeller, der prospekt ikke anses nødvendig for å beskytte investorene. De norske emisjonsreglene er gitt i ulike lover og forskrifter og er svært uoversiktlige. Etter Norges Banks syn vil utvalgets forslag gi et mer oversiktig og klarere regelverk enn dagens system.

I tråd med direktivet foreslår utvalget automatisk unntak fra prospektkravet for (a) tilfeller med store investeringsbeløp per investor, (b) obligasjoner utstedt av EØS-stat eller EØS-sentralbanker, (c) tilbud som bare rettes til profesjonelle investorer og (d) obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner. Utvalget går imidlertid inn for et strengere regelverk enn det EØS-reglene åpner for når det gjelder (e) obligasjoner utstedt av kommuner og fylkeskommuner og (f) sertifikater. Dette gjennomgås i det følgende.

a *Tilfeller der investeringsbeløpet per investor overskrider en viss størrelse*

Utvalget foreslår at plikten til å utarbeide prospekt ikke skal gjelde «tilbud der verdipapirene bare kan erverves mot et vederlag på minst 40 000 ECU» (§ 5-2). I direktivet heter det at unntak kan gis «når de verdipapirer som legges ut til offentlig tegning kan erverves bare mot et vederlag på minst 40 000 ECU per investor». Utvalget antar at forslaget også dekker direktivbestemmelsen om unntak for «verdipapirer som legges ut til offentlig tegning i enkeltstørrelser til en pris per størrelse på minst 40 000 ECU.»

Norges Bank er enig med utvalget i at investorer som går inn i såpass store enkeltplasseringer neppe har behov for prospekt ut fra hensynet til investorbeskyttelse eller forbrukerhensyn. Norges Bank vil imidlertid påpeke at uttrykket «enkeltstørrelser til en pris per størrelse» i den norske versjonen av direktivet representerer en uheldig oversettelse av begrepet «individual denominations» i den engelske versjonen. Direktivet gir et eget unntak for verdipapirer som bare utstedes med store enkeltpålydende, tilsvarende minst 40 000 ECU. Tilbudt til underkurs kan et slikt verdipapir tenkes overdradd til et lavere vederlag enn 40 000 ECU. Norges Bank mener at forslaget til lovtekst i § 5-2 sitert over, må justeres i samsvar med dette.

b *Obligasjoner utstedt av EØS-stat eller EØS-sentralbanker*

Norges Bank støtter forslaget om unntak fra prospektkravet ved tilbud som gjelder obligasjoner utstedt av EØS-stat eller EØS-sentralbanker. Unntaket for sentralbanker kan bli aktuelt for Norges Bank dersom banken skal utstede egne verdipapirer som et virkemiddel i likviditetsstyringen. Lovforslaget bidrar således til å legge forholdene til rette for en større fleksibilitet ved sentralbankens valg av virkemidler i pengepolitikken.

c *Tilbud som bare rettes til profesjonelle investorer*

Norges Bank mener at forslaget om unntak i de tilfelle der tilbudet bare rettes til profesjonelle investorer registrert på børsen, er viktig for å legge forholdene bedre til rette for finansiering av oppstarting av små bedrifter og «venture»-prosjekter. Det kan nevnes at OECD har gjennomført en studie som blant annet belyser prospektreglenes betydning for tilgang på prosjektkapital («venture»-kapital) og muligheten for finansiering av små og mellomstore bedrifter (SMB) («Venture Capital in OECD Countries», *Financial Mar-*

ket Trends 63, 15-40. OECD 1996). Prosjektkapital er viktig fordi den stimulerer til innovasjoner og finansierer visse SMB der mange nye arbeidsplasser skapes. Prosjektkapital innebærer en separat finansiering av prosjekter med høy risiko og stort avkastningspotensiale der avkastningen hentes ut i form av verdistigning heller enn utbytte. Banker finner det ofte vanskelig å foreta kredittvurdering av prosjekter med høy risiko. Det rammer spesielt nyetableringer der en ikke kan vise til sikkerhet og der bankene ikke har noen gjeldsbetjeningshistorie å støtte seg til. For å etablere et marked for prosjektkapital er det særlig viktig at det er enkelt for «prosjektkapitalisten» å avslutte investeringen til en akseptabel markedspris. I USA og Storbritannia spiller profesjonelle investorer (både institusjonelle og andre) en viktig rolle ved at «prosjektkapitalister» selger seg ut til disse. Egen børslisting av små og mellomstore bedrifter (SMB-lister) er også trukket frem som en viktig faktor for graden av «likviditet» i slike markeder. For at SMB skal finne slik listing interessant, fordres det at det ikke settes samme krav til rapportering og innsyn som for foretakene på hovedlisten. En av grunnene til at europeiske SMB-lister har vært mindre vellykket en den amerikanske (NASDAQ) og den japanske (JASDAQ), er trolig at europeiske børser som har ansvar både for hoved- og SMB-listen, i praksis prioriterer hovedlisten ved å ha liten forskjell mellom kravene som stilles for notering.

Norges Bank mener det er viktig at forholdene bør legges bedre tilrette for at norske småprosjekter kan vokse gradvis via startfinansiering fra «prosjektkapitalister». De kan selge til profesjonelle investorer uten å utarbeide kostnadskrevende prospekt. Ved videre vekst kan de profesjonelle investorene etter utarbeidelse av prospekt spre aksjer ved introduksjon på SMB-listen før selskapet eventuelt opptas til ordinær børsnotering. Etter Norges Banks syn ivaretar utvalgets forslag om unntak fra prospektkravet for profesjonelle investorer i så måte viktige hensyn. Noteringskrav på SMB- og hovedlisten reguleres ikke gjennom verdipapirhandelloven, men i børsforskriften, og faller således utenfor hva Finansdepartementet nå ber Norges Bank om å vurdere.

d Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner

I følge direktivets artikkel 5 kan EØS-landene helt eller delvis gi unntak for prospektkravene for obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner. Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse i loven (§ 5-3) om at myndighet til å gi slike unntak delegeres til børsen. Norges Bank mener at det er uhensiktsmessig dersom den enkelte finansinstitusjon skal måtte søke børsen i hvert enkelt tilfelle. Finansinstitusjoner er regulert i særlov, de er underlagt offentlig tilsyn og offentliggjør sine årsregnskaper. Finansinstitusjoner som finansierer seg via verdipapirmarkedet vil uansett lovregulering være avhengig av tillit hos investorer, og må derfor informere markedet grundig og etterrettelig. Norges Bank mener derfor at loven bør gi et generelt unntak fra prospektkravet for obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner.

e Obligasjoner utstedt av kommuner og fylkeskommuner

Direktivet gjelder ikke obligasjoner utstedt av en stat eller statens lokale administrative enheter, dvs i Norge; kommuner og fylkeskommuner. Utvalget foreslår likevel at prospektkrav skal pålegges obligasjoner utstedt av norske kommuner og fylkeskommuner. Norges Bank vil påpeke at før en norsk fylkeskommune kan oppta lån, ved obligasjonsutstedelse eller på annen måte, må dette godkjennes av Kommunaldepartementet. Kommuners låneopptak må godkjennes av fylkesmannen. Det vurderes om låneformålet for fylkeskommunen / kommunen er i tråd med kommunelovens bestemmelser i § 50. Det må angis hvordan lånet skal avdras og fylkeskommunens / kommunens gjeldsbyrde vurderes. Kommunaldepartementet har angitt i rundskriv (H1893) at fylkeskommuner og kommuner ikke under noen omstendighet kan oppta lån eller yte lån i utenlandsk valuta. Fylkeskommuner og kommuner kan ikke tas under konkurs eller åpne gjeldsforhandling etter konkursloven, jf kommunelovens § 55 - 57. Ut fra dette vil obligasjoner utstedt av fylkeskommuner og kommuner være beheftet med betydelig lavere risiko enn obligasjoner utstedt av private foretak. Norges Bank mener derfor at det bør gis unntak fra prospektkravene for obligasjoner utstedt av

kommuner og fylkeskommuner. Dette syn er i tråd med Norges Banks tidligere uttalelser, jf brev av 12 januar 1994 om børsforskriften og brev 8 desember 1993 angående implementering av EØS-regler.

Verken unntaket i punkt d eller unntaket i punkt e vil innebære forbud mot utarbeiding av prospekt, og Norges Bank antar at utstedere i mange tilfeller vil utarbeide prospekt fordi det vil inneholde viktig informasjon til kjøpere. I slike tilfeller antar Norges Bank at prospektreglene må følges og at børsen vil ha sine vanlige kontrolloppgaver.

f Sertifikater

Når det gjelder obligasjoner med løpetid under ett år, dvs det som i Norge kalles sertifikater, foreslår utvalget strengere regler for prospektkrav enn det EØS-avtalen pålegger oss. Direktivet omfatter ikke sertifikater, men det enkelte EØS-land kan velge å pålegge sertifikater prospektkrav. Etter utvalgets syn bør ikke sertifikater gis noe generelt unntak fra prospektkravet, fordi de ivaretas av unntakene for profesjonelle investorer registrert på børsen og unntakene for statslån og verdipapirer med enkeltpålydende på minst 40 000 ECU.

Norges Bank vil påpeke at det kan hevdes at investorene også bør kunne ha valgfrihet mellom verdipapirer der det er ulik kvalitet på utstederen, og at det i stor grad bør være opp til markedet å bestemme hvor mye informasjon om utstederen og verdipapirene som gis til investorene. Krav om prospekt kan bidra til å øke lånekostnadene dersom investorene ikke har særlig behov for informasjon. For lån med kort løpetid (sertifikater) vil det være mindre risiko knyttet til utsteder enn for langsiktige lån (obligasjoner). Fordi de har kortere løpetid utstedes sertifikater oftere enn obligasjoner. Dette tilsier etter Norges Banks vurdering at kravet til (oppdatert) informasjon via prospekt bør være lempligere for sertifikater.

Etter forslaget kan sertifikatlån lagt ut av finansinstitusjoner unntas fra prospektkrav, mens tilsvarende lån lagt ut av private foretak (også de største norske foretakene) må ha prospekt (med mindre sertifikatene bare rettes til profesjonelle investorer eller har enkeltpålydende tilsvarende minst 40 000 ECU). Dette kan favorisere låneopptak via mellomledd (finansinstitusjoner) i forhold til direkte opplåning hos investorer.

Etter en samlet vurdering er Norges Bank kommet til at en ikke vil gå mot utvalgets forslag om at sertifikater skal omfattes av prospektkravene fordi de aller fleste sertifikater via unntaksreglene allerede vil være fritatt fra prospektkravet.

Handel i derivater

Regler for derivater generelt

I høringsuttalelsen til utvalgets første utredning påpekte Norges Bank at utvidelsen av lovens virkeområde fra verdipapirer til finansielle instrumenter vil medføre at virksomhet som i Norge tradisjonelt har vært utført av banker som en naturlig del av bankdriften vil omfattes av lovreglene. Ettersom banker allerede er regulert og under tilsyn uttalte Norges Bank at det vil være uheldig om en bank som ellers ikke har drevet fondsvirksomhet må ha konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven for å stille priser i valuta- og renteswapper. Norges Bank har merket seg at lovutvalget i sin andre utredning ikke legger opp til særlig strengere regulering av derivater som omsettes utenom børs, men at det foreslås en generell forsiktighetsstandard for derivathandel der det i utgangspunktet vil være opp til partene å avtale hvilken sikkerhet som skal stilles for de ulike derivatkontraktene.

Regler om oppgjørssentral

Utvalget foreslår at handler i standardiserte børsnoterte derivater, med unntak av enkelte kjøpsretter, skal foretas under medvirkning av en konsesjonspliktig oppgjørssentral. Det foreslås at denne bør ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner, herav halvparten i likvider.

Norges Bank mener at det fremste reguleringspolitiske behovet mht derivater er knyttet til sikring av risiko. Etter Norges Banks syn er det ut fra hensynet til å sikre finansiell stabilitet av stor betydning at reglene for oppgjørssentralen er tilfredstillende. Etter utvalgets forslag må det stilles sikkerhet i de ulike ledd i oppgjørshierarkiet for derivathandel:

- Investor må stille sikkerhet overfor det aktuelle verdipapirforetaket.

- Verdipapirfortakene må stille sikkerhet overfor oppgjørssentral (Norsk Opsjonssentral (NOS)).
- NOS må i følge avtale stille sikkerhet i form av bankgaranti overfor Norges Bank.

Krav om sikkerhetsstillelse i alle ledd i oppgjørshierarkiet reduserer faren for at finansielle problemer hos en aktør sprer seg til andre. Som en ekstra buffer kan her nevnes at verdipapirforetakene er pålagt kapitalkrav og underlagt tilsyn.

I Danmark ble det i Børsreform II, 1995 foreslått at «clearingcentralen» (dvs det vi kaller oppgjørsentral) må ha minimum DKK 40 millioner i aksjekapital. I Sverige forutsetter tillatelse til å drive virksomhet som «clearingorganisation» (dvs det vi kaller oppgjørsentral) at den har kapital, garanti, forsikring eller lignende som gir kundene tilfredsstillende beskyttelse mot tap som følge av oppgjørsvirksomheten. Derivatmarkedet over børs er noe større i Danmark enn i Norge, mens det svenske derivatmarkedet er betydelig større enn disse. I store derivatmarkeder vil det kunne bli etablert konkurrerende oppgjørssentraler. I hvert av de tre landene (Danmark, Sverige og Norge) er det nå bare en oppgjørssentral.

Etter en samlet vurdering vil Norges Bank slutte seg til de foreslåtte kravene til oppgjørssentral og kravene om sikkerhetsstillelse i de ulike ledd. Kravet om ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner synes tilstrekkelig stort sammenlignet med de krav man har lagt opp til i våre naboland.

Forøvrig kan det kanskje nevnes at ordet oppgjørssentral ikke er dekkende ettersom hverken oppgjør av penger eller verdipapirer foregår i «oppgjørssentralen» NOS. Det tilsvarende engelske begrepet er «clearing». Norges Bank mener at avregningssentral er mer dekkende enn oppgjørssentral.

Regler for råvarederivater

Det er etablert et børsmarked for kraftderivater i Norge som reguleres etter energiloven. Utvalget mener at inntil det er foretatt nærmere utredninger bør reglene i verdipapirhandelloven ikke gjøres gjeldende for råvarederivater. Norges Bank mener at det ikke skulle være behov for ytterligere utredning av spørsmålet om hvordan råvarederivater bør reguleres. Etter Norges Banks syn bør definisjonen av finansielle instrumenter i den nye loven omfatte råvarederivater «med kontant oppgjør» jf. § 1-2 annet ledd punkt 7. Dersom kraftderivater med utelukkende finansiell avregning skal reguleres etter energiloven, mens andre derivater med finansiell avregning skal reguleres etter verdipapirhandelloven, vil dette etter Norges Banks syn innebære et uoversiktlig regelverk. Dersom det i Norge oppstår et marked for andre varederivater, er det et åpent spørsmål om de skal reguleres i særlov eller i verdipapirhandelloven. Uansett vil det bli et lite oversiktlig regelverk dersom ikke alle derivater med finansiell avregning reguleres samme sted, dvs i verdipapirhandelloven. Hvorvidt det underliggende aktivum er verdipapirer, rente, valuta eller råvarer spiller i prinsippet liten rolle. Det viktige er at råvarederivater er finansielle instrumenter der oppgjøret kun skjer i form av penger (ikke underliggende aktivum) og at instrumentene kan omsettes på samme måte som andre finansielle instrumenter. Formålet både med råvarederivater og andre derivater er at muligheten til å styre finansiell risiko skal være best mulig.

Et annet forhold som taler for at råvarederivater med finansiell avregning reguleres som finansielle instrumenter, er at dette vil gi lovharmoni med Sverige og Danmark. Det er viktig i og med at det 1 januar 1996 ble etablert et integrert nordisk marked for kraft.

Legaldefinisjonen av finansielle instrumenter i investeringstjenestedirektivet omfatter ikke råvarederivater, og verdipapirforetak trenger derfor ikke få monopol på megling av slike derivater i Norge. Norges Bank mener at for eksempel energiderivater bør kunne omsettes av personer / institusjoner som ikke er verdipapirforetak (energimeglere). Dette vil gi samme regler som i Danmark og Sverige. Det vil da være Kredittilsynet som gir tillatelse til megling fra slike selskaper, og har ansvaret for tilsyn med dem. Norges Bank antar at Kredittilsynet bør kunne avtale at andre myndigheter står for det løpende daglige tilsyn.

Norges Bank har etter søknad fra NOS har påtatt seg å være oppgjørsbank for futureskontrakter for kraftmarkedet, jf brev 20 desember 1995. Norges Bank uttalte her at banken vil vurdere på prinsipielt grunnlag om denne ordningen skal fortsette, bl a i lys av Stortingets

behandling av NOU 1996:2. Når det gjelder oppgjørsfunksjonen i Norges Bank behandles dermed råvarederivater i dag på linje med andre derivater.

Tilsyn og sanksjoner

Utvalget foreslår i tråd med reglene i Danmark og Sverige at investorer (som ellers ikke er under tilsyn) pålegges en særlig opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i saker som gjelder innsidehandel og kursmanipulasjon og at Kredittilsynet gis adgang til å innhente kontoopplysninger om kunder fra banker og finansieringsforetak. I forhold til investorer som ikke er institusjoner under tilsyn, har Kredittilsynet i dag ingen sanksjonsmidler utover politianmeldelse. Utvalget foreslår innføring av vinningsavståelse som sanksjonsmiddel for Kredittilsynet, i samsvar med tilsvarende bestemmelse som gjelder Konkurransetilsynet i konkurranseloven.

Norges Bank støtter disse forslagene. Pga bevisproblemene i saker som gjelder innsidehandel og kursmanipulasjon er det viktig at Kredittilsynet raskt kan innhente nødvendige faktiske opplysninger dersom reglene skal håndheves effektivt. For å kunne håndheve forbudet mot innsidehandel er det viktig for tilsynsmyndighetene å kunne følge pengestrømmen mellom de ulike konti til de involverte aktørene. Spesielt er forslagene om kontoopplysninger og vinningsavståelse viktige for å håndheve loven.

Konklusjon

Norges Bank støtter i hovedsak utvalgets forslag. Norges Bank mener imidlertid at tilbudsplikt bør utløses ved en eierandel som representerer mer enn 33 1/3 prosent av stemmene i et børsnotert selskap. Hovedstyrets medlem Arnulf Ingebrigtsen har som omtalt på side 6 gitt uttrykk for en annen vurdering på dette punktet i en vedlagt særmerknad. Loven bør gi et generelt unntak fra prospektkravet for obligasjoner utstedt av henholdsvis finansinstitusjoner, kommuner og fylkeskommuner. Norges Bank mener dessuten at det ikke skulle være behov for ytterligere utredning av spørsmålet om hvordan råvarederivater med finansiell avregning bør reguleres, men at verdipapirhandelloven også bør gjøres gjeldende for slike instrumenter.

Særmerknad fra hovedstyrets medlem Arnulf Ingebrigtsen om tilbudsplikten

Arnulf Ingebrigtsen finner ikke at det er tilstrekkelig begrunnet at Norges Bank skal foreslå å sette grensen for tilbudsplikt til 33 1/3 %, og vil bemerke følgende:

Det bredt sammensatte lovutvalget har enstemmig foreslått å senke grensen for tilbudsplikt fra 45 til 40 %. Utvalget begrunner hvorfor dette under de nåværende norske forhold kan være en relevant grense for den kontroll i et børsnotert selskap som bør utløse tilbudsplikt. En senkning til 33 1/3 % fra 45 % vil være et spesielt langt skritt, og et forslag om dette bør derfor underbygges med en inngående og fullstendig vurdering av ulike typer konsekvenser.

Det er ingen indre eller ytre foranledning til at Norge skal gå til et slikt skritt. Dels gir den norske studien som foreligger ikke støtte for å anta at minoritetsaksjonærer generelt utnyttes ved oppkjøp. Utenlandske studier synes tvert i mot å vise at slike erverv av større aksjeposter øker kursen for de øvrige aksjonærer. Dels er det bare et fåtall europeiske land som har lovfestet former for tilbudsplikt på et slikt nivå. I våre nordiske naboland, og dessuten i andre nord-europeiske land som Tyskland og Nederland, er det etter utredninger besluttet at man ikke vil innføre tilbudsplikt i det hele, eller i hvert fall ikke sette en prosentgrense på dette nivået. I EUs drøftelser om et direktiv som kan harmonisere medlemslandenes regelverk, har det foreligget ulike utkast, men det synes nå ikke å bli vedtatt noe slikt forslag.

Forslag om lave grenser for tilbudsplikt skyldes i realiteteten ofte ønsker om å beskytte interesser som allerede har etablert seg i selskapet, fordi det gjør det meget kostbart for aksjonærer å kjøpe seg opp. Dette kan til gjengjeld ha en pris i form av andre virkninger for selskapet, dvs. for dets attraktivitet for ny kapital og nye forretningsidéer, dets vitalitet og evne til omstilling og utvikling. Slike virkninger for enkeltselskap kan for samfunnet medføre en generell risiko for at eier- og strukturforhold i næringslivet blir sementert, og for svakere kapitaltilgang i aksjemarkedet.

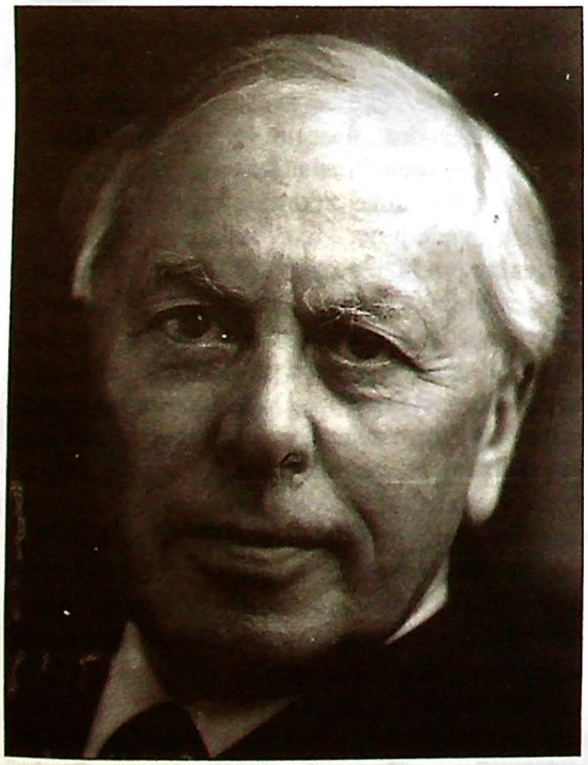
Slike forhold - som ellers er sentrale i debatten om tilbudsplikt - er ikke drøftet i det forslaget som legges frem på vegne av Norges Bank.

Oppnevninger til Norges Banks hovedstyre

I løpet av de siste månedene er det oppnevnt ny sentralbanksjef, ny visesentralbanksjef og to hovedstyremedlemmer for en ny periode. Ifølge sentralbankloven er hovedstyret Norges Banks utøvende og rådgivende myndighet, mens representantskapet er tillagt kontroll- og budsjettmyndighet. Hovedstyret oppnevnes av Regjeringen og består av sentral- og visesentralbanksjef, som ansettes for seks år, og fem øvrige medlemmer som oppnevnes for fire år av gangen.

Regjeringen ansatte 23. februar 1996 Kjell Storvik som sentralbanksjef. Storvik (f. 1930) er cand. oecon fra 1957 og arbeidet deretter i Norsk Arbeidsgiverforening fra 1958 til 1961 og i Norges Rederiforbund fra 1961 til 1981, i tiden 1977 til 1981 som viseadministrerende direktør. I 1974 hadde han et studieopphold ved Harvard Business School. I perioden 1981 til 1985 var han statssekretær i Finansdepartementet. Storvik ble i 1985 oppnevnt som visesentralbanksjef i Norges Bank og midlertidig beskikket som sentralbanksjef fra 24. november 1995. Han har ellers vært formann i en rekke statssekretærutvalg, blant annet for Langtidsprogrammet 1986-89, var medlem av Skipsvalutakomiteen 1970-81, formann i Valutareguleringsutvalget av 1983 og i Merverdiavgiftsutvalget av 1985 og medlem av Kredittilsynets styre 1986-92 og styret ved Oslo Børs 1993-96. Storvik er formann i Valutarådet og norsk medlem i Nordisk finansielt utvalg, der han var formann 1993-april 1996. Han er norsk rådsmedlem i Det internasjonale valutafondet (IMF).

Jarle Bergo ble 12. april 1996 ansatt som visesentralbanksjef i Norges Bank. Bergo (f. 1945) er cand. oecon fra 1969. Han har tidligere vært ansatt som konsulent i Norges Bank i perioden 1969-1974, arbeidet som økonom i EFTA-sekretariatet i Geneve fra 1975 til 1976 og som direktør i Norges Bank fra 1977 til 1993. I perioden 1993-1995 hadde han stilling som eksekutivdirektør i IMF, valgt av de nordiske og baltiske land. Bergo ble midlertidig beskikket som visesentralbanksjef i Norges Bank fra januar 1996. Han har ellers vært sekretær i Prisstopputvalget (1973) og Renteutvalget (1978-79) og har vært medlem av Telefinansi-



Sentralbanksjef Kjell Storvik

Visesentralbanksjef Jarle Bergo

eringsutvalget (1981), Modellutvalget (1981-88), Penge- og kredittutvalget (1987-88), Petroleumsprisrådet (1987-93) og Risikokapitalgruppen, som leder (1988-89). Han har også hatt oppdrag som rådgiver for Utenriksdepartementet i UNCTAD- og SADC-saker (1977-85) og for IMF i Øst-Europa og tidligere Sovjetunionen (1990-93), og var 1991-93 forretningsfører for Statens Banksikringsfond.

Regjeringen oppnevnte 31. mai 1996 to hovedstyremedlemmer med vararepresentanter for en ny periode med utløp 31. desember 1999. Rådmann Dagfinn Høybråten, Nesodden, med vararepresentant husmor Oddbjørg Venås, Ringerike, og gårdbruker Lars Velsand, Gran, ble gjenoppnevnt. Som ny vararepresentant for Lars Velsand ble oppnevnt ordfører Åse Grønlien, Åmot. Nestleder Eystein Gjelsvik ble oppnevnt som ny vararepresentant for Ester Kostøl for perioden fram til 31. desember 1997. Hovedstyrets øvrige medlemmer er direktør Tove Strand Gerhardsen (vara: adm.direktør Svein Longva) og direktør Arnulf Ingebrigtsen (vara: lærer Elisabeth Aspaker). Disse sitter for perioden 1994-97.

FEMKRONE MINNEMYNT 1996: POLARSKIPET «FRAM»

Med 12 mann og forsyninger for 5 år seilte Fridtjof Nansen i juli 1893 ut fra Vardø med polarskipet «Fram» for å forsøke å nå Nordpolen. De fulgte Nordøstpassasjen mot Ny-Sibirøyene, der de lot skipet fryse fast i isen for å drive med havstrømmene mot polen. Den innefrossede «Fram» drev nord-vestover, men kom ikke så nær polpunktet som Nansen hadde håpet. I mars 1895 forlot han derfor «Fram» sammen med Hjalmar Johansen, for å forsøke å nå polen på ski med sleder og hunder. De nådde 86°14' N - lenger nord enn noen før dem - men måtte snu og overvintre på Franz Josefs land. Der møtte de den engelske polarforskeren Frederic George Jackson, som hadde oppholdt seg der i 2 år for å kartlegge landet. Med hans skute «Windward» ankom de Vardø 13. august 1896. Samme dag kom «Fram» løs av isen nord for Svalbard, og ankom Skjervøy en uke senere. Gjenforeningen mellom Nansen og «Fram» skjedde i Tromsø, og etter en triumfferd langs kysten ankom de Kristiania 9. september 1896. Denne dristige 3 år lange ferden gjorde Nansens og «Fram»s - og Norges - navn kjent over hele verden.

Som en markering av 100-årsjubileet for denne historiske begivenheten, har Norges Bank i år gitt ut en femkrone sirkulasjonsmynt. Den viser på revers «Fram» innefrosset i isen, med omskriften FRAM OVER POLHAVET og årstallene 1893-1896. Adversmotivet er H. M. Kong Harald Vs portrett, som på de ordinære femkronemyntene. I tillegg til sirkulasjonsutgaven er mynten også preget i spesialkvaliteter for samlere. Mynten, som er modellert av Den Kongelige Mynts formgiver Ingrid Austlid Rise, ble satt i sirkulasjon 20. mai, på 60-årsdagen for åpningen av Frammuseet på Bygdøy.

Det blir ikke preget ordinære femkronemynter i 1996.

Advers

Revers

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 10. juni 1996.

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

Periode		D-lånsramme % av beregnings-grunnlaget	mrd.kroner	D-lån Låne-potensiale	D-lån Faktiske trekk	F-lån Dagl.gj.snitt mrd.kroner	F-lån Nom. rente[1]	F-innskudd Dagl.gj.snitt mrd.kroner	F-innskudd Nom. rente[1]	Folioinnskudd Dagl. gj.snitt mrd.kroner
1994										
Juli	01.–15.	100		3,0	0,1	–	–	13,6	5,24	4,5
	16.–31.	100		2,8	0,7	–	–	5,0	5,23	1,4
August	01.–15.	100		3,0	0,3	–	–	9,2	5,24	3,4
	16.–31.	100		2,8	0,1	–	–	10,2	5,40	2,1
September	01.–15.	7,0[2]		3,1	0,2	–	–	17,6	5,55	3,6
	16.–30.	7,0		3,1	0,1	–	–	5,8	5,70	3,6
Oktober	01.–15.	7,0		3,1	0,4	0,9	5,62	3,7	5,62	3,0
	16.–31.	7,0		2,9	0,2	1,2	5,17	0,1	5,50	3,3
November	01.–15.	7,0		3,1	0,2	–	–	8,1	5,85	3,8
	16.–30.	7,0		3,1	0,3	11,8	5,91	0,4	6,31	3,1
Desember	01.–15.	7,0		3,1	0,3	7,1	5,35	–	–	2,0
	16.–31.	7,0		2,9	0,3	9,3	5,12	–	–	2,7
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	0,1	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

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

2) Beregningsgrunnlaget for D-lån ble fra 1. sept. 1994 endret fra ansvarlig kapital minus ansvarlig lånekapital til forvaltningskapital minus D-lånsgjeld. Endringen medførte ingen vesentlig endring i bankenes samlede D-lånsadgang. Se rundskriv nr. 11/18. aug. 1994.

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–	6,50%	6,7%	4,50%	4,6%

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

Kronens kursordning

f.o.m. 06.05.94 (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)
Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen videreføre flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 24.11.93 (Se rundskriv nr. 21/24. november 1993) Grunninnskuddsordningen og ordningen med konverteringsinnskudd oppheves.

f.o.m. 01.09.94 (Se rundskriv nr. 11/18. august 1994) Forskriften erstatter 6 tidligere forskrifter og gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til sikkerhet for D-lån. En banks daglige D-lånstrekk må holdes innenfor bankens F-innskudd tillagt 4 ganger den sikkerhet banken stiller ved pantsettelse av verdipapirer. Beregningsgrunnlaget for D-lån settes lik forvaltningskapitalen fratrukket D-lån. Dette gjelder også for filialer av banker i EØS-området. Ordningen med særskilte innskuddskonti avvikles.

f.o.m. 01.09.95 (Se rundskriv nr. 4/16. august 1995) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994 om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til full sikkerhet for bankenes dagslån i Norges Bank. Som sikkerhet aksepteres fastrenteinnskudd i Norges Bank og verdipapirer som er pantsatt til fordel for Norges Bank. Pantesikkerheten vil kunne endres daglig.

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. Postgiro og Norges Postbank. Balanse
4. Statlige låneinstitutter. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag

12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag

12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

Verdipapirstatistikk

13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
14. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi
15. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
18. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger-og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. Bokført verdi
20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

Kreditt- og likviditetsutvikling

21. Markedslån. Beholdningstall
22. Kredittindikator og pengemengde
23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde

24a. Endringer i pengemengden etter kilde

24b. Sammensetningen av pengemengden

25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
26. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

27. Nominelle rentesatser i norske kroner

28. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet

29. Effektive renter på norske obligasjoner

30. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer

31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner

32. Forretnings- og sparebanker. Gjenomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner

33. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform

34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum

Resultat- og kapitaldekningsdata

35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker

36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker

37. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper

38. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

Valutakurser

39. Den norske krones internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer

40. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

41. Utenriksregnskap for Norge

42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

Internasjonale kapitalmarkeder

43. Endringer i bankenes internasjonale fordringer

44. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer

45. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument

46. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

Valutahandel

47. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner

48. Valutabanker. Totalposisjon i valuta

49. 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

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

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1994	31/12 1995	29/2 1996	31/3 1996	30/4 1996
Fordringer på utlandet	153 865	151 481	152 903	159 367	169 083
Internasjonale reserver	141 521	143 696	145 556	149 339	158 099
Andre fordringer på utlandet	12 344	7 785	7 347	10 028	10 984
Fordringer på norske finansinstitusjoner	5 292	10 097	1 443	5 394	13 045
Utlån til private banker	5 660	10 069	1 460	5 418	13 058
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	192	83	38	31	42
Avsetning tap på utlån til banker	–560	–55	–55	–55	–55
Fordringer på statsforvaltningen	14 245	18 831	13 181	12 156	12 275
Ihendehaverobligasjoner	9 778	11 669	10 229	10 230	10 234
Andre verdipapirer	3 913	6 388	2 655	1 617	1 674
Andre fordringer	554	744	297	309	367
Fordringer på andre norske sektorer	1 034	1 265	1 036	1 111	1 228
Verdipapirer og utlån	616	594	545	544	545
Andre fordringer	418	671	491	567	683
Varebeholdning produksjonbedrifter	112	40	40	41	41
Varige driftsmidler	2 364	2 281	2 273	2 269	2 265
Kursreguleringer	–	–	348	500	–
Kostnader	–	–	765	1 164	2 365
Eiendeler i alt	176 912	183 995	171 989	182 002	200 302
Gjeld til utlandet	13 005	8 627	8 209	10 836	11 776
NOK-gjeld til IMF	6 577	4 400	4 412	4 436	4 480
Annen gjeld til utlandet	6 428	4 227	3 797	6 400	7 296
Sedler og mynt i omløp	40 454	42 069	38 876	38 920	38 186
Innenlandske innskudd	90 874	102 711	91 638	97 780	113 680
Statskassen	82 624	94 912	77 340	89 074	105 352
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	3 544	3 615	3 416	3 206
Private banker	1 102	979	7 847	2 642	2 447
Andre finansinstitusjoner	2 149	3 162	2 702	2 533	2 567
Andre norske sektorer	174	114	134	115	108
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	0	854	1 297	1 782
Annen innenlandsk gjeld	486	221	276	189	277
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 662	1 576	1 570	1 579	1 594
Fond	30 431	28 791	28 791	28 791	28 791
Kursreguleringer	–	–	–	–	657
Inntekter	–	–	1 775	2 610	3 559
Gjeld og egenkapital i alt	176 912	183 995	171 989	182 002	200 302

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	2 872
Valuta kjøpt på levering	4 209
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	319
Futures solgt	0
Futures kjøpt	4 107

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

	31/12 1994	31/12 1995	29/2 1996	31/3 1996	30/4 1996
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	2 926	2 302	2 281	2 478
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 976	5 925	5 958	6 016
Lån til IMF	653	673	666	669	672
Bankinnskudd i utlandet	3 506	4 376	4 492	4 977	3 311
Utenlandske statskasseveksler	17 195	8 678	5 463	5 894	8 140
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	107 370	109 723	110 862	115 578
Utlån utenlandske banker	21 068	9 787	13 639	15 412	18 568
Opptjente, ikke forfalte renter	3 202	3 626	3 062	3 001	3 051
Totalt	141 521	143 696	145 556	149 340	158 099

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	739	941	697	1 004	793
Sertifikater	11 846	9 768	12 213	14 024	12 453
Stats- og statsbankobligasjoner	9 487	10 342	12 390	10 624	9 683
Andre ihendehaverobligasjoner	3 960	4 921	5 655	5 843	5 949
Utlån til statsforvaltningen	43 773	59 133	42 219	52 397	37 704
Utlån til publikum	17 444	20 516	22 823	23 685	25 623
Andre eiendeler	3 522	2 287	1 948	1 723	1 967
Eiendeler i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	26 663	42 148	24 818	37 734	22 400
Publikum	55 404	54 997	56 479	55 887	53 927
Andre sektorer	5 004	4 430	8 544	7 826	8 013
Annen gjeld og egenkapital	3 700	6 333	8 104	7 853	9 832
Gjeld og egenkapital i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statlige låneinstitutter. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 435	4 545	6 810	5 996	4 597
Utlån i alt	183 379	181 240	180 803	179 536	183 946
Herav:					
Til publikum	177 324	175 759	176 663	175 439	175 328
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	13 348	11 070	12 762	8 952	11 949
Eiendeler i alt	204 703	200 396	203 916	198 025	204 033
Ihendehaverobligasjonslån	15 225	16 304	16 869	11 078	12 396
Herav:					
I norske kroner	14 527	15 607	16 166	10 387	11 744
I utenlandsk valuta	698	697	703	691	652
Andre lån	154 410	155 000	154 487	155 019	155 141
Herav:					
Statskassen	153 202	154 097	153 598	153 860	153 538
Annen gjeld m.v.	24 779	18 896	22 455	21 538	25 987
Aksjekapital, fond	10 289	10 196	10 105	10 390	10 509
Gjeld og egenkapital i alt	204 703	200 396	203 916	198 025	204 033

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)[1]

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Kassebeholdning	2 628	3 292	3 121	3 340	3 014
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank[2]	9 557	5 413	4 365	2 289	4 023
Innskudd i forretnings- og sparebanker	13 707	10 083	12 128	7 313	15 265
Innskudd i utenlandske banker	20 126	21 667	17 383	14 329	22 749
Statssertifikater	19 029	14 722	24 657	17 539	19 639
Andre sertifikater	15 112	15 025	16 375	15 435	20 304
Stats- og statsbankobligasjoner	32 546	33 320	35 671	29 590	32 103
Andre ihendehaverobligasjoner	21 741	20 583	21 350	20 963	22 355
Lån til utlandet	22 000	24 187	22 610	24 033	27 944
Utlån til publikum	480 457	491 770	501 468	518 037	529 917
Herav:					
I utenlandsk valuta	30 039	28 787	29 264	29 147	27 952
Utlån til private finansinstitusjoner	14 097	14 962	14 126	10 094	19 247
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	59 321	39 896	53 747	29 498	50 951
Andre eiendeler[3]	39 802	45 378	46 246	42 503	55 092
Eiendeler i alt	750 123	740 298	773 247	734 963	822 603
Innskudd fra publikum	440 842	454 160	453 219	457 095	468 545
Herav:					
I utenlandsk valuta	19 429	20 838	19 644	18 517	22 147
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	14 766	12 427	12 138	9 647	11 392
Innskudd fra private finansinstitusjoner	27 684	27 493	24 476	23 376	30 340
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	54 397	37 064	53 179	37 580	61 294
Innlån i form av banksertifikater	11 652	15 780	22 122	17 816	29 086
Lån og innskudd fra Norges Bank	1 007	1 291	7 511	10 474	7 372
Lån og innskudd fra utlandet	58 953	48 037	47 900	38 259	58 837
Annen gjeld	96 931	96 730	103 346	90 963	99 982
Aksje-/grunnfondskapital	20 733	20 816	20 835	21 084	22 313
Avsetninger, fond etc.	20 485	20 503	20 533	20 875	30 623
Nettoinntekt	2 673	5 996	7 988	7 7672	2 819
Gjeld og egenkapital i alt	750 123	740 298	773 247	734 963	822 603
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	48 770	53 632	47 371	47 378	60 764
Gjeld overfor utlandet	80 823	69 210	68 513	60 854	83 530

[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 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)[1]

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	11 087	11 492	11 794	11 580	12 455
Foretak[2]	151 932	155 162	157 456	165 264	167 520
Husholdninger[3]	317 438	325 116	332 218	341 193	349 942
Utlån til publikum i alt	480 457	491 770	501 468	518 037	529 917
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	34 571	34 500	30 108	31 813	31 707
Foretak[2]	113 103	115 727	120 013	124 509	131 212
Husholdninger[3]	293 168	303 933	303 098	300 773	305 626
Innskudd fra publikum i alt	440 842	454 160	453 219	457 095	468 545

[1] Omfatter også Postbanken
[2] Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.
[3] Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996[2]
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 470	6 405	9 633	5 121	10 115
Sertifikater	4 159	4 377	3 617	3 222	4 655
Stats- og statsbankobligasjoner	1 645	2 037	1 991	1 919	2 224
Andre ihendehaverobligasjoner	11 982	12 161	13 034	12 999	13 462
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	382	373	743	631	436
Publikum	62 753	61 820	62 460	62 289	64 808
Andre	8 370	9 331	9 172	9 913	9 850
Andre eiendeler	6 981	7 017	3 737	3 995	5 934
Eiendeler i alt	102 742	103 521	104 387	100 089	111 484
Sertifikater	10 863	12 175	11 551	9 394	18 103
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner[1]	39 273	40 148	41 069	39 327	39 328
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta[1]	25 366	25 060	25 869	26 718	27 922
Andre innlån	12 419	12 107	10 892	10 532	11 845
Egenkapital	7 792	8 667	8 666	7 676	7 898
Annen gjeld	7 029	5 364	6 340	6 442	6 388
Sum gjeld og egenkapital	102 742	103 521	104 387	100 089	111 484

[1] Egne oppkjopte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.
[2] Posteringer er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996[3),4)]
Kassebeholdning og bankinnskudd	650	768	935	1 069	675
Sertifikater	31	19	49	12	22
Ihendehaverobligasjoner	12	17	13	14	13
Utlån[1] (brutto)	29 636	30 987	32 653	34 539	28 306
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	25 821	27 326	28 909	30 487	24 898
Utlån til andre sektorer (netto)	474	422	434	442	2 035
Andre eiendeler[2]	–403	–337	–291	–204	–343
Eiendeler i alt	29 926	31 454	33 359	35 430	28 673
Sertifikater	3 125	3 415	3 610	3 881	2 575
Ihendehaverobligasjonslån	500	500	1 110	1 160	280
Lån fra andre enn banker	10 280	10 278	11 547	13 755	4 905
Lån fra banker	8 062	9 407	8 710	7 490	13 153
Annen gjeld m.v.	3 918	3 823	4 280	4 698	3 646
Kapital, fond	4 041	4 031	4 102	4 446	4 114
Gjeld og egenkapital i alt	29 926	31 454	33 359	35 430	28 673

[1] Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinanslering.
[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 kredittmarkedet ved årsskiftet '95/'96 da enkelte utlåns- og innlånsposter ble overført fra finansieringsselskaper til forretningsbanker.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	11 471	11 599	12 846	8 746	8 796
Norske sertifikater	15 327	18 403	16 617	17 144	19 988
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	2 724	2 858	2 681	3 539	4 073
Norske ihendehaverobligasjoner	72 221	71 965	72 780	75 683	75 362
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	11 806	14 076	18 007	20 808	26 227
Norske aksjer og andeler	17 713	16 666	19 066	18 648	19 095
Utenlandske aksjer og andeler	3 822	4 130	5 078	5 908	7 161
Utlån til publikum	62 305	61 333	59 027	57 163	52 007
Utlån til andre sektorer	1 246	1 782	1 568	1 499	2 013
Andre spesifiserte eiendeler	20 910	19 364	19 854	21 843	21 127
Eiendeler i alt	219 545	222 176	227 524	230 981	235 849

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.[1]) Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 372	4 193	2 746	2 693	3 122
Norske ihendehaverobligasjoner	33 610	35 002	36 035	36 816	37 515
Utlån til publikum	6 395	6 207	5 957	5 756	5 532
Andre spesifiserte eiendeler	10 230	10 201	10 927	11 566	11 824
Eiendeler i alt	54 607	55 603	55 665	56 832	57 992

[1]) Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 996	8 657	8 287	8 161	7 899
Norske sertifikater	8 667	8 289	8 053	6 881	6 739
Utenlandske sertifikater	156	453	633	1 147	897
Norske ihendehaverobligasjoner	13 395	13 463	15 371	16 704	16 586
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	5 117	6 221	6 630	6 970	7 219
Norske aksjer	8 064	8 130	8 005	8 018	8 827
Utenlandske aksjer	3 278	3 298	3 326	3 575	3 828
Utlån til publikum	4 146	4 222	4 046	4 052	3 980
Utlån til andre sektorer	610	525	516	421	288
Andre spesifiserte eiendeler	14 570	15 788	15 042	14 898	14 190
Eiendeler i alt	65 999	69 046	69 909	70 827	70 453

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Bankinnskudd	1 856	1 824	2 390	2 521	2 718	3 422
Stats- og statsbanksertifikater	1 341	2 114	1 687	783	1 132	1 343
Andre norske sertifikater	3 727	5 915	6 131	7 695	9 397	10 372
Utenlandske sertifikater	0	5	260	163	178	323
Stats- og statsbankobligasjoner	5 852	3 689	3 947	3 772	3 969	3 852
Andre norske obligasjoner	10 577	7 873	8 929	9 101	9 484	8 669
Utenlandske obligasjoner	525	572	592	625	674	704
Norske aksjer	10 989	11 764	11 176	12 096	12 233	12 822
Utenlandske aksjer	1 872	1 742	1 781	1 898	2 047	2 116
Andre eiendeler	1 224	1 648	1 620	1 737	1 831	1 871
Eiendeler i alt	37 963	37 144	38 413	40 391	43 663	45 496

Kilde: Norges Bank og SSB

Tabell 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Statsforvaltningen	511	658	663	656	635	610
Norske banker	685	730	865	887	996	1 189
Øvrige finansinstitusjoner	4 498	4 359	4 561	4 544	4 748	5 016
Kommuneforvaltning og -foretak	1 288	1 120	1 647	1 889	2 036	2 332
Øvrige foretak	12 224	7 533	7 674	8 498	9 821	9 796
Husholdninger	17 468	21 564	21 855	22 834	24 165	25 384
Utlandet	166	329	339	366	375	401
Andelskapital i alt	36 840	36 292	37 606	39 675	42 775	44 728

Kilde: Norges Bank

Verdipapirstatistikk

Tabell 13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	19 500	22 059	42 058	58 910	58 919
Offentlige finansinstitusjoner	3	8	103	314	323
Forretnings- og sparebanker[1)]	1 301	1 537	1 749	2 417	5 060
Forsikringsselskaper m.v.	17 379	15 586	24 735	25 631	30 282
Øvrige finansinstitusjoner	357	230	401	341	343
Kommuneforvaltning og -foretak	222	175	88	125	184
Statlig eide foretak m.v.	6 294	7 354	4 905	5 029	5 406
Verdipapirfond[2)]	5 642	4 914	10 657	11 478	12 667
Øvrige ikke-finansielle foretak	36 680	30 978	49 580	50 847	57 049
Husholdninger	18 870	16 648	27 329	27 270	31 620
Utlandet	42 156	37 470	62 793	77 945	96 067
Ufordelt	315	1	122	3	1 405
I alt	148 719	136 961	224 519	260 312	299 326

1) Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.
2) Aksje-, obligasjons- og rentefond m.v.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995
Sparebanker	837	803	2 495	5 193	5 649
Forretningsbanker	7 840	6 587	8 393	12 563	12 578
Forsikringsselskaper	729	783	883	956	1 196
Andre finansinstitusjoner	1 042	1 689	1 822	400	288
Statlig eide foretak	4 737	4 737	5 155	5 329	5 376
Øvrige ikke fin. selskaper	24 274	21 949	22 431	25 216	27 234
Utlandet	24	24	653	1 615	1 657
Ufordelt	0	0	10	0	768
I alt	39 483	36 573	41 841	51 271	54 746

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15: Nettokjøp og nettosalg(–) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.[3] Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

1. – 4. kvartal 1995	Kjøper -/selgersektor									
Utstedersektor	Sentralmyndighetene[1]	Forretnings- og sparebanker[2]	Forsikringssel.-skaper m.v.	Øvrige finansinst.	Kommunal forv. og -foretak	Øvrige foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt
Forretningsbanker[2]	–2 733	– 1 564	–259	46	45	780	469	3 168	45	–2
Forsikringsselskaper	71	31	11	0	0	–341	–133	387	87	113
Andre finansinstitusjoner	0	–22	–0	0	0	92	20	7	2	98
Statlig eide foretak	–20	168	472	3	1	192	–16	–885	36	–51
Øvrige ikke fin. selskaper	–259	990	978	–74	–4	–662	–2 272	4 087	1 860	4 644
Utlandet	0	33	–9	–0	–0	–186	66	106	11	20
Ufordelt	4	–42	27	–1	0	33	59	–39	23	63
I alt	–2 937	–407	1 219	–26	42	–92	–1 807	6 830	2 065	4 885

[1] Postbanken/giro før 1995 er lagt til denne sektoren.
[2] Bankenes sitt sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.
[3] Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995
Stats- og trygdeforvaltningen[3]	46 920	49 587	42 862	40 531	39 837
Norges Bank	5 533	7 312	7 590	9 753	11 890
Statsbanker	125	758	4 907	4 455	5 464
Forretnings- og sparebanker[1]	52 123	51 483	70 958	62 609	59 927
Forsikringsselskaper m.v.	86 347	87 789	115 962	119 405	134 313
Øvrige finansinstitusjoner	26 956	18 132	28 014	19 152	17 424
Kommuneforvaltning og -foretak	3 205	4 476	5 806	6 216	6 482
Statlig eide foretak m.v.	910	941	3 308	2 420	3 090
Verdipapirfond[2]	5 166	5 680	16 317	11 507	12 531
Øvrige ikke-finansielle foretak	18 540	19 402	27 111	21 803	20 292
Husholdninger	9 277	8 479	7 783	8 052	8 921
Utlandet	24 036	12 903	10 562	8 570	12 160
Ufordelt	44	0	68	49	716
I alt	279 183	266 942	341 248	314 522	333 048

1) Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.
2) Aksje–, obligasjons- og rentefond m.v.
3) Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS, fordelt på låntakersektor. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995
Statsforvaltningen	69 759	78 034	98 439	110 839	123 565
Statsbanker	18 306	20 909	21 978	17 724	14 765
Forretnings- og sparebanker[1]	11 034	37 212	51 426	54 790	53 431
Private kredittforetak	115 768	68 331	62 122	53 029	51 518
Andre finansinstitusjoner	1 795	2 055	2 072	1 568	2 340
Kommuneforvaltning og -foretak	38 007	39 545	44 844	43 628	42 779
Statlig eide foretak m.v.	6 016	6 453	7 896	8 026	9 028
Øvrige ikke-finansielle foretak	11 230	11 158	15 103	16 333	15 792
Husholdninger	322	306	96	840	1 124
Utlandet	1 390	1 390	540	1 040	1 100
Ufordelt	0	0	921	0	1 307
I alt	273 625	265 393	305 438	307 818	316 750

1) Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

1. – 4. kvartal 1995	Kjøper-/selgersektor									
Låntakersektor	Sentral-myndig-hetene[1]	Forretnings og spare-banker[2]	Forsik-ringssel.-skaper m.v.	Øvrige finans-inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold-ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt[3]
Statsforvaltningen	–1 701	4 905	5 978	416	–154	–830	–84	3 844	314	12 688
Statsbanker	1 267	–2 955	–1 044	–148	245	–414	18	49	36	–2 946
Forretnings- og sparebanker[1]	358	–4 719	4 127	–295	84	–770	40	–664	452	–1 385
Private kredittforetak	–63	784	–419	–2 480	–6	370	82	–114	345	–1 501
Andre finansinstitusjoner	199	20	330	12	56	149	1	–27	39	778
Kommuneforvaltning og -foretak	421	–11	–1 060	11	–148	–112	–39	109	379	–450
Statlig eide foretak m.v.	70	–39	690	–133	–57	474	–10	–108	43	930
Øvrige ikk-finansielle foretak	–105	328	273	202	32	–1 840	9	285	59	–758
Husholdninger	–5	–36	67	5	1	–16	40	–0	4	59
Utlandet	0	–29	207	16	0	–33	–101	–1	0	60
Ufordelt	154	14	973	0	6	2	–0	–0	0	1 148
I alt	594	–1 738	10 122	–2 394	60	–3 019	–45	3 373	1 671	8 624

1) Postbanken/giro før 1995 er lagt til denne sektoren.
2) Bankenes sitt sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.
3) Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	745	660	1 084	2 034	2 419
Norges Bank	3 913	1 361	1 519	2 410	6 388
Statsbanker	395	974	334	438	100
Forretningsbanker og Postbanken	23 287	28 304	20 335	29 491	25 007
Sparebanker	5 316	5 837	6 244	8 335	7 867
Private kredittforetak	799	1 291	750	635	726
Private finansieringsselskaper	17	31	19	49	12
Livsforsikringsselskaper	15 327	18 403	16 617	17 144	19 988
Skadeforsikringsselskaper	8 667	8 289	8 053	6 881	6 739
Andre sektorer[1]	16 765	17 806	19 171	27 147	29 436
Sum, pålydende verdi	75 231	82 956	74 126	94 564	98 682

1) Tallene ovenfor er hentet fra institusjonenes balanseoppgaver, mens denne posten er residualbestemt og innholder derfor også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Statssertifikater	36 500	25 500	40 000	40 500	33 000
Banksertifikater	11 485	15 780	22 185	18 143	29 940
Kredittsertifikater	7 404	7 370	5 760	7 605	8 681
Finanssertifikater	3 025	3 440	3 610	5 770	3 050
Lånesertifikater	23 692	20 903	21 471	25 260	29 280
Herav utstedt av:					
Statsbanker	15 833	13 334	13 329	15 616	17 862
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	3 116	4 109	3 757	2 784	4 528
Statsforetak	125	395	400	2 300	2 250
Andre foretak[1)]	4 618	3 065	3 985	4 560	4 640
Utlandet	850	1 150	1 525	1 594	200
I alt	82 956	74 143	94 551	98 872	104 151

[1)] Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringsselskaper	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
Forretningsbanker	0,6	0,6	0,4	0,8	0,8
Sparebanker	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7
Lån med garanti	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	1,6	1,6	1,8	2,0	2,0
Bank	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Markedslån i alt	4,0	4,1	4,2	4,5	4,5

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1989								
Desember	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
1990								
Desember	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
1991								
Desember	830,0	1 096,8	500,1	–1,6	–1,5	10,6		
1992								
Desember	818,6	1 095,3	535,9	–1,4	–1,0	7,3	–1,7	5,1
1993								
Desember	819,9	1 099,9	538,0	–0,5	–0,5	0,5	0,5	–4,3
1994								
April	826,0	1 102,7	562,2	1,4	0,2	4,3	2,7	7,8
Mai	827,5	1 101,1	567,7	1,6	0,4	4,7	3,8	14,1
Juni	833,9	1 096,9	573,6	2,0	–0,2	5,6	4,0	15,1
Juli	833,7	1 092,5	579,7	2,3	0,3	6,3	4,2	14,8
August	832,9	1 091,8	584,2	2,4	0,8	7,4	3,8	12,7
September	837,3	1 097,9	588,2	2,8	1,6	7,8	3,2	11,9
Oktober	838,9	1 094,7	583,0	3,1	1,5	7,0	3,0	8,3
November	840,3	1 099,3	584,5	3,3	1,8	7,4	3,1	4,3
Desember	844,9	1 095,3	579,5	3,0	1,2	6,6	2,9	–1,2
1995								
Januar	847,1	1 098,2	580,0	3,0	1,7	5,8	2,6	–0,1
Februar	851,6	1 097,6	578,0	3,8	2,3	6,0	2,5	–2,5
Mars	856,6	1 099,8	588,7	3,8	2,5	5,2	4,1	–0,4
April	858,0	1 108,4	597,6	3,9	3,1	6,1	5,5	4,1
Mai	861,6	1 110,2	601,8	4,1	3,0	6,1	6,3	11,4
Juni	863,3	1 112,8	606,4	3,5	3,4	6,1	5,1	14,3
Juli	865,4	1 110,6	610,8	3,8	3,5	6,1	4,2	13,0
August	869,7	1 118,9	615,8	4,4	3,9	6,2	3,7	10,4
September	875,7	1 127,9	615,6	4,6	4,0	5,2	5,0	8,3
Oktober	881,7	1,132,6	621,1	5,1	4,6	6,7	6,7	7,6
November	885,6	1 136,0	624,0	5,4	4,7	6,7	7,8	6,2
Desember	892,6	1 144,4	613,5	5,7	5,5	5,1	7,4	3,6
1996								
Januar	895,1	...	620,7	5,7	...	7,0	6,0	1,3
Februar	893,8	...	627,9	5,0	...	8,6	3,9	0,3
Mars	901,9	...	642,5	5,3	...	9,1	3,7	7,2

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.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1994		1995		1/1-31/3 1995		1/1-31/3 1996[1]	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	28 590	6,9	48 346	11,0	9 800	2,2	13 946	2,9
Statlige låneinstitutter[2]	– 3 306	– 1,9	– 744	– 0,4	751	0,4	– 62	– 0,0
Private finansieringsselskaper	5 359	28,8	6 153	25,6	1 562	6,5	– 5 539	–18,4
Skadeforsikringsselskaper	– 198	– 4,6	– 166	– 4,0	76	1,8	0	0,0
Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser	– 5 453	– 7,3	–11 457	–16,5	–1 151	–1,7	– 758	– 1,3
Private kredittforetak	– 2 575	– 4,6	241	0,5	– 377	–0,7	737	1,4
Obligasjons- og sertifikatmarkedet[3]	3 038	4,3	4 909	6,7	1 067	1,4	915	1,2
Markedslån	– 500	–11,1	500	12,5	0	0,0	0	0,0
Annen kreditt	– 17	– 2,7	– 23	– 3,8	39	6,4	68	11,5
Sum[4]	24 938	3,0	47 759	5,7	11 767	1,4	9 307	1,0

[1] Delvis foreløpige tall, delvis anslag.
[2] Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.
[3] Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.
[4] Svarer til endringer i Norges Banks kredittindikator. Faktiske tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 24 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (I mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (–)	1994		1995		1/1–29/2 1995		1/1–29/2 1996	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (–) /	56,3	10,2	21,3	3,6	9,4	1,6	13,7	2,3
underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter[1]	–16,6	–3,0	–1,5	–0,3	–0,6	–0,1	6,0	1,0
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner[2]								
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	–4,1	–0,7	–1,3	–0,2	1,3	0,2	1,7	0,3
Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (–)	21,2	3,8	39,9	6,8	–0,0	–0,0	13,7	2,3
Herav:								
Økning i utlån i valuta	–4,0	–0,7	–1,0	–0,2	0,2	0,0	0,3	0,0
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (–)	–0,3	–0,0	–0,7	–0,1	–0,1	–0,0	–0,0	–0,0
Publikums netto valutasalg til bankene[3] (kjøp (–))	–10,4	–1,9	–30,9	–5,3	–4,3	–0,8	–3,0	–0,5
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	–14,4	–2,6	2,0	0,4	2,1	0,4	–2,8	–0,5
Endring i pengemengden i alt	35,9	6,5	30,0	5,1	6,5	1,1	27,6	4,6
Memo: Oljeskatter	24,5	4,5	27,8	4,7	1,6	0,3	1,4	0,2

Fotnoter står under tabell 24 b.

Tabell 24 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kreditt-midler	Sum	Tids-innskudd[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								
Oktober	34 760	282 295	82 568	399 623	183 362	582 985	38 173	7,0
November	34 991	273 295	82 556	390 842	184 589	575 431	39 766	7,4
Desember	37 957	280 660	83 712	402 329	183 773	586 102	35 889	6,5
1995								
Januar	36 024	278 948	81 316	396 288	189 643	585 931	32 371	5,8
Februar	35 516	280 043	76 783	392 342	200 285	592 627	33 316	6,0
Mars	34 746	273 596	77 168	385 510	202 965	588 475	28 876	5,2
April	34 646	272 454	77 714	384 814	207 453	592 267	33 861	6,1
Mai	34 303	271 909	78 281	384 493	203 758	588 251	33 863	6,1
Juni	37 017	283 561	82 679	403 257	208 829	612 086	35 323	6,1
Juli	35 672	281 384	82 986	400 042	205 669	605 711	34 567	6,1
August	35 072	282 759	86 266	404 097	213 254	617 351	35 898	6,2
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	282 997	85 400	407 473	208 661	616 134	30 032	5,1
1996								
Jan	36 701	287 055	85 960	409 716	216 985	626 701	40 770	7,0
Feb	36 205	299 199	84 843	420 247	223 464	643 711	51 084	8,6
Mars	36 249	296 559	88 830	421 638	220 359	641 997	53 522	9,1

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

1) Omfatter den del av statens overskudd før lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innestående på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

2) Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (–), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (–) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

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 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. – 3. kvartal		pr. 31/12	pr. 30/9
	1992	1993	1994	1994	1995	1994	1995
Bankinnskudd m.v.[1]	14,9	4,8	6,0	9,7	14,0	321,0	335,1
Obligasjoner m.v.[2]	–1,6	–1,0	–0,2	0,3	–0,5	9,7	9,5
Aksjer m.v.[3]	2,3	4,3	4,6	2,8	–0,4	88,6	94,3
Forsikringskrav	18,4	16,5	16,5	15,3	11,1	264,4	277,9
Utlån og andre fordringer[4]	0,5	1,6	2,5	4,5	6,4	65,4	71,8
Fordringer i alt	34,4	26,1	29,4	32,5	30,6	749,1	788,5
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	5,8	11,9	19,8	10,0	16,0	316,1	332,3
Lån i Statlige låneinstitutter og Norges Bank	9,2	–7,0	–1,0	–1,6	1,2	128,6	127,9
Lån i private kredittforetak og finansieringsselskaper	–18,0	–2,4	0,2	1,1	–1,4	43,3	42,0
Lån i forsikringsselskaper	3,4	–5,6	–4,5	–2,5	–2,8	45,6	42,8
Annen gjeld[5]	4,1	–4,0	–1,5	–5,0	–4,9	68,9	63,1
Gjeld i alt	4,5	–7,1	12,9	2,0	8,1	602,5	608,1
Netto	29,9	33,2	16,4	30,6	22,5	146,6	180,4

[1] Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.
[2] Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.
[3] VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler 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 26. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

	1/1–31/12		1/1–31/5	
Likviditetstilførsel+/inndragning–	1994	1995	1995	1996
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	48 371	26 308	1 110	–27 388
Stats- og statsbankpapirer	–29 629	–30 555	–20 971	–11 095
Valutamarkedet	– 1 771	1 019	3 121	21 232
Beholdning av sedler og mynt[1] (anslag)	– 2 455	– 1 620	3 517	3 689
Norges Banks andre transaksjoner[1] (anslag)	– 1 934	113	2 239	82
D-lån	– 2 982	1 553	–641	–2 567
F-lån	– 8 066	3 354	21 355	17 188
Annen sentralbankfinansiering	– 1 393	– 314	–7 447	–13
Reserver i alt	441	– 142	2 283	1 128
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	1 075	975	2 259	2 104
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	– 634	– 1 117	24	–976

[1] Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering i forhold til forretnings- og sparebankenes egne oppgaver kan det oppstå avvik fra Statistisk sentralbyrås bankstatistikk.

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 27. 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		
1995								
Mai	6,0	5,9	5,8	5,7	6,0	5,9	6,8	4,8
Juni	5,9	5,8	5,9	5,8	6,0	5,9	6,8	4,8
Juli	5,6	5,5	5,8	5,6	6,1	6,0	6,8	4,8
August	5,3	5,1	5,5	5,3	5,9	5,8	6,8	4,8
September	5,5	5,3	5,5	5,4	5,8	5,6	6,8	4,8
Oktober	5,4	5,3	5,5	5,3	5,7	5,5	6,8	4,8
November	5,3	5,2	5,4	5,2	5,6	5,3	6,8	4,8
Desember	6,0	6,0	5,6	5,4	5,4	5,2	6,8	4,8
1996								
Januar	5,8	5,8	5,6	5,5	5,4	5,3	6,8	4,8
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

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerente.
NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 28. Kortsiktige rentesatser [1]) for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse NOK/ECU[2)]	Rentedifferanse NOK/DEM
1995											
Mai	4,5	6,7	5,8	7,4	6,6	1,3	8,7	6,1	6,2	–0,6	1,1
Juni	4,5	6,7	5,9	7,1	6,5	1,1	9,0	5,9	6,2	–0,4	1,2
Juli	4,5	6,5	6,0	6,3	6,7	0,9	9,2	5,8	6,0	–0,4	1,0
August	4,4	6,0	6,0	5,9	6,7	0,8	9,1	5,8	5,8	–0,5	0,9
September	4,1	5,7	5,8	5,9	6,7	0,5	8,9	5,8	5,5	–0,3	1,1
Oktober	4,0	5,7	5,5	6,7	6,6	0,4	8,8	5,8	5,7	–0,5	1,2
November	3,9	5,3	4,9	5,8	6,5	0,4	8,8	5,8	5,5	–0,3	1,2
Desember	3,9	4,9	4,4	5,3	6,4	0,4	8,6	5,7	5,3	0,1	1,4
1996											
Januar	3,5	4,5	4,1	4,6	6,3	0,5	8,3	5,4	4,9	0,5	1,8
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

[1)] 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.
[2)] Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på norske obligasjoner [1]) (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1995						
Mai	6,4	7,0	6,9	7,8	7,5	8,0
Juni	6,5	7,1	7,0	8,0	7,6	8,2
Juli	6,5	7,1	7,0	7,9	7,6	8,2
August	6,3	6,7	6,8	7,3	7,4	8,0
September	6,0	6,4	6,5	7,0	7,1	7,6
Oktober	5,9	6,3	6,3	6,8	7,0	7,4
November	5,6	6,0	6,1	6,5	6,7	7,1
Desember	5,5	5,9	5,9	6,3	6,5	6,9
1996						
Januar	5,5	5,9	5,8	6,3	6,4	6,8
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	5,7	6,1	6,7	7,0
Mai	5,3	5,6	5,9	6,3	6,9	7,1

[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 30. Effektive renter på statsobligasjoner [1]) i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse NOK/ECU[2])	Rentedifferanse NOK/DEM[3])
1995											
Mai	6,9	8,4	8,9	7,5	8,3	3,2	10,6	6,7	8,2	–0,3	0,5
Juni	6,9	8,4	8,8	7,5	8,3	2,8	10,5	6,2	8,2	–0,2	0,7
Juli	6,9	8,4	8,8	7,4	8,4	2,8	10,5	6,4	8,2	–0,2	0,6
August	6,8	8,2	8,5	7,3	8,2	3,1	10,1	6,6	8,0	–0,2	0,6
September	6,7	8,0	8,1	7,3	8,0	2,8	9,6	6,3	8,0	–0,4	0,4
Oktober	6,6	8,1	8,0	7,5	8,2	2,7	9,2	6,1	8,1	–0,6	–0,3
November	6,4	7,8	7,6	7,0	8,0	2,7	8,9	6,0	7,8	–0,6	0,3
Desember	6,2	7,4	7,5	6,8	7,6	2,7	8,1	5,8	7,5	–0,5	0,3
1996											
Januar	6,0	7,1	7,1	6,4	7,5	3,0	7,9	5,7	7,2	–0,4	0,4
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	8,1	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

[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 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)[1]

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån[1]			
	Kortsiktige utlån		Mellomlange og langsiktige utlån	Utlån i alt	Kortsiktige utlån		Mellomlange og langsiktige utlån	Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter			I alt	Herav kassekreditter		
1. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,5	9,2	7,5	7,7	8,9	9,5	7,7	7,9
Sparebanker	9,8	10,3	7,8	8,0	10,1	10,6	7,8	8,1
Sum banker	8,9	9,6	7,6	7,8	9,3	9,9	7,8	8,0
2. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,6	9,5	7,4	7,6	9,0	9,8	7,5	7,8
Sparebanker	9,6	10,2	7,6	7,8	10,0	10,4	7,7	7,9
Sum banker	8,9	9,8	7,5	7,7	9,4	10,0	7,6	7,9
3. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,4	9,1	7,3	7,5	8,7	9,3	7,4	7,6
Sparebanker	9,5	10,1	7,5	7,7	10,0	10,3	7,6	7,8
Sum banker	8,8	9,5	7,4	7,6	9,1	9,7	7,5	7,7
4. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,3	9,3	7,2	7,4	7,0	9,8	7,2	7,5
Sparebanker	9,7	10,4	7,4	7,6	10,1	10,6	7,5	7,7
Sum banker	8,8	9,7	7,3	7,5	9,4	10,1	7,4	7,6
1. kvartal 1996								
Forretningsbanker		9,7		7,3		10,0		7,4
Sparebanker		10,0		7,4		10,2		7,5
Sum banker		9,8		7,4		10,1		7,5

[1] Som følge av omlegging av bankstatitstikken i 1996 er løpetidsfordeling av utlånsmassen falt bort.
[2] Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)[1]

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	i alt
1. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,5	5,1	5,0	3,9
Sparebanker	3,5	4,9	5,0	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,0	4,0
2. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,6	5,1	5,1	4,0
Sparebanker	3,4	4,9	5,1	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,1	4,0
3. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,5	5,0	5,0	4,0
Sparebanker	3,4	4,9	5,0	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,0	4,0
4. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,6	5,0	5,1	4,0
Sparebanker	3,5	4,9	5,0	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,1	4,0
1. kvartal 1996				
Forretningsbanker	3,6	4,8		3,9
Sparebanker	3,5	4,8		4,0
Sum banker	3,6	4,8		3,9

[1] Som følge av omlegging av bankstatitstikken i 1996 er løpetidsfordeling av innskuddsmassen falt bort.

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlege rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
1. kvartal 1995	6,9	7,1	6,9
2. » »	6,6	6,9	6,8
3. » »	6,6	6,8	6,7
4. » »	6,3	6,6	6,5
1. kvartal 1996	6,3	6,4	6,3

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
1. kvartal 1995	8,2	8,4	8,3
2. » »	7,9	8,2	8,0
3. » »	7,6	8,0	7,7
4. » »	7,4	7,8	7,5
1. kvartal 1996	7,2	7,6	7,3

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker[1]. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
Renteinntekter	7,4	7,3	7,3	7,0
Rentekostnader	4,5	4,8	4,7	4,6
Netto renteinntekter	2,9	2,5	2,5	2,4
Sum andre driftsinntekter	1,0	1,1	1,2	1,3
Andre driftskostnader	2,4	2,4	2,5	2,4
Driftsresultat før tap	1,3	1,1	1,2	1,6
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	–0,3	–0,3	–0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	1,4	1,5	1,8
Kapitaldekning i prosent	12,4	11,9	11,3	11,4
Herav:				
Kjernekapital	7,3	8,2	7,2	7,9

1) Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker [1]). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
Renteinntekter	8,0	7,7	7,9	7,2
Rentekostnader	3,9	4,0	4,1	3,9
Netto renteinntekter	4,1	3,8	3,8	3,3
Sum andre driftsinntekter	0,5	1,0	1,0	1,2
Andre driftskostnader	3,0	3,0	2,9	2,8
Driftsresultat før tap	1,7	1,8	1,8	1,7
Bokførte tap på utlån og garantier	0,4	0,2	0,1	–0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,3	1,6	1,8	1,7
Kapitaldekning[2)]	15,8	15,4	15,4	14,9
Herav:				
Kjernekapital[2)]	11,9	12,4	11,9	12,2

[1)] Et utvalg på 30 sparebanker.
[2)] Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper [1]). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
Renteinntekter	6,6	5,8	5,8	4,2
Sum andre driftsinntekter	1,6	1,5	1,5	1,4
Andre driftskostnader	4,7	4,2	4,3	3,1
Driftsresultat før tap	3,5	3,0	3,0	3,9
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,6	0,4	0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	2,9	2,4	2,6	3,7
Kapitaldekning[2)]	14,7	13,7	14,0	16,3
Herav:				
Kjernekapital[2)]	12,5	12,1	12,3	15,2

[1)] Gjelder 16 morselskap.
[2)] Gjelder alle finansieringsselskaper.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
Renteinntekter	7,6	7,4	7,5	6,8
Rentekostnader	6,5	6,5	6,4	5,9
Netto renteinntekter	1,2	0,9	1,1	0,9
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,2	0,2	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,3	0,4
Driftsresultat før tap	0,8	0,7	0,9	0,6
Bokført tap på utlån og garantier	–0,1	–0,1	–0,1	–0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,9	0,8	1,0	0,7
Kapitaldekning[1)]	18,5	18,8	18,1	18,4
Herav:				
Kjernekapital	14,4	14,9	14,5	14,9

[1)] Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 39. Den norske krones 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
1995										
Mai	102,23	8,3163	447,09	114,23	145,76	126,45	9,987	7,4063	86,26	6,2860
Juni	101,87	8,2990	445,09	114,04	145,10	126,80	9,945	7,3733	85,93	6,2364
Juli	101,37	8,2999	444,41	114,08	145,30	127,66	9,845	7,0762	85,99	6,1731
August	101,41	8,2676	438,86	113,20	147,41	127,58	9,940	6,7039	87,69	6,3377
September	101,41	8,2495	437,89	112,92	146,44	126,95	9,968	6,3750	89,71	6,3991
Oktober	101,21	8,2466	440,96	113,57	146,10	126,24	9,844	6,1968	91,30	6,2377
November	101,93	8,2724	441,11	113,82	147,38	127,86	9,768	6,1335	94,72	6,2471
Desember	102,52	8,2872	440,94	113,84	146,66	127,98	9,774	6,2413	95,77	6,3521
1996										
Januar	102,29	8,2879	439,09	113,51	144,46	128,23	9,816	6,0741	95,44	6,4160
Februar	101,45	8,2511	436,89	112,93	140,70	127,03	9,839	6,0557	92,95	6,4058
Mars	101,85	8,2357	435,02	112,62	139,75	127,05	9,813	6,0718	95,44	6,4261
April	101,91	8,2099	431,45	111,81	137,29	127,13	9,840	6,0447	96,64	6,4959
Mai	102,21	8,2018	429,14	111,19	138,13	126,84	9,950	6,2002	96,66	6,5760

[1] Kursen på norske kroner mot et veid gjennomsnitt av valutaene til våre 16 viktigste handelspartnere. Basiskursene i denne indeksen er valgt slik at indeksverdien 18. oktober 1990 er lik verdien til den daværende kursindeksen. Stigende verdi angir svakere krone. Den enkelte valutas vekt er fastsatt på grunnlag av de ulike lands betydning som konkurrent til norsk industri. Vektene oppdateres årlig.

[2] Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørsvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1995					
Mai	1,4061	2,2340	3,537	60,367	84,88
Juni	1,4012	2,2344	3,510	60,368	84,58
Juli	1,3890	2,2152	3,481	62,817	87,26
August	1,4443	2,2649	3,440	65,472	94,58
September	1,4615	2,2765	3,449	68,712	100,41
Oktober	1,4146	2,2324	3,493	71,168	100,66
November	1,4162	2,2144	3,450	71,926	101,86
Desember	1,4406	2,2166	3,446	70,653	101,78
1996					
Januar	1,4612	2,2355	3,424	72,294	105,63
Februar	1,4662	2,2521	3,439	72,147	105,78
Mars	1,4772	2,2557	3,424	71,649	105,84
April	1,5057	2,2809	3,393	71,390	107,47
Mai	1,5324	2,3187	3,384	69,219	106,07

Kilde: Norges Bank

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1993	1994	1/1–31/5 1994	1/1–31/5 1995
Varebalansen	51 115	52 187	19 332	23 509
Tjenestebalansen	–1 768	–3 064	423	–3 494
Rente- og stønadsbalansen	–34 274	–23 574	–9 640	–12 512
A. Driftsbalansen	15 073	25 549	10 118	7 502
Herav:				
Skipsfart[1]	14 681	14 052	3 179	6 647
Oljevirksomhet[1]	77 994	90 584	37 424	31 932
Andre sektorer	–77 602	–79 087	–30 485	–31 077
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	7 615	–20 469	–11 650	–4 164
Herav:				
Statsforvaltningen	11 413	–3 901	–4 483	–2 444
Kommuneforvaltningen	–1 561	–1 806	–1 394	–553
Statsbanker	–2 774	–1 737	–790	–262
Forretnings- og sparebanker	–7 523	–3 385	464	–4 621
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	–450	2 613	1 080	–533
Skipsfart	–1 465	–2 067	1 373	–1 236
Oljevirksomhet	3 445	–4 992	–6 014	9 009
Andre private og statlige foretak	6 530	–5 193	–1 887	–3 519
C. Grunnbalansen (A+B)	22 688	5 080	–1 532	3 338
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	34 786	–4 494	5 167	–13 491
Herav:				
Statsforvaltningen	–556	–385	–701	–212
Kommuneforvaltningen	1	–1		
Statsbanker	290	85	–49	–221
Forretnings- og sparebanker	31 789	–7 262	1 027	3 277
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	–2 008	–2 836	–804	2 777
Skipsfart	519	9	–504	13
Oljevirksomhet	8 200	10 199	11 888	806
Andre private og statlige foretak	5 699	1 049	–2 610	–5 051
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	–9 150	–5 352	–3 081	–14 881
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	57 473	586	3 634	—10 153
F. Tildelt SDR	...	...	...	...
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	11 146	–9 185	–5 881	3 152
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	68 619	–8 599	–2 247	–7 001
Herav internasjonale reserver[2]	64 452	–8 671	4 587	–7 057

[1] Utvalgte poster beregnet av Norges Bank
[2] Endring i internasjonale reserver er korrigert for gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1993			31/12 1994			31/5 1995[2]		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	11,9	80,0	–68,1	12,8	75,8	–63,0	12,2	72,0	–59,8
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	155,6	12,5	143,1	151,1	13,0	138,1	147,3	16,2	131,1
Postgiro og Norges Postbank	0,2	0,1	0,1	2,0	0,3	1,7	2,0	0,3	1,7
Statsbanker	1,0	4,1	–3,2	0,9	2,2	–1,3	0,9	1,8	–0,8
Forretnings- og sparebanker	49,3	71,0	–21,7	47,3	62,7	–15,3	54,6	68,4	–13,8
Kredittforetak	19,3	45,0	–25,7	23,6	36,6	–13,0	23,4	37,0	–13,5
Finansieringsselskaper	0,1	2,5	–2,4	0,1	5,8	–5,7	0,1	5,9	–5,8
Forsikringsselskaper	38,1	2,4	35,7	28,6	2,6	26,1	29,1	3,1	26,0
Kommuneforvaltning	0,0	5,1	–5,1	0,0	3,4	–3,4	0,1	2,9	–2,8
Kommuneforetak	0,0	2,2	–2,2	0,0	2,0	–2,0	0,0	2,0	–2,0
Statsforetak	36,5	53,4	–16,9	45,8	50,2	–4,4	38,6	49,9	–11,3
Andre norske sektorer	69,8	162,0	–92,3	73,1	152,3	–79,1	88,5	154,3	–65,8
Uforklart differanse[1]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,9	0,0	14,9
Alle sektorer	381,7	440,5	–58,8	385,3	406,6	–21,3	411,7	413,8	–2,0

[1] Omfatter nettobeløp som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

[2] Som en følge av hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet, og herunder utenriksregnskapet, kan vi ikke presentere sektorfordelt sammensetning av fordringer og gjeld lenger fram enn pr. mai 1995.

Merk:
De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstelling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstelling» pr. 31. desember 1994 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 43. Endringer i bankenes internasjonale fordringer[1]. Milliarder USD

	1991	1992	1993	1994	1995
Total	–48	187	317	277	657
Av dette vis-a-vis:					
ikke-banker	97	151	171	0	249
banker (og ufordelt)	–145	36	147	277	408

[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 44. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer.

	Desember				
	1991	1992	1993	1994	1995
Amerikanske dollar (USD)	34,4	35,5	34,0	32,8	31,7
Tyske mark (DEM)	10,7	11,1	11,7	11,7	11,8
Sveitsiske franc (CHF)	3,9	3,5	2,9	3,0	3,0
Japanske yen (JPY)	10,5	9,4	9,7	10,6	11,2
Britiske pund (GBP)	3,3	3,1	3,0	3,1	2,9
Franske franc (FRF)	2,7	3,5	3,8	3,3	3,9
Italienske lire (ITL)	1,5	1,4	2,4	2,4	2,8
ECU	2,7	2,7	2,4	2,1	1,9
Ufordelt[1]	30,3	29,8	30,1	31,0	30,8
Totalt i mrd. USD	6 250,6	6 236,3	6 514,3	7 110,9	7 925,8

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 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1993	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
Emisjoner av obligasjoner	481	429	467	104	183
– av dette med flytende rente	*70*	*96*	*79*	*16*	*35*
Bankutlån	137	235	366	60	26
Annen internasjonal opplåning	8	5	4	1	–
Samlet opplåning	626	669	837	165	209

Kilde: OECD

Tabell 46. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1993	1994	1995	1. kvartal 1995	1. kvartal 1996
OECD	81,9	85,2	85,7	86,4	83,0
Utviklingsland	8,9	9,3	8,4	6,8	9,3
Øst-Europa	1,0	0,5	0,6	0,3	0,2
Internasjonale institusjoner og andre land	8,2	5,0	5,3	6,4	7,5

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 47. 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:	
	Sentralmyndighetene[2]	Andre finansinst.[3]	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1995 Mars	0,1	16,9	8,8	–18,1	7,7	41,6	101,8	32,8	119,9
April	–1,6	22,1	7,6	–24,9	3,2	41,4	99,4	33,8	124,3
Mai	–3,5	26,9	6,4	–29,4	0,4	44,4	103,4	38,0	132,8
Juni	0,0	24,3	11,2	–28,6	6,9	41,5	93,0	30,3	121,6
Juli	0,1	19,2	1,0	–19,8	0,5	38,1	87,9	37,0	107,7
August	0,0	23,5	7,4	–21,1	9,8	39,0	84,0	31,6	105,1
September	0,0	24,2	6,4	–19,3	11,3	39,2	86,0	32,8	105,3
Oktober	–0,1	26,4	11,4	–20,0	17,7	41,8	79,3	30,3	99,3
November	0,0	30,8	7,7	–25,2	13,3	39,2	76,1	31,5	101,2
Desember	–0,1	30,3	14,4	–43,0	1,6	43,8	83,5	29,4	126,5
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

[1]) Ekskl. kurskorreksjoner
[2]) Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.
[3]) Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 48. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/3[1]) 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Valutaaktiva, spot	106 319	102 566	102 321	96 047	86 012
Valutapassiva, spot	119 445	107 297	113 388	94 832	102 451
1. Spotbalanse, netto	–13 126	–4 731	–11 062	1 215	–16 439
2. Terminbalanse, netto	11 896	6 784	9 888	3 603	11 777
3. Opsjonsposisjon mot NOK	–8	1	108	2	–83
4. Totalposisjon (1+2+3)	–1 238	2 054	–1 066	4 820	–4 745

[1]) F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 49. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	1995	Uke i 1996															
	1–52	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	1–21
A. Norges Banks netto salg av valuta	3	–0,92	–1,71	–0,61	–1,05	–1,54	0,00	0,00	–1,63	–1,32	–3,06	–1,29	–3,19	–0,56	0,00	–1,93	–22,11
til bankene	3	–0,92	–1,71	–0,61	–1,05	–1,54	0,00	0,00	–1,63	–1,32	–3,06	–1,29	–3,19	–0,56	0,00	–6,88	–27,06
1. Spot	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	4,95	4,95
2. Termin																	
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																	
B. Utlandet	–10	–0,15	–0,47	3,81	–4,83	–2,39	–0,81	0,56	–2,24	2,06	–1,61	0,10	0,64	–1,60	3,24	–3,02	–5,91
1. Spot[1)]	–13	0,44	–0,60	3,31	–2,39	2,13	–0,19	–0,47	–1,08	–0,27	–1,10	–0,94	–0,49	0,81	1,11	–4,33	1,52
2. Termin[1)]	3	–0,59	0,13	0,50	–2,44	–4,52	–0,62	1,03	–1,16	2,33	–0,51	1,04	1,13	–2,41	2,13	1,31	–7,43
C. Norske sektorer, utenom bankene	11	–1,66	–1,36	–7,52	5,40	–0,75	1,20	5,11	–4,94	–1,42	1,33	–1,72	–6,33	1,95	0,26	0,21	–14,74
1. Spot[1)]	21	–1,66	–1,39	–6,55	5,27	0,30	–1,29	3,55	–6,88	1,41	–0,92	–3,46	–5,71	12,41	–4,09	–4,24	–15,38
2. Termin[1)]	–14	0,42	–0,36	–1,30	–0,39	–0,04	0,34	2,58	0,85	–0,93	2,61	–1,70	–0,79	–6,31	5,04	1,10	–6,66
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	4	–0,42	0,39	0,33	0,52	–1,01	2,15	–1,02	1,09	–1,90	–0,36	3,44	0,17	–4,15	–0,69	3,35	7,30
D. Annet	1	0,89	0,12	3,10	–1,62	1,60	–0,39	–5,67	5,55	–1,96	–2,77	0,33	2,50	–0,91	–3,50	0,88	–1,46
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,42
2. Kurstap spot, utlandet	0	0,05	0,01	0,04	0,02	0,00	–0,17	0,04	–0,04	–0,13	0,17	0,21	0,26	–0,17	–0,05	–0,11	0,02
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	1	0,45	–0,01	0,64	0,73	1,27	–0,06	–2,74	–0,32	0,18	–2,14	0,59	–0,51	0,19	–1,21	1,19	–2,18
4. Økning i bankenes totalposisjon	–1	0,37	0,10	2,40	–2,39	0,31	–0,18	–2,99	5,89	–2,03	–0,82	–0,49	2,73	–0,95	–2,26	–0,22	0,28
Faktorene bak økningen i bankenes valutaposisjon:																	
A. Som følge av kjøp/salg:																	
nto val.fordr. (spot), utlandet	–6	0,30	0,28	2,63	–3,93	–3,97	1,48	–3,08	6,33	–2,46	–1,04	3,11	3,01	–13,78	2,98	1,69	–13,20
+ nto. val.fordr. (spot), kunder	–4	0,42	–0,39	–0,33	–0,52	1,01	–2,15	1,02	–1,09	1,90	0,36	–3,44	–0,17	4,15	0,69	–3,35	–7,30
+ nto. terminpos. (totalt)	11	0,17	0,23	0,80	2,83	4,56	0,28	–3,61	0,31	–1,40	–2,10	0,66	–0,34	8,72	–7,17	2,54	19,04
B. Som følge av kursendringer:																	
+ nto. valutapos. (termin og spot)	–2	–0,52	–0,02	–0,70	–0,77	–1,29	0,21	2,68	0,34	–0,07	1,95	–0,82	0,23	–0,04	1,24	–1,10	1,74
= Økning i bankenes totalposisjon	–1	0,37	0,10	2,40	–2,39	0,31	–0,18	–2,99	5,89	–2,03	–0,83	–0,49	2,73	–0,95	–2,26	–0,22	0,28
Spesifikasjon:																	
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																	
Netto NOK-fordringer på bankene	–3	0,27	–0,46	2,04	–1,99	1,75	0,63	–0,22	0,29	0,12	–0,39	–0,32	0,33	1,04	0,81	–4,06	–0,07
VPS-registrerte aksjer	–5	0,11	–0,26	0,24	–0,88	–0,12	–0,25	0,05	–1,25	–0,10	–0,51	–0,26	–0,91	–0,27	–0,23	0,43	–4,09
VPS-registrerte obligasjoner	–3	0,06	0,11	0,94	0,38	0,50	–0,51	–0,33	–0,11	–0,05	–0,20	–0,37	0,10	0,15	0,49	–0,87	1,88
VPS-registrerte sertifikater	–1	0,00	0,10	0,10	0,10	0,00	–0,07	0,04	0,00	–0,25	0,00	0,01	0,00	–0,10	0,05	0,17	3,81
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-13	0,44	–0,60	3,31	–2,39	2,13	–0,19	–0,47	–1,08	–0,27	–1,10	–0,94	–0,49	0,81	1,11	–4,33	1,52
Memo:																	
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	–7	0,23	0,25	2,57	–3,97	–3,99	1,63	–3,14	6,35	–2,35	–1,23	2,88	2,73	–13,63	3,01	1,78	–13,64

[1)] Positive tall innebærer valutasalg fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.
[2)] Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkosistens i interbank-terminmarkedet.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

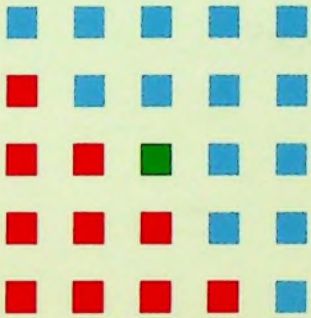
Reg.nr.		*Postadresse*	*Telefon*	*Teleks*	*Telefaks*
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 58 35 01		71 58 35 02

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
0628	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassektr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 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)