

Penger og Kreditt 1996/3

NORGES BANKS
BIBLIOTEK



NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



010123UPR

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, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefon: 22 31 63 40
Telefaks: 22 41 31 05

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

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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

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

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

INNHOLD

Del A

- A 105 Langsiktighet og stabilitet
Leder

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

- A 107 Inflasjonsrapport
Temaer utdypet i egne rammer:
A 119 – Kredittveksten
A 127 – Regionale forhold på arbeidsmarkedet
- A 131 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar
- A 145 Internasjonal økonomisk utvikling
Aktuell utdyping:
A 153 Virkninger av finanspolitisk konsolidering
Temaer utdypet i egne rammer:
A 155 – Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering
A 156 – Korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter

Del B: Artikkelstoff og tabellidel

- B 187 Konsumprisutviklingen i Norge fra 1835 til 1996
Jon Petter Holter
- B 192 Ny internasjonal standard for spredning av statistikk
Vetle Hvidsten
- B 195 Dollarkursens effekt på oljeprisene – en empirisk analyse
Qaisar Farooq Akram og Jon Petter Holter
- B 207 Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer
Jo Forfang, Terje Norderud og Andreas Sand
- B 219 Ny 50-øre
- B 220 De nye 5- og 1-kronemyntene får hull
- B 221 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- B 223 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1996
- B 224 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- B 226 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 19. sept. 1996

Del B: 15. sept. 1996

Tabelldelen: 14. sept. 1996

Norsk økonomi er inne i sitt fjerde år med kraftig vekst. I løpet av de siste tre årene har BNP for Fastlands-Norge vokst med om lag 10 prosent. Det er fortsatt høy vekst i produksjonen og i innenlandsk etterspørsel. Netto har nesten 125 000 nye arbeidsplasser kommet til, tilsvarende en vekst i sysselsettingen på over 6 prosent. Mesteparten av økningen i sysselsettingen har kommet fra folk som tidligere ikke var i arbeidsstyrken, men ledigheten er også redusert, fra 6 prosent i 1992 til vel 4 prosent i år.

Vi vet at dersom den sterke veksten i etterspørselen fortsetter, vil økende kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft før eller senere føre til at priser og lønninger skyter i været, i stedet for at verdiskapingen øker. Det kan allerede være tidlige tegn på at vi er på vei inn i en slik konjunkturfase: Bolig- og eiendomsprisene har økt sterkt, kredittveksten øker og det er høy reallønnsvekst. I det sentrale østlandsområdet er antallet ledige stillinger i forhold til antallet arbeidsledige nå nesten tilbake på 1988-nivå. Det kan være et tegn på at høye ledighetstall skjuler et økende misforhold mellom den kompetansen som tilbys av arbeidssøkerne, og den kompetansen som etterspørres av arbeidsgiverne.

Anslagene i den rapporten Norges Bank nå legger fram, tilsier at veksten i lønnskostnadene i industrien både i år og neste år kan bli høyere enn blant våre handelspartnere, og analysen tyder på at lønnsveksten neste år kan komme opp i 5 prosent. Det ser også ut til at prisstigningen, selv om den fortsatt er relativt lav, vil ta seg noe opp i tiden fremover. Disse anslagene er basert på at pris- og

kostnadsutviklingen neste år ikke blir spesielt påvirket av lønnsmoderasjon. Det er på den annen side heller ikke lagt til grunn noen ytterligere gjeninnhenting av årene med lønnsmoderasjon i begynnelsen av 1990-årene.

Den sterke veksten i sysselsettingen har til nå vært mulig blant annet ved at «nye» grupper, særlig blant unge og kvinner, meldte seg på arbeidsmarkedet da utsiktene til å få arbeid økte. Dette er i seg selv en positiv utvikling, fordi flere har fått arbeid og verdiskapingen har økt. Samtidig har vi hittil i stor grad unngått de presstendensene som ellers kunne meldt seg etter en så lang periode med sterk vekst. Det er vanskelig å anslå helt presist hvor mye lenger denne utviklingen kan fortsette. En vesentlig usikkerhet er knyttet til om strukturelle endringer i de senere årene har slått ut i en mer permanent økning i ledigheten, slik vi har sett i andre europeiske land. Skulle solidaritetsalternativet slå sterkere gjennom og lønnsveksten bli lavere enn anslått i denne rapporten, ville det også innebære større muligheter for en ytterligere varig reduksjon i ledigheten.

De erfaringene vi og andre land gjorde i løpet av 1980-årene, viser at det er en lang og tung prosess å bringe økonomien tilbake til riktig kurs dersom pris- og kostnadsveksten først tar av. Det har derfor lenge vært bred enighet om å sikre et varig grunnlag for sysselsettingen ved å føre en økonomisk politikk rettet mot langsiktig stabilitet i økonomien og ved å bedre næringslivets konkurranseevne. Når økonomien nå er i klar fremgang, er det vesentlig at vi ikke mister det som er vunnet. Det er derfor nødvendig å ligge i

forkant, og dempe presstendensene gjennom utformingen av den økonomiske politikken.

Vi er i en situasjon hvor norsk økonomi har en betydelig sterkere vekst enn våre handelspartnere i Europa. Dette gjør det mer krevende enn ellers å holde pris- og kostnadsveksten nede på handelspartnerens nivå. En ytterligere kraftig vekst i etterspørselen vil gjøre denne oppgaven enda vanskeligere.

Pengepolitikken er rettet inn mot å stabilisere kronekursen i forhold til europeiske valutaer. Innenfor de rammer som målet om en stabil valutakurs setter, er pengepolitikken innrettet mot å bidra til at veksten i den innenlandske etterspørselen og aktiviteten ikke blir så sterk at pris- og kostnadsstigningen skyter fart.

Det er imidlertid begrenset hvor mye pengepolitikken kan bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen når hovedoppgaven er å stabilisere valutakursen.

Hovedansvaret for å stabilisere den økonomiske utviklingen tilligger finanspolitikken. På bakgrunn av den tiltakende veksten vi har sett i norsk økonomi i 1996, synes det klart at budsjettet for innværende år godt kunne vært strammere enn det faktisk ble. Risikoen for ytterligere press i økonomien neste år understreker behovet for at det gjennomføres en stram finanspolitikk i 1997, minst på linje med den innstramningen det opprinnelig ble lagt opp til i budsjettet for 1996.

Kjell Storvik

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

Etter sentralbankloven er Norges Bank pålagt en rådgivende funksjon på penge-, kreditt- og valutapolitikkens område. Som utøvende myndighet skal Norges Bank blant annet sørge for stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med eller lavere enn handelsparterne, 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
 - 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 Råvarepriser og importpriser
 - 2.3 Engros- og produsentpriser
 - 2.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

- 3** RENTER, VALUTAKURS OG MONETÆRE STØRRELSER
 - 3.1 Rente og valutakurs
 - 3.2 Pengemengde
 - 3.3 KredittvekstUtdyping:
Kredittveksten

- 4** NÆRMERE OM KONJUNKTURUTVIKLINGEN
 - 4.1 Hovedtrekk
 - 4.2 Husholdningene
 - 4.3 Boligmarkedet
 - 4.4 Bedriftsinvesteringene
 - 4.5 Finanspolitikken
 - 4.6 Utenrikshandelen

- 5** ARBEIDSMARKEDET OG KOSTNADSUTVIKLINGEN
 - 5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet
 - 5.2 Lønninger
 - 5.3 Produktivitetsutviklingen
 - 5.4 PrismarginerUtdyping:
Regionale forhold på arbeidsmarkedet

Redaksjonen avsluttet 19. september 1996

I UTSIKTER FOR INFLASJONEN

Vi anslår fortsatt en prisstigning på $1\frac{1}{4}$ prosent i år økende til $2\frac{1}{2}$ prosent neste år. En viktig årsak til økningen i prisstigningen er den økende lønnsveksten. Dersom historiske erfaringer for lønnsdannelsen legges til grunn, vil lønnsveksten kunne stige fra $4\frac{1}{4}$ prosent i år til om lag 5 prosent i 1997.

Etter tre år med til sammen over 10 prosent vekst i BNP for Fastlands-Norge, ser det ut til at aktiviteten i 1996 tar seg ytterligere opp. Oppgangen har nå fått bredt feste. Det er høy vekst både i privat forbruk, investeringer og eksport. Sysselsettingsveksten ser ut til å bli høyere enn vi tidligere har lagt til grunn.

Lav aktivitet og moderat prisstigning internasjonalt medfører at prisimpulsene fra import demper virkningen på prisene av økte innenlandske lønnskostnader.

Økte strømpriser gir et bidrag til veksten i konsumprisene på om lag $\frac{1}{4}$ prosent i år og nærmere $\frac{1}{2}$ prosent neste år.

1.1 Nytt siden sist

Konsumprisveksten i første halvår i år var noe lavere enn forventet. Dette reflekterer i noen grad lavere vekst i importprisene enn tidligere antatt. Ved siden av reduserte bilavgifter er det særlig prisutviklingen på klær og skotøy som har bidratt til den lave veksten. Bortfallet av momskompensasjonen på enkelte matvarer og økte elektrisitetspriser bidrog til å trekke prisveksten opp i juli og august, mens fall i bensinprisene som følge av priskonkurransen bidrog til å dempe prisstigningen.

I forrige inflasjonsrapport tegnet vi et bilde av fornyet økonomisk vekst i år etter en viss avdemping i siste del av 1995. Viktige drivkrefter bak dette var høy realinntektsvekst, en viss nedgang i husholdningenes sparerate og høye igangsettingstall for næringsbygg. Kvartalsvis nasjonalregnskap for andre kvartal i år og de siste korttidsindikatorene bekrefter dette bildet:

- Bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge økte med nesten 3 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år, til tross for streikene i vår og et fall i elektrisitetsproduksjonen. Det var imidlertid tegn til en viss stabilisering av produksjon og etterspørsel i andre kvartal i år, etter den sterke veksten i første kvartal.

- Veksten i innenlandsk etterspørsel ser ut til å bli klart høyere enn i fjor. Privat konsum var i første halvår vel 4 1/2 prosent høyere enn tilsvarende periode i fjor. Bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge ligger fortsatt på et høyt nivå. Det ser også ut til at igangsettingen av boliger er i ferd med å ta seg opp igjen etter nedgangen i første halvår i år.
- Økende kredittvekst peker også i retning av sterkere etterspørsel. Veksten i kreditten reflekterer i første rekke høy investeringsaktivitet i bedriftene, men en del av den økte kredittveksten har trolig også sammenheng med økt aktivitet og stigende priser i bruktboligmarkedet og med økte bilkjøp.
- Til tross for relativt svak økonomisk vekst blant våre viktigste handelspartnere har eksporten av tradisjonelle varer hittil i år ligget vel 10 prosent høyere enn i samme periode i fjor.

Den sterke oppgangen har også gitt seg utslag i et strammere arbeidsmarked. Sysselsettingsveksten målt i antall personer har vært klart sterkere i år enn det vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Antall sysselsatte i første halvår var 65 000 høyere enn i samme periode i fjor. Ledigheten synker imidlertid mindre enn en kunne vente, fordi en stor del av sysselsettingsveksten blir møtt med økt yrkesdeltaking blant kvinner og ungdom. I første halvår økte yrkesdeltakingen med 50 000 personer.

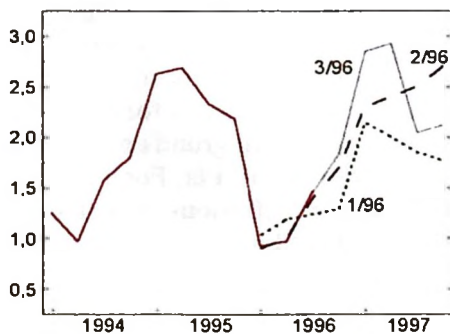
1.2 Norges Banks inflasjonsanslag

I forrige inflasjonsrapport anslo vi en gjennomsnittlig konsumprisvekst på 1 1/4 prosent i 1996 og 2 1/2 prosent i 1997. Anslagene innebar en bane hvor prisveksten ville tilta i siste halvår i år og komme opp mot 1 3/4 prosent mot slutten av året. Prisveksten i de første 8 månedene i år var 1,1 prosent. Dette var noe lavere enn vi la til grunn sist.

Den gjennomsnittlige prisveksten fra 1995 til 1996 anslås fortsatt til 1 1/4 prosent. Lav vekst i konsumprisene hittil i år vil bli motvirket av høyere elektrisitetspriser siste halvår enn tidligere anslått. Også for 1997 venter vi høyere elektrisitetspriser enn det vi la til grunn forrige gang. Lønnsveksten er også noe oppjustert. På den annen side anslår vi nå noe lavere importprisvekst både i 1996 og i 1997. Gjennomsnittlig prisvekst fra 1996 til 1997 anslås derfor som sist til 2 1/2 prosent. Dette innebærer at prisveksten neste år i så fall vil være noe høyere enn hos våre handelspartnere.

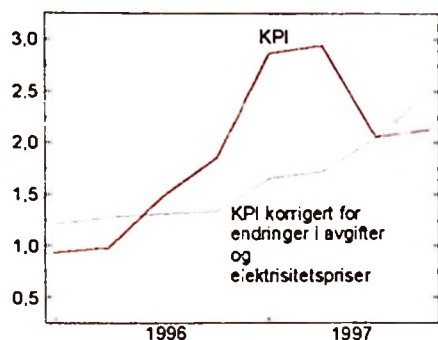
Utviklingen i konsumprisveksten gjennom 1997 blir nå betydelig annerledes enn vi så for oss sist, jf figur 1.1. Økningen i strømprisene vil medføre at tolv månedersveksten

Figur 1.1 Anslagene for konsumprisveksten nå og tidligere. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 Konsumprisveksten. Anslag for KPI totalt og for KPI eksklusive avgifter og elektrisitetspriser



Kilde: Norges Bank

vil komme opp i 3 prosent i begynnelsen av 1997. Dersom strømprisene faller i løpet av 1997, slik vi har lagt til grunn, vil prisveksten mot slutten av 1997 komme ned mot $2\frac{1}{4}$ prosent. Korrigert for avgifter og strømpriser vil den gjennomsnittlige prisstigningen øke fra $1\frac{1}{4}$ prosent i år til 2 prosent neste år. Målt på denne måten vil den underliggende prisveksten ha økt til vel $2\frac{1}{2}$ prosent mot slutten av 1997, jf figur 1.2.

Nedenfor gjennomgås områder som er av særlig betydning for prisutviklingen fremover.

Lønnskostnadene: Årets lønnsoppgjør indikerer en samlet årslønnsvekst på drøye $4\frac{1}{4}$ prosent i 1996. Et noe strammere arbeidsmarked samt økning i konsumprisveksten trekker i retning av høyere lønnsvekst neste år. Basert på erfaringer for hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI, anslås lønnsveksten å kunne øke til om lag 5 prosent i 1997.

Andre innenlandske forhold: Avgiftsendringer preger fortsatt utviklingen i konsumprisindeksen. Ved siden av reduksjonen i bilavgiftene fra årsskiftet, som isolert trekker ned KPI-veksten med om lag 0,4 prosentpoeng i år, har vi lagt til grunn at bortfallet av momskompensasjonen på enkelte matvarer fra 1. juli øker prisveksten både i år og neste år med 0,1 prosentpoeng. Vi legger videre til grunn en gjennomsnittlig økning i elektrisitetsprisen på om lag 6 prosent i år. Dette vil bidra til den samlede prisstigningen med om lag $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i 1996. Neste år har vi forutsatt en viss nedgang i elektrisitetsprisene fra og med annet halvår, men overhenget inn i 1997 og et høyt prisnivå første halvår medfører at årsveksten i 1997 likevel kan komme opp i 9 prosent. Bidraget til veksten i KPI vil i så fall bli nærmere $\frac{1}{2}$ prosentpoeng i 1997.

Importpriser: Prisstigningen hos våre handelspartnere holder seg moderat. Vi anslår nå en konsumprisvekst for handelspartnerne på $1\frac{3}{4}$ prosent i 1996 og $2\frac{1}{4}$ prosent i 1997. Anslagene for 1996 og 1997 er nedjustert med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i forhold til forrige inflasjonsrapport. Råvareprisene utenom olje har falt betydelig fra første til andre kvartal i år. Blant annet som følge av dette har prisimpulsene til Norge fra import av tradisjonelle varer vært svakere i første halvår enn tidligere lagt til grunn. Vi legger nå til grunn en oppgang i importprisene på $\frac{1}{4}$ prosent fra i fjor til i år. For 1997 anslår vi en vekst på 1 prosent. I forrige inflasjonsrapport anslo vi importprisveksten i 1996 og 1997 til henholdsvis 1 og $1\frac{1}{2}$ prosent.

Prismarginer: Som i forrige inflasjonsrapport legger vi ikke til grunn at endringer i driftsmarginer vil gi noe vesentlig bidrag til konsumprisveksten. På den ene siden vil sterkere et-

Tabell 1.1 Konsumpriser. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra foregående år. Consensus forecast i parentes¹⁾.

	1996		1997	
USA	$2\frac{3}{4}$	(3,0)	$2\frac{3}{4}$	(3,1)
Japan	$\frac{1}{4}$	(0,3)	$1\frac{1}{4}$	(1,2)
Tyskland	$1\frac{1}{2}$	(1,5)	$1\frac{3}{4}$	(1,8)
Storbritannia	$2\frac{1}{4}$	(2,3)	$3\frac{1}{4}$	(2,9)
Sverige	1	(1,3)	$2\frac{1}{4}$	(2,1)
Finland	1	(0,9)	$2\frac{1}{4}$	(1,7)
Danmark	2	(2,1)	$2\frac{1}{4}$	(2,4)
Norges handelspartnere	$1\frac{3}{4}$	(1,9)	$2\frac{1}{4}$	(2,2)
EU-12-landene ²⁾	$2\frac{1}{4}$	(2,2)	$2\frac{1}{4}$	(2,2)

1) Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private institusjoner, pr september 1996.

2) Vektet med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank og Consensus Forecast

terspørselsvekst kunne gi mulighet for å øke påslaget i prisene. Lavere importpriser kan også gi grunnlag for importørene til å øke sine marginer. På den annen side vil fortsatte strukturendringer og god lønnsomhet bidra til et vedvarende press på marginene i detaljhandelen. Lav prisvekst på import vil dessuten kunne bidra til fortsatt press på marginene for norsk produksjon.

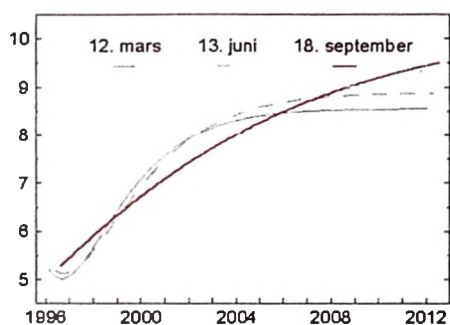
1.3 Inflasjonsforventninger

Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå inneholder en oversikt over bedriftenes forventninger ett kvartal fram i tid om prisendringer på egne produkter. Konjunkturbarometeret viser at prisutviklingen for andre kvartal ble om lag som bedriftene hadde forventet. For tredje kvartal venter en økende andel av bedriftene høyere priser på sine produkter, både for produkter rettet mot hjemmemarkedet og for eksportprodukter. Det er et klart fall i andelen bedrifter som venter nedgang i prisene på sine produkter.

Terminrentekurven kan gi informasjon om inflasjonsforventninger i penge- og valutamarkedene. Denne kurven, som viser forventninger om fremtidige kortsiktige renter, er beregnet på grunnlag av effektive renter på pengeplasseringer i Norge med ulike bindingstider (terminer), herunder statsobligasjoner. Terminrentene kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon. Dersom realrenten er konstant, kan endringene i terminrentene tolkes som endringer i inflasjonsforventninger. Figur 1.3 viser hvordan terminrentene har endret seg de siste seks månedene. Siden forrige inflasjonsrapport har terminrentene for de nærmeste årene økt noe. Dette kan indikere forventninger om økt prisstigning i denne perioden.

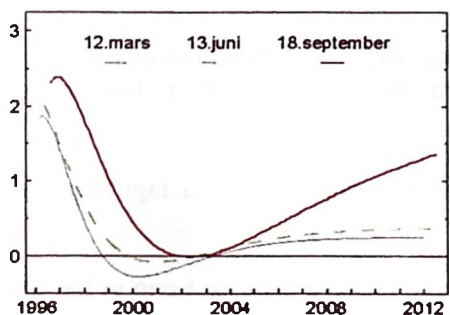
En må imidlertid være svært forsiktig med å trekke sterke konklusjoner på grunnlag av terminrentene. Blant annet må endringer i norske renter i stor grad ses i sammenheng med utenlandske renter. Endringer i norske terminrenter kan således skyldes endringer i internasjonale renter. Et alternativ er derfor å se på differansen mellom norske og utenlandske terminrenter. Endringer i denne differansen kan vise hvordan inflasjonsforventningene vis-a-vis utlandet utvikler seg. Differansen mot tyske terminrenter har økt siden midten av juni, spesielt for de første årene, jf. figur 1.4. En tolkning av dette er at inflasjonsforventningene i Norge har økt i forhold til Tyskland. Dette kan imidlertid reflektere at lavkonjunkturen har redusert inflasjonsforventningene i Tyskland. Ulike konjunkturer tilsier også at noe av forskjellen i terminrentene for de nærmeste årene skyldes ulike forventede realrenter i Norge og Tyskland.

Figur 1.3 Terminrenter i Norge. Forventede kortsiktige renter. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 1.4 Differansen mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Tabell 1.2 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1996 og 1997¹⁾. Prosentvis endring fra foregående år

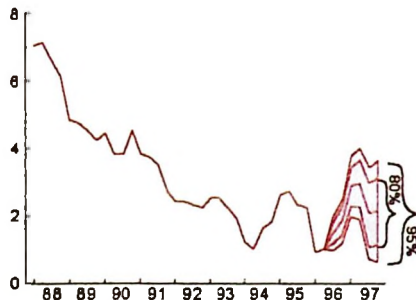
	1996		1997
	Siste publiserte anslag fram til		
	sept 1996	juni 1996	sept 1996
Finansdepartementet	1 1/4	-	-
Statistisk sentralbyrå	1.4	2.0	2.2
OECD ²⁾	1.7	2.4	-
IMF	2.0	2.3	-
Norges Bank	1 1/4	2 1/2	2 1/2
Private institusjoner ³⁾			
høyeste anslag	1.6	3.0	3.0
laveste anslag	1.2	1.8	2.2
gjennomsnitt	1.3	2.2	2.4

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 13 institusjoner

Figur 1.5 Usikkerheten rundt prisvekstanslagene. Tolv måneders vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norges Bank samler inn opplysninger fra 13 private institusjoner om deres prisanslag for 1996 og 1997. Gjennomsnittlig forventet prisstigning er 1,3 prosent i 1996, med 1,2 som laveste og 1,6 som høyeste anslag. For 1997 venter de private institusjonene nå en prisvekst på 2,4 prosent, mot 2,2 prosent forrige gang. Anslagene varierer mellom 2,2 prosent og 3,0 prosent. Mens gjennomsnittet for de private institusjonenes anslag i forrige inflasjonsrapport lå noe under Norges Banks anslag for prisveksten i 1997, er de nå sammenfallende.

1.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Usikkerheten i Norges Banks anslag for prisutviklingen de nærmeste 12-18 månedene er vist i figur 1.5. Usikkerhetsintervallene er beregnet med utgangspunkt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. De er uttrykk for usikkerheten i de historiske sammenhengene som er nedfelt i modellen. Det er 80 prosent sannsynlighet for at de faktiske inflasjonsratene vil ligge innenfor det innerste intervallet og 95 prosent sannsynlighet for at de vil ligge innenfor det yterste intervallet. I tillegg vil det være usikkerhet knyttet til anslagene for størrelser som ikke bestemmes i modellen. De viktigste usikkerhetsfaktorene som peker i retning av økt prisvekst, er:

- Gjeninnhenting av de moderate lønnstilleggene i første del av 1990-årene vil kunne innebære enda høyere lønnsvekst.
- En svekkelse av finanspolitikken i forhold til våre anslag vil gi høyere etterspørsel enn det vi nå ser for oss.
- Den sterke veksten i kommunenes inntekter kan gi grunnlag for høyere kommunal etterspørsel enn antatt, og etter en tid medføre høyere pris- og kostnadsvekst, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.5.
- Sterk etterspørselsvekst og lav importprisvekst kan gi grunnlag for økte bidrag til prisstigningen fra bedriftenes marginer.
- Elektrisitetsprisene kan øke mer enn vi har lagt til grunn neste år.

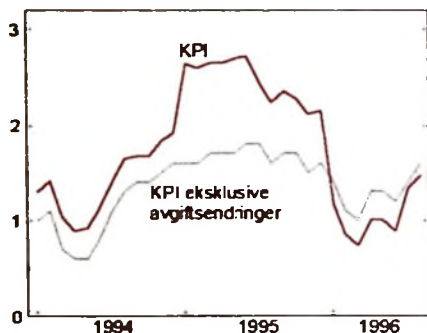
Forhold som kan føre til en lavere prisvekst enn vi har anslått, omfatter:

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

som følge av lavere lønnsomhet i eksportindustrien enn anslått.

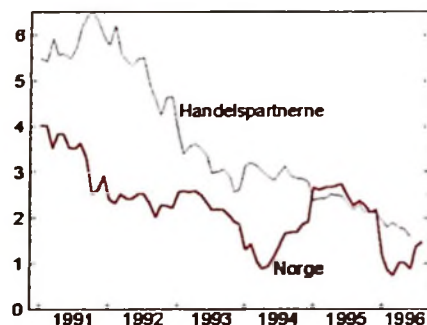
- Vi kan ha overvurdert stramheten i arbeidsmarkedet.
- Et strammere budsjettoplegg enn det vi har lagt inn i våre anslag kan redusere presset i økonomien i løpet av 1997.
- Mye nedbør i høst og vinter kan føre til at veksten i elektrisitetsprisene blir lavere enn vi har lagt til grunn.
- Prisveksten blant vår handelspartnere, og dermed prisimpulsene fra import, kan bli lavere enn vi har forutsatt.

Figur 2.1 Konsumprisindeksen. Totalt og eksklusive avgiftsendringer. Tolvmånedersvekst. Prosent



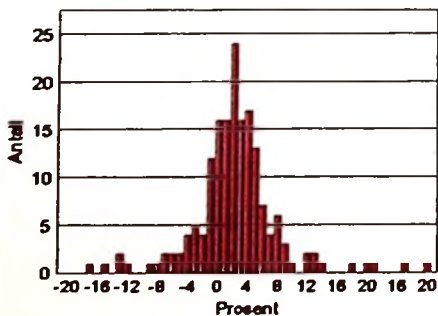
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Konsumprisindekser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 2.3 Konsumprisindeksen. Varegrupper rangert etter tolv månedersvekst. August 1996



Kilde: Statistisk sentralbyrå

2.1 Konsumpriser

Konsumprisene så langt i år er 1,1 prosent høyere enn i tilsvarende periode i fjor. Tolvmånedersveksten, som på det laveste var nede i 0,7 prosent i mars, har tatt seg noe opp de siste måneder og var i august 1,5 prosent, jf. figur 2.1.

Prisutviklingen i år er påvirket av avgiftsendringer. Reduserte bilavgifter fra nyttår medførte om lag 0,4 prosentpoengs nedgang i tolv månedersveksten. Bortfallet av ordningen med momskompensasjon på visse matvarer økte veksten fra og med juli måned. Korrigert for avgiftsendringer har den gjennomsnittlige prisstigningen så langt i år vært om lag 1 1/4 prosent, hvilket er 1/2 prosentpoeng lavere enn i tilsvarende periode i 1995. Lavere priser på klær, skotøy og hvitevarer forklarer mye av denne nedgangen. Oppgangen i konsumprisveksten de siste to måneder skyldes, i tillegg til bortfall av momskompensasjon, økte elektrisitetspriser.

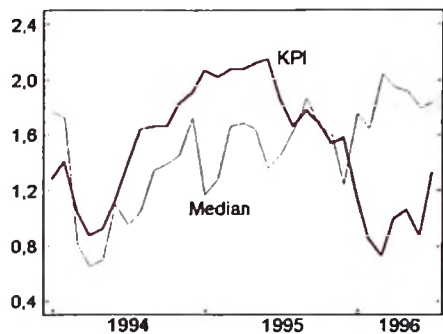
Konsumprisveksten er noe lavere enn prisstigningen hos våre handelspartnere, jf. figur 2.2. De siste månedene har differansen blitt redusert, dels fordi veksttakten her hjemme har økt, men også fordi prisveksten hos flere av våre handelspartnere har avtatt. I Finland og Sverige er nå konsumprisveksten under 1 prosent. For EU-landene samlet har prisveksten falt fra 3 prosent ved årsskiftet til 2,5 prosent i juni.

Prisstigningen på varer omsatt i detaljhandelen har vært moderat. I august var denne prisindeksen 0,4 prosent høyere enn for ett år siden. Den noe sterkere veksten i konsumprisindeksen skyldes i hovedsak sterkere prisvekst på tjenester enn på varer.

I figur 2.3 er en del varegrupper som inngår i KPI, rangert etter prisvekst. Tolvmånedersveksten for de fleste varegruppene ligger innenfor intervallet -1 til 4 prosent, mens den midterste observasjonen var 1,5 prosent. Figuren viser at enkelte varegrupper skiller seg ut med store prisendringer.

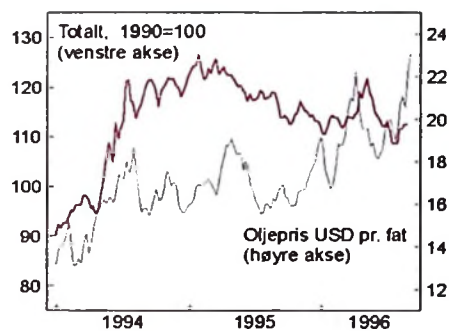
Et mål på den underliggende pristendensen som korrigerer for store prisutslag på enkeltvarer, er «median»-inflasjon. Dette begrepet ble nærmere diskutert i en ramme i forrige inflasjonsrapport. Figur 2.4 viser median-inflasjonen sammen med veksten i KPI. Begge målene er korrigert for generelle endringer i momssatsen. Mens veksten i KPI falt fra midten av 1995 til begynnelsen av 1996, steg median-inflasjonen jevnt i samme periode. KPI-veksten har steget noe igjen de siste månedene. En del av denne veksten skyldes, som nevnt ovenfor, høyere elektrisitetspriser og bortfall av momskompensasjon på enkelte matvarer. Median-inflasjonen tar mindre hensyn til slike engangshopp i enkeltpriser og viser derfor et noe flattere forløp.

Figur 2.4 Ulike mål på prisstigningen. Tolv månedersvekst. Prosent



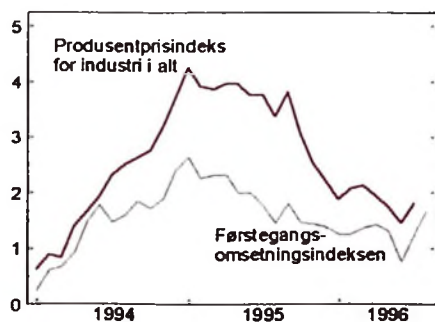
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Råvarepriser



Kilde: The Economist

Figur 2.6 Engros- og produsentprisindekser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Veksten i KPI er likevel fortsatt klart lavere enn prisstigningen målt ved median-inflasjonen. Dette kan ha sammenheng med at enkelte varegrupper med høye vekt i konsumet, blant annet biler, matvarer og klær, har vist til dels betydelig prisnedgang det siste året. De fleste varegrupper har dermed høyere prisvekst enn KPI. Dersom prisnedgangen på de nevnte enkeltvarene er midlertidig, er det grunn til å tro at prisveksten målt ved KPI relativt raskt vil tilta opp mot den underliggende trenden i median-inflasjonen.

2.2 Importpriser

Prisen på import av tradisjonelle varer økte med 0,7 prosent i 1995, og 0,2 prosent gjennom første halvår i år. Svak konjunkturutvikling i Europa og moderat internasjonal prisvekst har bidratt til å dempe den importerte prisveksten. En viss appresiering av den importveide kronkursen i 1995 kan også ha virket i samme retning. Det er i hovedsak lavere priser på andre råvarer enn brenselprodukter, samt prisnedgang på kontormaskiner og elektronisk utstyr, som har bidratt til lavere importprisvekst.

Den lave prisveksten på importvarer reflekteres i konsumprisutviklingen. Delprisindeksen på importvarer i KPI falt det siste året med 2,3 prosent. Dette må også ses i sammenheng med reduserte avgifter på biler og reduserte marginer i salget av klær og skotøy.

Moderat importprisvekst er imidlertid ikke et nytt trekk. Importprisene har vist en flat trend siden midt på 1980-tallet. Impulsen fra import av tradisjonelle varer har altså allerede i flere år bidratt til å dempe prisstigningen i Norge.

The Economists indeks for alle råvarer utenom olje (målt i SDR) har i løpet av de siste tre månedene falt med nærmere 3 prosent, jf. figur 2.5. Prisfallet har vært mest markert for metaller, med 9,3 prosent, og dette kan særlig knyttes til lavere priser på aluminium og kobber.

Oljeprisen har vist store svingninger i år. I april var oljeprisen over 23 dollar, eller 150 kroner pr. fat, men falt deretter noe tilbake. I begynnelsen av september bidrog uro i Midt-Østen til at oljeprisen på nytt steg, og den var i midten av september igjen oppe i 23 dollar pr. fat. Dette er i overkant av 3 dollar høyere enn ved inngangen til året. I norske kroner var prisen 147 kroner pr. fat.

2.3 Engros- og produsentpriser

Prisutviklingen på produsent- og engrosleddet kan gi indiksjoner på den fremtidige utviklingen i konsumprisene. Tolv månedersveksten i produsentprisene for industrien har vært avtagende fra begynnelsen av 1995 og til utgangen av første halvår i år, jf. figur 2.6. De to siste månedene har vekstratene tiltatt noe. Det er særlig prisene på produksjon rettet mot innenlandske markeder som har vist vekst.

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

	1995		1996	
	3.kv	4.kv	1.kv	2.kv
Innenlandsk anvendelse	2.4	2.9	1.6	1.8
Konsum i husholdninger	2.2	2.5	0.6	1.7
Offentlig konsum	3.2	3.1	3.1	3.5
Bruttoinvesteringer i fast kapital	3.1	3.5	3.0	1.8
Eksport, trad. varer	6.0	3.8	-3.1	-1.0
Import, trad. varer	0.4	0.4	0.4	0.0
BNP	1.8	2.6	1.7	3.0
BNP Fastlands-Norge	3.6	3.9	1.0	2.0

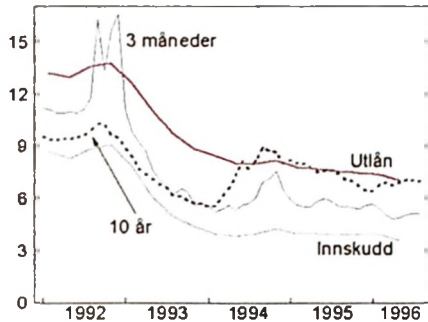
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Engrosprisene har også tiltatt noe de siste to månedene, i hovedsak på grunn av høyere matvare- og brenselpriser. Prisveksten for konsumvarer er noe sterkere på engrosleddet enn på detaljistleddet.

2.4 Nasjonalregnskapsdeflaterer

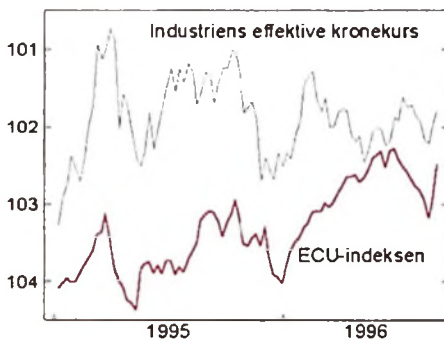
Nasjonalregnskapets prisdeflaterer viser høyere prisvekst for privat konsum i andre kvartal enn i første kvartal i år, jf. tabell 2.1. Prisdeflatorene bekrefter inntrykket fra konsumprisindeksen av at tjenestekonsumet har betydelig høyere prisvekst enn varekonsumet. Prisene på tjenestekonsumet i andre kvartal i år var 3,4 prosent høyere enn for ett år siden. Prisveksten for offentlig konsum steg til 3,5 prosent, mens prisindeksene for bedriftenes investeringer viser betydelig lavere vekst. Dette kan ses i sammenheng med at investeringene har et relativt høyt importinnhold og at importprisene vokser svært moderat. Lav prisvekst på bruttoproduktet for Fastlands-Norge reflekterer fall i eksportprisene for tradisjonell eksport.

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



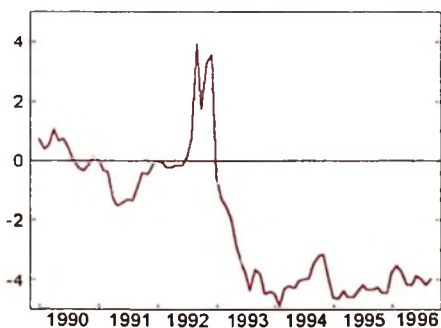
Kilde: Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Norges Banks monetære indeks. Januar 1992=0



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

Kilde: Norges Bank

3.1 Renter og valutakurs

Siden forrige inflasjonsrapport har pengemarkedsrentene steget svakt. De effektive tremånedersrentene har de siste tre månedene i gjennomsnitt ligget 0,2-0,3 prosentpoeng høyere enn i forrige tremånedersperiode, og var den 18. september notert til 5,3 prosent. Dette er likevel omtrent 0,4 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet for 1995, jf. figur 3.1. For pengemarkedsplasseringer med lengre løpetid har økningen i rentene de siste månedene vært noe større.

Økningen i pengemarkedsrentene de siste månedene har ikke gitt utslag i form av en økning i de rentene som publikum står overfor. Norges Banks rentestatistikk for andre kvartal viser at den gjennomsnittlige utlånsrenten fra forretnings- og sparebankene falt med 0,3 prosentpoeng fra første til andre kvartal.

Utviklingen i langsiktige renter kan ha betydning for norske låntakers atferd, ved at de kan si noe om forventningene til utviklingen i kortsiktige renter og ved at langsiktige investeringer kan være knyttet til disse rentene. De norske obligasjonsrentene har økt gjennom 1996, og rentene har økt mer enn tilsvarende tyske og ECU-renter.

Den effektive kronkursen har styrket seg noe fra forrige inflasjonsrapport, jf. figur 3.2. ECU-indeksen har styrket seg noe de siste ukene etter en viss svekkelse gjennom sommeren, og er nå omtrent på samme nivå som for tre måneder siden.

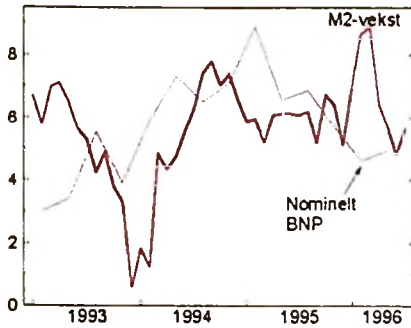
Rente- og valutakursutviklingens effekt på realøkonomien er sammenfattet i Norges Banks monetære indeks, jf. figur 3.3. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutaforholdene virker i mer ekspansiv retning på realøkonomien. Indeksen har bare vist mindre kortsiktige svingninger de siste tre årene, og nivået har, sett under ett, endret seg lite.

Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i Penger og Kreditt - *Finansmarknadene og Norges Banks operasjonar*.

3.2 Pengemengdevekst

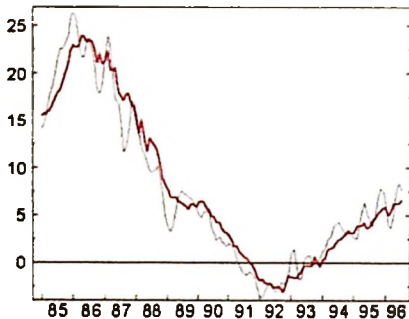
Utviklingen i pengemengden benyttes i mange land som en indikator for fremtidig inflasjon. Undersøkelser på norske data tyder på at det historisk ikke har vært en nær sammenheng mellom pengemengdevekst og inflasjon i Norge. En har imidlertid funnet at det over tid er en relativt stabil sammenheng mellom endringer i pengemengden og vekst i nominelt BNP for Fastlands-Norge. Pengemengdestørrelser kan med dette som utgangspunkt gi informasjon om den økono-

Figur 3.4 Pengemengde (M2) og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Innenlandsk kreditt (K1) med underliggende vekst. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

miske utviklingen. Imidlertid er det store svingninger i veksttaket, slik at en må være varsom med å legge for stor vekt på enkeltobservasjoner. Fra årsskiftet 1996 ble enkelte finansieringsselskaper omgjort til banker, noe som isolert sett vil bidra til å trekke pengemengdeveksten opp i 1996.

Tolvmånedersveksten i den registrerte pengemengden økte til nesten 9 prosent ved utgangen av første kvartal i år, etter å ha ligget rundt 6 prosent gjennom 1995. I annet kvartal har det vært en nedgang i tolvånedersveksten, og ved utgangen av juli var den falt til 5,6 prosent, jf. figur 3.4. Nedgangen i pengemengdeveksten kan indikere at oppsparte midler nå i større grad går til kjøp av forbruksgoder, samtidig som husholdningens sparerate faller. Den lavere veksttaket i pengemengden kan også være et tegn på at publikum omplasserer midler fra bankinnskudd til andre finansielle fordringer, som verdipapirer og fondsplasseringer.

3.3 Kredittveksten

Tendensen til økende kredittvekst er blitt forsterket de siste månedene, og understøtter bildet av høy vekst i innenlandsk etterspørsel. I juli var tolvånedersveksten i kredittindikatoren (K1) 6,5 prosent, jf. ramme om kredittveksten.

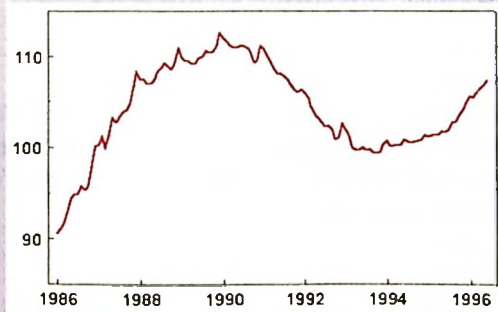
Kredittveksten

De siste 12 månedene fram til utgangen av juli økte publikums innenlandske bruttogjeld i kroner (K1) med 6,5 prosent. Dette er den høyeste nominelle tolv månedersveksten som er registrert siden mai 1989, og vi må tilbake til mai 1988 for å finne en like sterk vekst i den reelle kreditttilførselen (kredittvekst deflatert med konsumprisveksten). Den underliggende veksten i innenlandsk kreditt (veksten siste tremånedersperiode i forhold til foregående tremånedersperiode, omregnet til årlig rate) var nærmere 8 prosent. Til tross for tiltakende utlånsvekst er realverdien av publikums innenlandske bruttogjeld imidlertid fortsatt lavere enn på begynnelsen av 90-tallet, jf. figuren.

Hittil har veksten i utlånene til næringslivet vært sterkere enn veksten i utlån til husholdningene. Norske finansinstitusjoners krone- og valutalån til ikke-finansielle foretak vokste med vel 8 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av juni, mens tilsvarende tall for utlån til husholdningene var 4,5 prosent. Ser vi på utlånsveksten målt i kroner, er imidlertid bildet noe annerledes - utlån til foretak økte med vel 23 milliarder kroner, mens husholdningenes lån økte med 25 milliarder kroner.

Veksten i utlånene til næringslivet må ses i sammenheng med den fortsatte veksten i investeringene. Fastlands-bedriftenes investeringer vokste med nesten 14 prosent i fjor og er anslått å øke med 7 prosent i år. Tall for utlån fordelt på næringssektor indikerer at en relativt stor andel av veksten er utlån til tjenesteytende

Utviklingen i realverdien av publikums bruttogjeld innenlands (K1). 1993=100



Kilde: Norges Bank

næringer. Bankenes utlån til eiendomsdrift og varehandel og hotell- og restaurantdrift vokste med vel 13 milliarder kroner fra juni 1995 til juni 1996. Tilsvarende tall for utlån til industri var 5 milliarder kroner.

Veksttakten i utlånene til husholdningene har også økt noe, men har hittil ikke vært spesielt høy sett i forhold til den sterke veksten i kjøp av varige forbrugsgoder. Selv om veksten i samlede utlån til husholdningssektoren har vært relativt beskjeden, har veksten i utlån med pant i bolig vært sterkere enn veksten i andre lån. Veksten i boligprisene har ført til en økning i verdien av husholdningenes boligformue. Dette øker muligheten for å låne med pant i boligen til gunstigere rentebetingelser enn andre typer lån. Fra juni 1995 til juni 1996 steg norske finansinstitusjoners utlån med pant i bolig med nesten 10 prosent.

Nøkkeltall for husholdningenes gjeldsbetjeningsevne - blant annet renteutgifter i forhold til inntekt og forholdet mellom gjeld og disponibel inntekt - har alle hatt en gunstig utvikling på 1990-tallet. Ved utgangen av 1990 utgjorde husholdningenes gjeld 154 prosent av disponibel inntekt, mens tilsvarende tall for utgangen av 1995 var 128 prosent. Fra 1988 til 1995 falt renteutgiftens andel av husholdningenes kontantoverskudd¹⁾ fra 20 til 10 prosent. Økningen i det private forbruket de siste årene er altså i noen grad blitt finansiert gjennom økte inntekter og ved å trekke på egne fordringer. På denne bakgrunn er det ikke klare tegn til at husholdningene er i ferd med å gjenta det som skjedde på 1980-tallet, der stor gjeldsbelastning etterfulgt av finansiell konsolidering bidro til tilbakeslaget i økonomien. På den annen side innebærer husholdningenes gunstige finansielle posisjon, i tillegg til relativt lave realrenter etter skatt, at det er et betydelig potensial for fortsatt vekst i kredittfinansiert etterspørsel i tiden framover. Våre anslag tilsier fortsatt vekst i boligprisene, noe som ytterligere vil kunne forsterke kredittetterspørselen fra husholdningene.

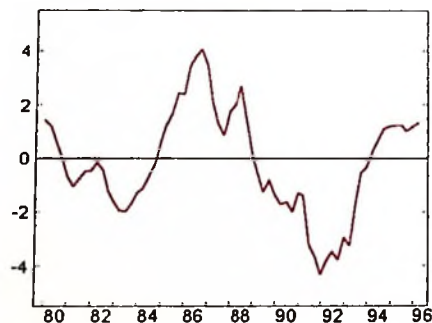
¹⁾ Kontantoverskudd er definert som summen av yrkesinntekt, renteinntekt og overføringer minus skatter. Se H. Johansen: «Gjeldsbetjeningsevnen i husholdningssektoren». Penger og Kreditt nr 2/96.

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	2 ¹ / ₄
Privat konsum	2,6	4 ¹ / ₄	2 ³ / ₄
Offentlig konsum	0,2	1 ³ / ₄	1
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	13,5	6	2 ¹ / ₂
Pålopte oljeinvesteringer	-13,1	2 ¹ / ₄	2
Eksport	3,8	8 ¹ / ₄	5
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	8,4	15	4 ¹ / ₂
Tradisjonelle varer	4,1	8 ¹ / ₄	6 ¹ / ₂
Import	5,1	4	3 ³ / ₄
Tradisjonelle varer	9,1	5 ¹ / ₄	4 ¹ / ₂
BNP	3,3	5	3
BNP, Fastlands-Norge	2,7	3 ¹ / ₄	2 ¹ / ₂

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk

Kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) for andre kvartal 1996 viser at aktiviteten i norsk økonomi er høy. Bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge økte med nesten 3 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år. Det var likevel tegn til en viss stabilisering av produksjon og etterspørsel i andre kvartal i år etter den sterke veksten i første kvartal. BNP-tallene for andre kvartal er imidlertid preget av streikene i vår og et fall i elektrisitetsproduksjonen. Disse forholdene kan ha redusert BNP-veksten for Fastlands-Norge med rundt ³/₄ prosentpoeng.

For innværende år ser vi for oss en vekst i BNP for Fastlands-Norge på ³/₄ prosent, det samme som i forrige inflasjonsrapport. Lavere elektrisitetsproduksjon bidrar til å trekke veksten ned med anslagvis ¹/₄ prosentpoeng. Eksporten av tradisjonelle varer ser ut til å bli høyere enn det vi la til grunn i juni, mens veksten i realinvesteringene i Fastlands-Norge ligger an til å bli noe lavere. Sterk realinntektsvekst og nedgang i husholdningenes sparerate bidrar til at konsumveksten kan komme opp i ⁴/₄ prosent fra 1995 til 1996. Vi anslår en sysselsetningsvekst, målt i antall personer, på ²/₄ prosent fra 1995 til 1996. Arbeidsledigheten anslås til ⁴/₄ prosent i år.

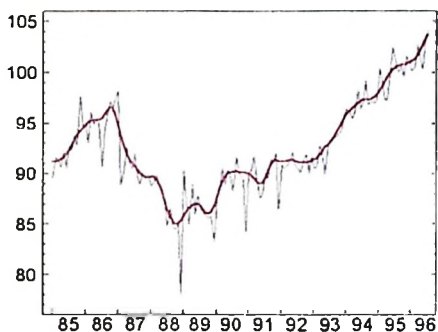
Veksten ser ut til å kunne fortsette neste år. Bruttoproduktet i Fastlands-Norge anslås å vokse med ²/₂ prosent, mens fortsatt høy realinntektsvekst bidrar til at konsumveksten kan komme opp i nærmere 3 prosent. En anslått vekst i sysselsettingen på ¹/₂ prosent i 1997 kan føre til at ledigheten kan komme godt under 4 prosent mot slutten av neste år.

Produksjonsveksten skjer fra et allerede høyt nivå på kapasitetsutnyttningen i økonomien. Figur 4.1 viser beregninger av forholdet mellom faktisk produksjon og beregnet størrelse på den kapasitetsutnyttning som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst. Det er stor usikkerhet knyttet til slike beregninger, men «produksjonsgapet» kan likevel gi en indikasjon på presstendenser i økonomien. Beregningene viser at kapasitetsutnyttningen nå er økende etter en midlertidig nedgang gjennom fjoråret. Anslagene for produksjonsveksten ovenfor innebærer at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil stige i løpet av de neste 12-18 månedene til tross for at produksjonsveksten avtar noe.

4.2 Husholdningene

Veksten i husholdningenes konsum har tiltatt i innværende år, og konsumveksten er en viktig drivkraft bak veksten i in-

Figur 4.2 Detaljomsetningsindeksen. Trend og sesongjustert. Indeks 1995=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

nenlandsk etterspørsel. Varekonsumet ser ut til å kunne øke med over 5 prosent i 1996. Førstegangsregistreringen av biler har i inneværende år ligget på et nivå som tilsvarer 140 000 biler på årsbasis, eller 45 prosent høyere enn i 1995. Dette må ses på bakgrunn av reduksjonen i bilavgiftene fra årsskiftet, men kan også signalisere at husholdningene nå i større grad er i stand til, og villige til, å øke forbruket. Forbruket av andre varer enn biler viste en mer moderat vekst i første halvår i år, men detaljomsetningsindeksen peker nå i retning av større vekst også i øvrige deler av varekonsumet. Tjenestekonsumet har vist en stabil vekst på om lag 2 1/2 prosent så langt i år.

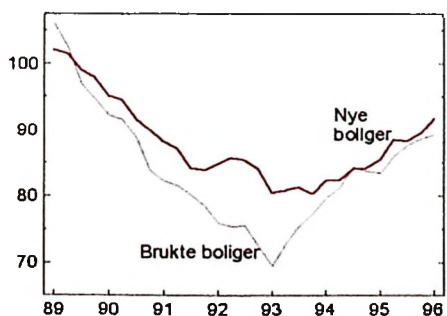
Forbruksveksten må ses i lys av flere år med relativt god realinntektsvekst og en betydelig bedring i husholdningenes formuessituasjon. Fram til utgangen av 1995 økte husholdningenes netto formue som andel av disponibel inntekt. I tillegg til at veksten i boligpriser har økt verdien på boligmassen, har positiv finanssparing og kursoppgangen på børsen bidratt til dette.

Det ser ut til at husholdningenes inntekter fortsatt vil kunne vokse betydelig. Lønns- og sysselsettingsutviklingen vil gi en relativt god realinntektsutvikling selv om prisstigningen tiltar. Vi ser også for oss at boligprisene vil øke sterkere enn konsumprisene gjennom de neste 12-18 månedene. En betydelig andel av forbruksveksten er økte bilkjøp, som har karakter av investeringer. Husholdningenes underliggende spreadferd er derfor ikke så sterkt endret som konsumtallene alene kan gi inntrykk av.

Samlet konsumvekst for inneværende år anslås nå til 4 1/4 prosent, som er en liten oppjustering fra forrige inflasjonsrapport. Oppjusteringen skyldes i hovedsak bedre realinntektsutvikling som følge av høyere sysselsettingsvekst enn det vi la til grunn forrige gang. Vi antar at husholdningenes sparerate faller om lag 1/2 prosentpoeng fra 1995 til 1996.

Det ser ut til at forbruksveksten fortsetter også neste år. For 1997 har vi lagt til grunn en konsumvekst på 2 3/4 prosent og en ytterligere svak nedgang i spareraten. Den reduserte konsumveksten fra 1996 til 1997 må ses på bakgrunn av utflatingen i bilkjøpene og noe lavere realinntektsvekst som følge av høyere prisvekst og avtakende sysselsettingsvekst.

Figur 4.3 Realpriser på boliger. Indeks 1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

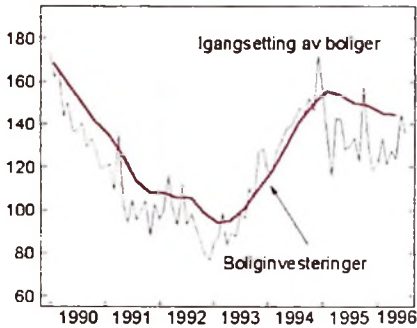
4.3 Boligmarkedet

Boligprisene i første kvartal i år var 8 prosent høyere enn ett år tidligere ifølge SSBs prisindeks for bruktboliger. Andre boligprisindekser peker i retning av at veksten i boligprisene kan ha tiltatt i løpet av våren og sommeren. ECONs boligprisindeks var 9 prosent høyere i andre kvartal enn for ett år siden, og indeksene til OBOS, EXACT og NBBL viser en prisvekst siste 12 måneder i området 9-19 prosent.

Med utsikter til fortsatt høy realinntektsvekst, nedgang i

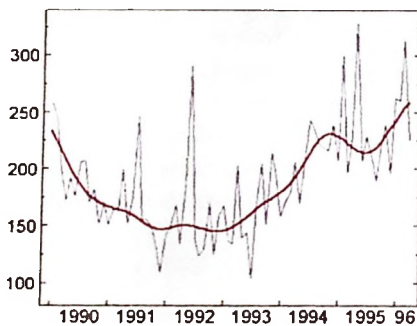
utlånsrentene i husbanken, nedgang eller stabilitet i renten hos private finansinstitusjoner, og en generelt optimistisk holdning i husholdningene, skulle det ligge til rette for at etterspørselen i boligmarkedet vil holde seg høy fremover. Vi legger derfor til grunn at boligprisene fortsatt vil øke noe mer enn den generelle prisstigningen. For 1996 anslår vi at boligprisene reelt sett øker med 8 prosent, og at veksten avtar til 5 prosent i 1997. Med disse anslagene vil de reelle boligprisene ved utgangen av 1997 likevel ligge om lag 20 prosent lavere enn i 1987, før boligprisene begynte å falle.

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Etter den høye investeringsveksten i boligmarkedet i 1993-94 ble det utover i 1995 og begynnelsen av 1996 igangsatt færre byggeprosjekter til tross for at husholdningenes finansielle situasjon skulle tilsi økte boliginvesteringer. Mangel på byggeklare tomter, den kalde vinteren og stor etterspørsel etter faglærte byggearbeidere fra store byggeprosjekter som Gardermoen og Rikshospitalet kan være forklaringer på den forholdsvis lave boligbyggeaktiviteten. I juni og juli var det tegn til en viss oppgang i boligbyggingen, jf. figur 4.4. Vi ser for oss en svak nedgang i boliginvesteringene inneværende år. I 1997 antar vi at boliginvesteringene vil øke med 6 prosent. Anslagene impliserer igangsetting av i underkant av 19000 boliger i 1996 og noe over 20 000 boliger i 1997.

4.4 Bedriftsinvesteringene

Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at realinvesteringene i bedriftene i fastlandsøkonomien var 7 prosent høyere første halvår i år enn første halvår i fjor. Det var særlig varehandel, samferdsel og industri som bidrog til denne veksten. God lønnsomhet, høy kapasitetsutnyttning og utsikter til fortsatt produksjonsvekst, både i inneværende og neste år, peker i retning av et fortsatt høyt nivå på investeringene.

Investeringsstillingen indikerer et høyt investeringsnivå i industrien for i år og neste år, men veksttakten er avtakende. Den høye importen av maskiner og transportmidler antyder også at investeringene holder seg oppe. Igangsettingen av næringsbygg de første syv månedene i år viste en moderat økning. Ordretilgangen for næringsbygg viser imidlertid sterk vekst. Oppgangen i leieprisene for næringsbygg peker også i retning av høy byggeaktivitet fremover.

For inneværende år anslås investeringsveksten i fastlandsbedriftene på denne bakgrunn til 7 prosent. Vi anslår at investeringsveksten fortsetter også neste år, med en vekst på om lag 3 1/2 prosent.

4.5 Finanspolitikken

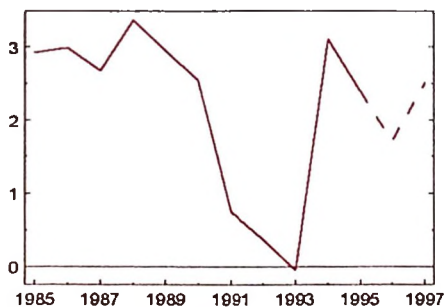
Forslagene til det finanspolitiske opplegget for 1996 ved revidert nasjonalbudsjett ble kort omtalt i forrige inflasjons-

rapport. Våre anslag for offentlig etterspørsel reflekterer budsjettoppøgget i revidert nasjonalbudsjett. Det er her lagt til grunn en vekst i offentlig konsum på $1\frac{3}{4}$ prosent i år og drøye 1 prosent neste år. Veksten i offentlige investeringer anslås til drøye 11 prosent i 1996 og $-2\frac{3}{4}$ prosent i 1997. Den kraftige veksten i de offentlige investeringene i år må ses i sammenheng med en sterk økning i kommunale investeringer på grunn av seksårsreformen.

Tall fra skatteregnskapet viser at skatteinntektene i løpet av de 7 første månedene i år har vært betydelig høyere enn i samme periode i fjor. Mens kommunenes skatteinntekter fra inntekts- og formueskatt i fjor økte med bare 0,5 prosent, har veksten hittil i år sammenlignet med samme periode i fjor vært på nesten 6 prosent. Den kraftige veksten i kommunenes skatteinntekter må blant annet ses i sammenheng med den sterke sysselsettingsveksten hittil i år. Økte kommunale inntekter kan gi grunnlag for økte utgifter. Ifølge tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap har det offentlige konsumet vokst med 2 prosent hittil i år sammenlignet med samme periode i fjor. Kommunene har bidratt vesentlig til denne veksten.

Veksten i kommunenes inntekter avhenger, i tillegg til skatteinngangen, også av kommunenes gebyrsatser og av overføringer fra staten, som for 1997 vil bli bestemt gjennom budsjettbehandlingen i høst. I lys av den kraftige økningen i kommunenes inntekter i år, vil en vekst i offentlig konsum på bare 1 prosent neste år, slik som lagt til grunn i revidert nasjonalbudsjett, trolig kreve et meget stramt kommuneopplegg i 1997-budsjettet. En sterkere vekst i kommunenes samlede inntekter vil slå ut i både høyere BNP-vekst og høyere sysselsettingsvekst i 1997 enn det som er angitt i våre anslag nå, jf. også omtale i avsnitt 1.4 om usikkerhet i inflasjonsbildet.

Figur 4.6 BNP blant våre handelspartnere. Tolvmånedersvekst. Prosent

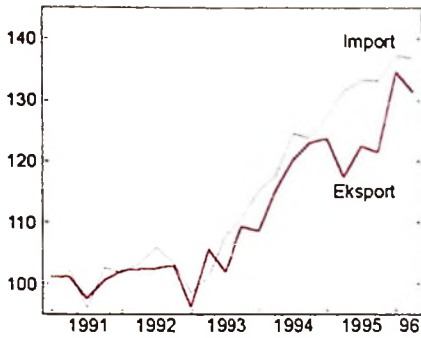


Kilde: OECD

4.6 Utenrikshandelen

Kontinental-Europa ble rammet av et konjunkturmessig tilbakeslag i fjor høst. Mangel på innenlandske vekstimpulser etter at eksporten ble svekket, var hovedårsaken til denne utviklingen. Til tross for en svak utvikling i første del av inneværende år, tror vi veksten vil kunne ta seg opp mot slutten av året og fortsette inn i 1997, blant annet som følge av en mer ekspansiv pengepolitikk i mange land. Imidlertid er det fortsatt usikkert hvordan de finanspolitiske tilstrammingerne, som foregår i flere land samtidig, vil påvirke den økonomiske utviklingen. I USA ligger det an til at den solide veksten de siste årene vil fortsette i inneværende og neste år. I Japan er det nå tegn til oppgang, med en betydelig BNP-vekst i første kvartal. Vi har oppjustert vårt vekstanslag for japansk økonomi til $3\frac{1}{2}$ prosent for inneværende år. Vi forventer en BNP-vekst hos våre handelspartnere på $1\frac{3}{4}$ prosent

Figur 4.7 Eksport og import av tradisjonelle varer. Sesongjustert. Indeks 1991=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

sent inneværende år og $2\frac{1}{2}$ prosent neste år, som er uendret fra forrige inflasjonsrapport.

Til tross for svak økonomisk utvikling hos mange av våre handelspartnere har eksporten av tradisjonelle varer hittil i år vært på et vesentlig høyere nivå enn i samme periode i fjor, jf. figur 4.7. Det er eksport til Storbritannia, USA og mindre land i Europa og Asia som bidrar mest til veksten, men eksporten til de nordiske land har også økt noe. Av varegruppene er det spesielt fiskeprodukter, maskiner og metaller som har bidratt til eksportveksten.

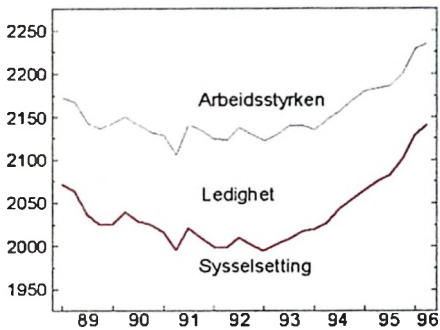
Tendensen til utflating i eksportvolumet i andre kvartal fra det høye nivået i første kvartal bekreftes av utenrikshandelstall for juli og august. Vi ser for oss en fortsatt utflating av eksporten i andre halvår i år, men årsveksten vil likevel kunne komme opp i $8\frac{1}{4}$ prosent i inneværende år. Som en følge av at den økonomiske veksten ventelig vil ta seg opp igjen hos våre handelspartnere, vil eksportpotensialet igjen kunne øke neste år.

Det er knyttet stor usikkerhet til eksportveksten fremover. Eksporten av fisk har gitt betydelige bidrag til samlet eksportvekst. Dersom andre land vinner fram med dumpinganklager, kan fiskeeksporten falle. Høyere priser på elektrisk strøm kan føre til redusert produksjon av energiintensive metallprodukter, og eksporten vil i så fall etter hvert kunne falle.

Etter en samlet vurdering er veksten i eksport av tradisjonelle varer neste år anslått til om lag $6\frac{1}{2}$ prosent. Skulle eksportveksten bli lavere enn anslått, vil dette i første rekke slå ut på driftsbalansen overfor utlandet. Virkningene på økonomien innenlands vil i neste omgang særlig avhenge av eventuelle virkninger på lønnsveksten av lavere lønnsomhet i eksportindustrien.

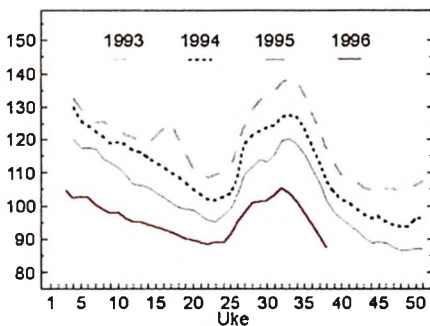
Importen av tradisjonelle varer har hittil i år vært noe lavere enn anslagene i forrige inflasjonsrapport. Sammenlignet med samme periode i fjor er det imidlertid fortsatt betydelig vekst i importen av biler, investeringsvarer og råvarer. Vi anslår veksten i importen av tradisjonelle varer til $5\frac{1}{4}$ prosent i 1996 og $4\frac{1}{2}$ prosent i 1997.

Figur 5.1 Arbeidsmarkedet. Sesongjustert. Tall i 1000 personer



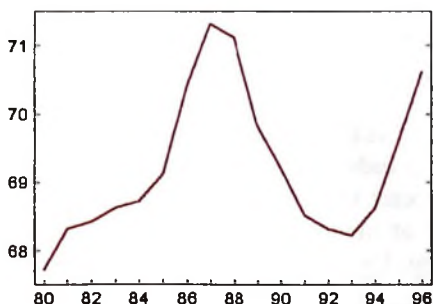
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.2 Utviklingen i registrert ledighet. Uketall. 1000 personer



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 5.3 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i alderen 16-74 år. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

5.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

Den sterke sysselsetningsveksten vi så i første kvartal i år fortsatte i andre kvartal. Ifølge sesongjusterte tall fra Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU), økte sysselsettingen med 15 000 personer fra første til andre kvartal i år. I løpet av første halvår vokste sysselsettingen med over 3 prosent, eller 65 000 personer, i forhold til samme periode i fjor. Det er særlig innen varehandel, industri og helse- og sosialtjenester at sysselsetningsveksten har vært sterk. Antallet sysselsatte personer vokser klart mer enn antall timeverk. Dette reflekterer blant annet økt sykefravær og større innslag av deltidsarbeid, men streikene i vår har også hatt en viss betydning. Som følge av en omlegging av AKU fra begynnelsen av året, er sammenligninger med tidligere år mer usikre enn før. SSB har forsøkt å korrigere for virkningen av endringene, men AKU-tallene må likevel tolkes med en viss varsomhet. I denne rapporten benytter vi SSBs korrigerede AKU-tall. De offisielle tallene avviker noe fra dette.

Selv om en stor del av den økte sysselsettingen blir møtt av økt yrkesdeltaking, sank den sesongjusterte ledigheten fra 4,8 prosent i første kvartal til 4,3 prosent i andre kvartal. Også tall fra Arbeidsdirektoratet viser nedgang i ledigheten. I august var den sesongjusterte ledigheten 4,1 prosent. Summen av ledige og personer på ordinære tiltak har falt med 0,9 prosentpoeng siden utgangen av fjoråret, og er nå på 5,6 prosent.

En noe mer moderat etterspørselsvekst og mindre nedgang i gjennomsnittlig arbeidstid neste år vil trolig bidra til å dempe sysselsetningsveksten fra anslagsvis 2³/₄ prosent i år til om lag 1¹/₂ prosent neste år. Fortsatt ligger det an til at en stor del av den økte sysselsettingen blir motsvart av økt arbeidsstyrke. Rene demografiske forhold tilsier en vekst i arbeidsstyrken på om lag 1/2 prosent årlig. Vi legger imidlertid også til grunn en fortsatt økning i yrkesfrekvensene. Ledigheten anslås å gå ned fra 4,9 prosent i 1995 til 4¹/₄ prosent i 1996. Vi ser for oss en fortsatt nedgang i ledigheten i 1997, og anslår at ledighetsraten mot slutten av neste år vil kunne komme godt under 4 prosent.

5.2 Lønninger

I forrige inflasjonsrapport la vi til grunn en samlet lønnsvekst på 4¹/₄ prosent i 1996, økende til 4³/₄ prosent i 1997.

Anslaget for inneværende år var basert på resultatene fra årets lønnsoppgjør samt historiske erfaringer for lønnsglidningen. Økt prisvekst samt et noe strammere arbeidsmarked neste år var blant de elementer som lå til grunn for den antatt økte lønnsveksten i 1997.

Lønnsstatistikk fra NHO for første kvartal viste en time-lønnsvekst for industriarbeidere på 4,2 prosent i forhold til første kvartal 1995. Den gjennomsnittlige lønnsveksten i 1995 var på 3,4 prosent. En del bedrifter rapporterte årsbonus som årsak til den relativt høye lønnsveksten i første kvartal. Innenfor byggesektoren var lønnsveksten første kvartal på linje med industrien. Lønnsveksten i denne sektoren har steget jevnt siden første kvartal 1994.

Med bakgrunn i lønnsveksten fram til første kvartal 1996 samt tariffoppgjøret, kan årslønnsveksten i industrien fra 1995 til 1996 ifølge teknisk beregningsutvalg anslås til 3,3 prosent for lønnsglidning de siste tre kvartalene i år. I fjor bidrog lønnsglidningen de siste tre kvartaler med 0,9 prosentpoeng til årslønnsveksten. En stor del av de lokale forhandlingene innenfor industrien er nå slutført, og resultatene indikerer at lønnsglidningen i år vil bidra noe mer til årslønnsveksten enn i fjor. På denne bakgrunn legger vi til grunn en årslønnsvekst i industrien på 4^{1/2} prosent i år. I offentlig sektor og innen tjenesteyting og varehandel anslår vi en lønnsvekst på drøye 4 prosent. Samlet gir dette en årslønnsvekst for Fastlands-Norge på om lag 4^{1/4} prosent i 1996.

Flere forhold trekker i retning av økt nominell lønnsvekst neste år sammenlignet med i år:

- Lønnsoverhenget inn i 1997 er betydelig høyere enn overhenget inn i 1996 for flere sektorer. Dersom lønnsveksten gjennom året blir den samme i 1997 som i 1996, vil årslønnsveksten dermed bli høyere neste år.
- Prisstigningen anslås å øke fra 1^{1/4} prosent i år til 2^{1/2} prosent neste år.
- Vi anslår en fortsatt betydelig vekst i sysselsettingen. Dette resulterer både i økte yrkesfrekvenser og i lavere arbeidsledighet.
- Regionale tall for forholdet mellom antall arbeidsledige og antall ledige stillinger kan indikere at det er i ferd med å bygge seg opp et press i enkelte regionale arbeidsmarkeder, særlig i det sentrale østlandsområdet, jf. ramme om regionale forhold på arbeidsmarkedet. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer viser at det nå er 4 prosent av bedriftene som oppgir at mangel på faglært arbeidskraft begrenser produksjonen. Denne andelen har i flere år ligget rundt 1 prosent.

Lønnsveksten neste år anslås til om lag 5 prosent. Anslaget

Regionale forhold på arbeidsmarkedet

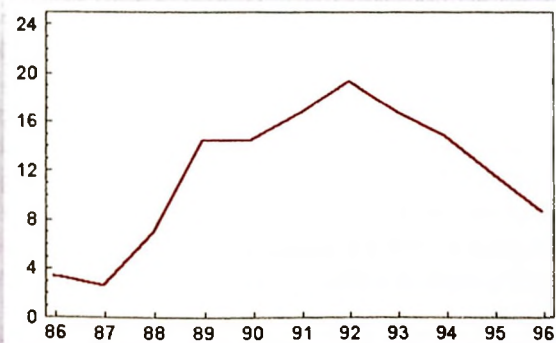
Det vanligste målet på stramheten i arbeidsmarkedet er arbeidsledigheten. Denne indikatoren fanger imidlertid ikke opp eventuelle økende tilpasningsproblemer - «mismatch» - som følge av for eksempel krav til kompetanse. En indikator på stramheten i arbeidsmarkedet som i noen grad kan fange opp slike faktorer, er forholdet mellom antall registrert ledige personer og antall ledige stillinger.

Dette kan illustreres ved å se på de to fylkene Østfold og Oslo. I 1995 var ledighetsratene i begge disse to fylkene like. Målt med ledigheten var derfor også stramheten i arbeidsmarkedet likt. Forholdet mellom antall ledige personer og antall ledige stillinger i Østfold var imidlertid nærmere 24 i 1995, mens det var knappe 8 i Oslo. Denne indikatoren peker derfor i retning av at stramheten i arbeidsmarkedet i Oslo er betydelig større enn i Østfold, til tross for at ledighetsratene i de to fylkene er like. Oslo kan synes å ha større «mismatch» i arbeidsmarkedet enn Østfold.

Forholdet mellom antall registrert ledige personer og antall ledige stillinger var for landet som helhet om lag 3 i 1986. Etter 1986 steg dette forholdet i takt med økningen i antall ledige til nærmere 20 i 1992, jf. figur 1. Forholdstallet har etter dette gradvis falt, og har i gjennomsnitt hittil i år ligget i underkant av 10¹⁾. På landsbasis er dermed forholdet mellom antallet

¹ Det er brudd i statistikken over ledige stillinger fra og med 1995.

Figur 1 Forholdet mellom antall ledige personer og antall ledige stillinger. Hele landet. Prosent



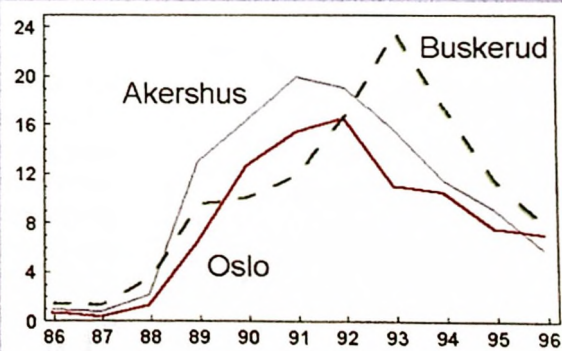
Kilde: Arbeidsdirektoratet

arbeidsledige og antallet ledige stillinger tilbake på det nivå det var ved årsskiftet 1988/1989.

Som eksemplet over viste, er det store regionale forskjeller i dette forholdet, både nivåmessig og i utviklingen over tid. I det sentrale østlandsområdet (Oslo, Akershus og Buskerud) har forholdet mellom ledige og antall ledige stillinger falt betydelig de senere årene, jf. figur 2. Figuren illustrerer at arbeidsmarkedet i disse tre fylkene, som omfatter om lag 30 prosent av de yrkesaktive i landet, var preget av mangel på arbeidskraft fram til og med 1988. Deretter steg forholdet mellom antall ledige og antall ledige stillinger fram til og med 1991/1992. Figuren viser at dette forholdstallet nå er lavere enn i 1989, både i Akershus og Buskerud, mens Oslo er tilbake om lag på 1989-nivå. Det er imidlertid fortsatt et godt stykke igjen til 1988-nivået. Alle tre fylkene ligger under landsgjennomsnittet. Bare i Sogn og Fjordane og i Møre og Romsdal er det større knapphet på arbeidskraft, målt ved denne indikatoren. Indikatoren viser imidlertid en mindre dramatisk nedgang på nordvestlandet enn i den sentrale østlands-regionen.

Også i de fleste andre deler av landet synker forholdet mellom antall ledige og antall ledige stillinger, men det er et stykke igjen til nivåene i de sentrale østlandsfylkene. I Østfold har for eksempel forholdstallet gått ned fra 25 første halvår i fjor til 18 første halvår i år, og tilsvarende nedgang i Nord-Trøndelag var fra 17 til 15. Forholdstallet i Finnmark har derimot steget det siste året.

Figur 2 Forholdet mellom antall ledige personer og antall ledige stillinger. Utvalgte fylker. Prosent



Kilde: Arbeidsdirektoratet

er basert på erfaringene for hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI.

Lønnsveksten i industrien blant våre viktigste handelspartnere er anslått til om lag $3\frac{3}{4}$ prosent i år og $4\frac{1}{4}$ prosent neste år. Dersom vi som en teknisk forutsetning antar at industriens gjennomsnittlige effektive valutakurs siste måned holder seg uendret ut året, innebærer våre anslag for lønnsveksten at konkurranseevnen, målt ved relative lønnskostnader i felles valuta, svekkes med drøye 1 prosent over de to årene 1996 og 1997.

Det er forståelse blant partene i arbeidslivet for at fortsatt høy konkurranseevne og lav pris- og kostnadsvekst vil gi et viktig bidrag til å sikre varig vekst i sysselsettingen. Dette kan tilsi at forutsetningene for solidaritetsalternativet fortsatt vil prege lønnsveksten i årene som kommer. I så fall kan lønnsveksten bli lavere enn vi nå anslår.

5.3 Produktivitetsutviklingen

Lønnskostnadsvekst som ikke motsvares av tilsvarende vekst i produktiviteten, vil kunne påvirke prisene bedriftene setter og dermed føre til økt prispress i økonomien. Så langt i konjunkturoppgangen har ikke produktiviteten økt vesentlig. Vi ser heller ikke for oss at produktivitetsveksten vil tilta vesentlig verken i år eller neste år. Vi anslår en vekst i produktiviteten i Fastlands-Norge på om lag $1\frac{1}{4}$ prosent både i år og neste år. Med våre anslag for lønnsveksten vil lønnskostnadene pr. produsert enhet i Fastlands-Norge øke med om lag 3 prosent i år og $3\frac{3}{4}$ prosent neste år.

5.4 Prismarginer

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

I figur 5.4-5.6 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 eventuelle endringer i merverdiavgiften påvirke konsumprisindeksen, men ikke førstegangsomsetningen.

I matvareomsetningen synes det å være en tendens til økte marginer siden midten av 1994 og gjennom 1995. Siden begynnelsen av 1996 har matvareprisene steget med 3 prosent på grossistledet og i underkant av 5 prosent på detaljistledet. Den sterke prisveksten på detaljistledet må blant annet ses i sammenheng med utviklingen av momskompensasjon på en del matvarer.

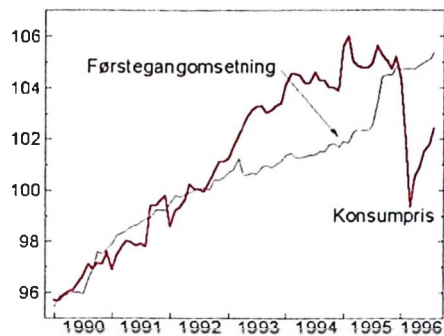
I kles- og skobransjen viser indeksene at det var en markert prisoppgang på grossistledet i midten av 1995, mens prisen på detaljistledet falt kraftig fra januar 1996.

Figur 5.4 Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med matvarer. Sesongjustert. Indeks 1992=100



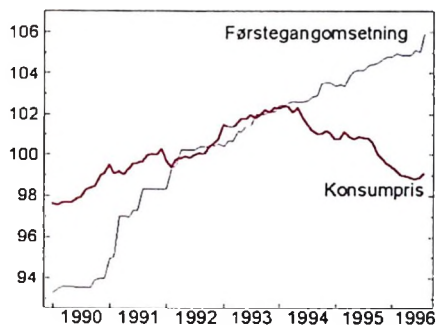
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.5 Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med klær og skotøy. Sesongjustert. Indeks 1992=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 5.6 Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med møbler. Sesongjustert. Indeks 1992=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Marginene i denne bransjen ble således kraftig redusert gjennom vinterhalvåret. De seneste månedene har butikkprisene på klær tatt seg noe opp, og marginene ser ut til å ha blitt styrket.

I møbelbransjen ser det ut til å ha vært en trendmessig reduksjon i marginene siden begynnelsen av 1994. Denne trenden har fortsatt inn i inneværende år. Det kan reflektere at konkurransen har økt i denne bransjen, med større konsentrasjon i store møbelsentra.

Prisene på nye eneboliger har steget vesentlig mer enn byggekostnadene fra begynnelsen av 1995. Dette kan peke i retning av at marginene i byggebransjen har styrket seg i denne perioden. Noe av økningen i prisene på nye boliger kan imidlertid ha sammenheng med økte tomtepriser. Dette vil ikke bli fanget opp i byggekostnadsindeksen.

Samlet ser vi for oss at endringer i driftsmarginer ikke vil gi noe vesentlig bidrag til konsumprisveksten verken i år eller neste år. På den ene siden vil sterkere etterspørselsvekst kunne gi mulighet for å øke påslaget i prisene. Lavere importpriser kan også gi grunnlag for importørene til å øke sine marginer. På den annen side vil fortsatte strukturendringer og god lønnsomhet bidra til et vedvarende press på marginene i detaljhandelen. Lav prisvekst på import vil dessuten kunne bidra til fortsatt press på marginene for norsk produksjon.

Utvikling i noen makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	Regnskap 1995	1996	1997
Realøkonomi			
Privat konsum	2,6	4 ^{1/4}	2 ^{3/4}
Offentlig konsum	0,2	1 ^{3/4}	1
Bruttoinvesteringer i alt	4,5	4 ^{1/4}	2 ^{1/2}
Pålopte oljeinvesteringer	-13,1	2 ^{1/4}	2
Fastlands-Norge	13,5	6	2 ^{1/2}
Bedrifter	19,5	7	3 ^{1/2}
Boliger	12,7	-2 ^{1/4}	6
Offentlig forvaltning	-0,5	11 ^{1/4}	-2 ^{3/4}
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	3,8	4	2 ^{1/4}
Eksport	3,8	8 ^{1/4}	5
Olje, gass og rørtransport	8,4	15	4 ^{1/2}
Tradisjonelle varer	4,1	8 ^{1/4}	6 ^{1/2}
Import	5,1	4	3 ^{3/4}
Tradisjonelle varer	9,1	5 ^{1/4}	4 ^{1/2}
BNP	3,3	5	3
Fastlands-Norge	2,7	3 ^{1/4}	2 ^{1/2}
Arbeidsmarked¹⁾			
Sysselsetting, AKU	2,1	2 ^{3/4}	1 ^{1/2}
Arbeidsstyrke, AKU	1,6	2	1
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,9	4 ^{1/4}	4
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,4	1 ^{1/4}	2 ^{1/2}
Årslønn	3,0	4 ^{1/4}	5
Importpris tradisjonelle varer	0,7	1 ^{1/4}	1
Eksportpris tradisjonelle varer	7,1	-1 ^{1/4}	1 ^{1/2}
Råoljepris i kroner	107,5	127	118
Utenriksøkonomi			
Eksportoverskudd, mrd. kroner	56	88	90
Driftsoverskudd, mrd. kroner	28	69	76
Driftsoverskudd i prosent av BNP	3,1	7	7 ^{1/4}
Memo			
Husholdningenes sparinger	7	6 ^{1/2}	6 ^{1/4}

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹⁾ Tallene for arbeidsmarkedet er basert på SSBs korrigerte AKU-tall. Disse vil kunne avvike noe fra de offisielle AKU-tallene.

1 OVERSIKT

Den norske krona styrkte seg mot ECU i første halvår i år, for deretter å svekkje seg fram til slutten av august. I september har kursutviklinga vore sterkare igjen. I midten av september var indeksen 102,4. Totalt har krona hittil i år styrkt seg 1,6 prosent i forhold til ECU. Mot tyske mark har krona styrkt seg med i overkant av 3 prosent. Til no i år har Noregs Bank kjøpt valuta for til saman vel 39 milliardar kroner.

Sidan utgangen av første kvartal i år har norske pengemarknadsrenter stige i forhold til utanlandske renter. Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter har auka frå om lag null ved utgangen av mars til 0,8 prosentpoeng i midten av september. Vurdert ut frå avkastningskurva ser det ut til at marknadsaktørane har revurdert renteforventingane sine og no ventar oppgang i dei korte rentene på nokre månaders sikt.

I Europa fører mange sentralbankar ein ekspansiv pengepolitikk på grunn av svak realøkonomisk utvikling. Dei siste tre månadene har derfor fleire europeiske land gjennomført nye pengepolitiske lettingar, og dei kortsiktige rentene har òg falle. I Tyskland sette Bundesbank ned renta på gjenkjøpsavtalar (reparenta) med 0,3 prosentpoeng med verknad frå 28. august etter at denne renta hadde lege fast på 3,30 prosent sidan februar i år. I dei nordiske landa har det òg vore omfattande rentereduksjonar gjennom sommaren. I Japan og USA er ikkje dei administrerte rentene endra.

I valutamarknaden svekte amerikanske dollar seg mot tyske mark fram til byrjinga av september, men har i den siste tida styrkt seg noko og ligg no på 1,51 mark pr. dollar. Mot japanske yen styrkte dollaren seg fram til midten av juli, og etter eit svakt tilbakefall har styrkinga halde fram i september.

I ei rekkje europeiske land har dei langsiktige rentene falle dei siste tre månadene. Både amerikanske og japanske langsiktige renter har vore relativt stabile, sjølv om det har vore ein svak auke i dei amerikanske rentene dei siste vekene. Den effektive renta på norske statsobligasjonar ligg no om lag på same nivå som for tre månader sidan.

Nedgangen i bankane sine utlånsrenter heldt fram i andre kvartal 1996. Rentene er no på det lågaste nivået sidan 1975. Innskottsrentene fall like mykje, og rentemarginen i bankane er dermed uendra frå første til andre kvartal 1996.

Kredittindikatoren K1, som viser utviklinga i delar av publikum (private og kommunar) si innanlandske bruttogjeld, voks med 6,5 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli 1996. Dette er den høgaste nominelle veksten som er registrert sidan mai 1989.

2 DEI INTERNASJONALE PENGE-, VALUTA- OG KAPITALMARKNADENE

Dei siste tre månadene har fleire europeiske land sett i verk nye pengepolitiske lettingar, og dei kortsiktige rentene har falle. I Japan og USA har pengepolitikken lege fast, og dei kortsiktige pengemarknadsrentene er om lag uendra. I Tyskland sette Bundesbank ned renta på gjenkjøpsavtalar (repo-renta) med 0,3 prosentpoeng med verknad frå 28. august etter at denne renta hadde lege fast på 3,30 prosent sidan februar i år. Veksten i M3, som er Bundesbank sitt avleidde mål i pengepolitikken, var 8,7 prosent målt som årleg rate frå fjerde kvartal i fjor til august i år, og låg dermed framleis over målsona på 4-7 prosent vekst.

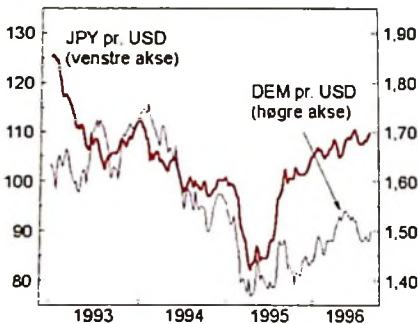
Veksten i M3 har falle gjennom første halvår, og det er først i fjerde kvartal at «status» for pengemengdeveksten blir gjort opp (målt mot fjerde kvartal året før). Dei kortsiktige tyske pengemarknadsrentene har falle med om lag 0,3 prosentpoeng gjennom dei siste tre månadene.

I Kontinental-Europa har fleire sentralbankar sett ned dei administrerte rentene i løpet av sommaren. Dei fleste rentenedsetjingane kom i kjølvatnet av reduksjonen i den tyske repo-renta, men både i Italia og Frankrike sette sentralbanken ned renta i juli uavhengig av Bundesbank. I Frankrike auka dei kortsiktige pengemarknadsrentene i første halvdel av august, men fall tilbake etter at intervensjonsrenta blei sett ned. Tremånaders pengemarknadsrente er no 0,2 prosentpoeng lågare enn i juni. Også i dei nordiske landa har det vore omfattande rentereduksjonar gjennom sommaren. I Sverige har Riksbanken sett ned repo-renta med i alt 1,15 prosentpoeng, og pengemarknadsrenta har falle frå 5,9 prosent til 4,9 prosent. I Finland har sentralbanken senka «anbudsrenta» med 0,65 prosentpoeng, og tremånaders pengemarknadsrente har falle 0,4 prosentpoeng sidan juni.

I valutamarknaden svekte amerikanske dollar seg vis-a-vis tyske mark fram til byrjinga av september. Dollarkursen har i den siste tida styrkt seg noko og ligg no på 1,51 mark pr. dollar. Den økonomiske veksten har vore sterk i USA, men løpande indikatorar som er publiserte, tyder på at det har vore ein avtakande veksttakt gjennom sommarmånadene. Den siste tida har dei løpande indikatorane rett nok peika mot sterkare vekst igjen. Dette kan ha verka til at fleire ventar ein relativt snarleg renteoppgang, og til at dollaren har styrkt seg. Overfor japanske yen styrkte dollaren seg fram til midten av juli. Etter eit svakt tilbakefall har dollaren styrkt seg igjen i september og ligg no på 110,28 yen pr. dollar.

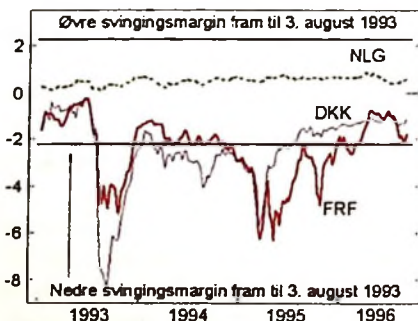
Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM har vore om lag 2,7 prosent i den siste tida. Det er framleis franske franc som er den svakaste valutaen, mens spanske

Figur 2.1 Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



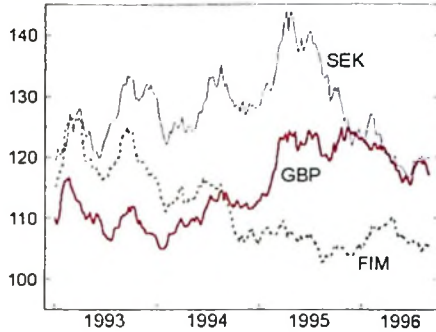
Kjelde: Noregs Bank

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



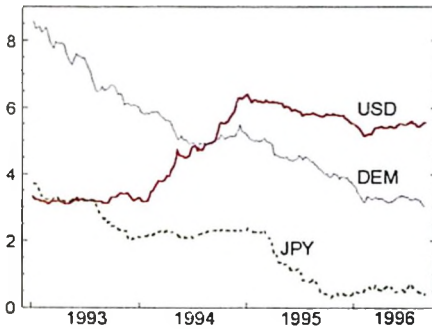
Kjelde: Noregs Bank

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



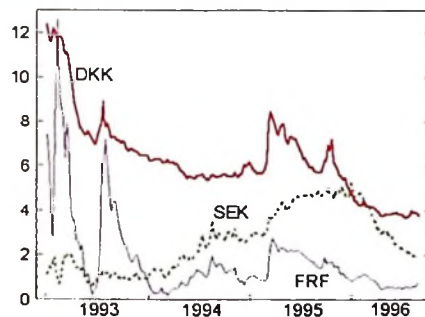
Kjelde: Noregs Bank

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

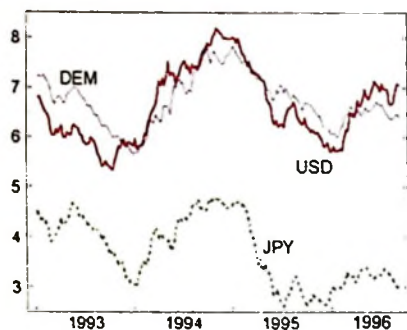


Kjelde: Noregs Bank

pesetas, nederlandske gylden og irske pund vekselvis har vore den sterkaste valutaen innan ERM-bandet.

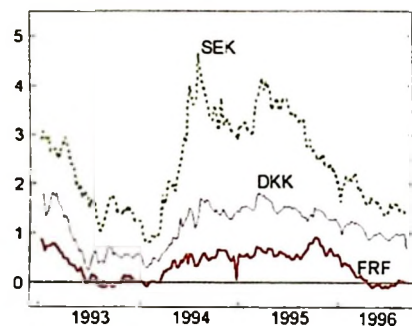
I ei rekkje europeiske land har dei langsiktige rentene falle dei siste tre månadene. I Tyskland har rentefallet vore på om lag 0,4 prosentpoeng. Fleire europeiske land har hatt enda større nedgang, og dermed har differansen mot tyske renter blitt mindre. Dette gjeld særleg finske langsiktige renter, som har falle med om lag 0,9 prosentpoeng. I Frankrike har differansen mot tyske renter vore negativ i store delar av den siste tremånadersperioden, men denne differansen er i den seinare tida blitt eliminert. Dette kan vere eit utslag av auka uvisse i marknaden. Den svake realøkonomiske utviklinga har verka til å auke budsjettunderskottet, og det er usikkert om Frankrike klarer å oppfylle kvalifikasjonskrava for tredje fase i ØMU, sjølv om styresmaktene anslår underskottet til 2,9 prosent av BNP i statsbudsjettet som nett er lagt fram. Både amerikanske og japanske langsiktige renter har vore relativt stabile, men det har vore ein svak auke i dei amerikanske rentene dei siste vekene.

Figur 2.6 Effektive renter på tiårs statsobligasjoner for hovedvalutaene. Veketal



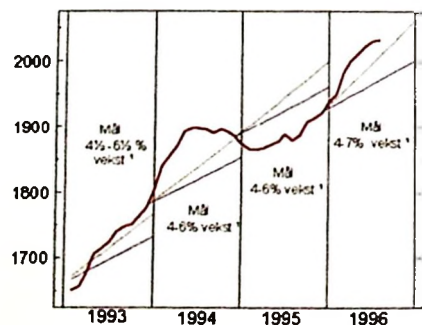
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

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



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

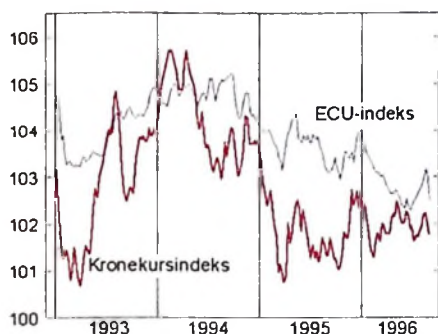
Kjelde: Bundesbank

Oversikt over viktige renteendringar:

Land/rente	Dato	Endring basis pkt.	Nivå etter endring
Danmark			
Innskott i			
Nationalbanken	7.6	-10	3,70
«	22.8	-2,0	3,50
Finland			
Anbudsrenta	14.6	-15	3,60
«	5.7	-10	3,50
«	23.8	-25	3,25
«	18.9	-15	3,10
Frankrike			
Intervensjonsrenta	5.7	-5	3,55
«	22.8	-20	3,35
Sverige			
Repo	19.6	-20	6,10
Utlånsrenta	26.6	-75	6,75
Innlånsrenta	26.6	-75	5,25
Diskonto	2.7	-100	4,50
Repo	3.7	-20	5,90
«	17.7	-20	5,70
«	31.7	-15	5,55
«	13.8	-15	5,40
Utlånsrenta	15.8	-50	6,25
Innlånsrenta	15.8	-50	4,75
Repo	27.8	-15	5,25
«	10.9	-10	5,15
Tyskland			
Repo, med verknad frå 28.8	22.8	-30	3,00

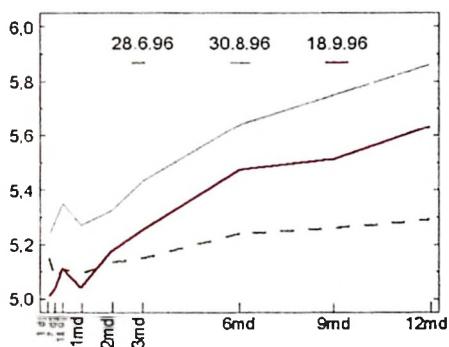
3 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

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



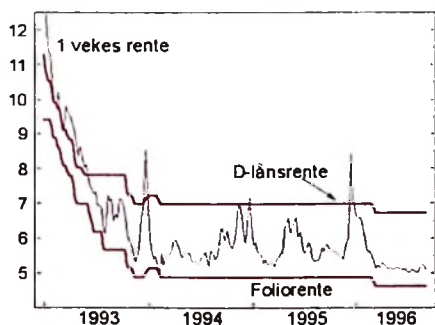
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

3.1 Valutamarknaden

Den norske krona styrkte seg mot ECU i første halvår i år, for deretter å svekkje seg fram til slutten av august. I september har kursutviklinga vore sterkare igjen. Ved utgangen av juni var indeksen 102,3, mens nivået i midten av september var 102,4. Krona har styrkt seg 1,6 prosent sidan 1. januar 1996. Til no i år har Noregs Bank kjøpt valuta for til saman vel 39 milliardar kroner.

Nivået i juni på 102,3 er det sterkaste nivået sidan krona byrja å flyte i 1992. Noregs Bank intervenerte i takt med kronestyrkinga, og kjøpte i juni valuta for til saman 8,7 milliardar kroner netto.

Trenden med sterkare krona blei broten i juli. Både gjennom juli og august svekte krona seg gradvis. I denne perioden var det låg omsetning, og aktørane endra prisane sine raskare enn vanleg. Ved utgangen av august var kursen 103,2. Noregs Bank intervenerte ikkje i valutamarknaden for å støtte krona.

I september styrkte krona seg igjen, og Noregs Bank kjøpte valuta for til saman 6,0 milliardar kroner fram til og med 16. september.

Mot tyske mark har krona styrkt seg med i overkant av 3 prosent til no i 1996. Krona appresierte kraftig mot mark fram til byrjinga av juli, men svekte seg sidan. Målt med den effektive valutakursen til industrien har krona variert i verdi gjennom 1996. Den effektive kronkursen er no litt sterkare enn ved årsskiftet.

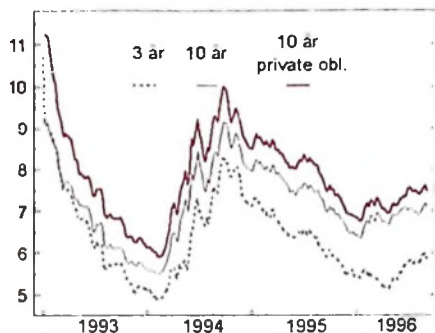
Noregs Bank skal bygge opp fordringar overfor utlandet som tilsvarer avsetningane til Statens petroleumsfond. Det siste offisielle overslaget for avsetningar til oljefondet er 25 milliardar kroner. Det tilseier at Noregs Bank kjøper valuta for minst dette beløpet i 1996. I praksis må valutakjøpa tilpassast marknadsforholda, så intervensjonsbeløpa blir neppe jamt fordelte over året. Samla intervensjonsbeløp vil òg kunne avvike frå den faktiske fondsavsetninga. Anslaget for petroleumsfondet blei oppjustert i Revidert nasjonalbudsjett 1996 i forhold til talet i nasjonalbudsjettet mellom anna fordi oljeprisen hadde vore høgare enn ein tidlegare spådde. Gjennomsnittleg oljepris så langt i 1996 er 126 kroner pr. fat, mens prognosen i Revidert nasjonalbudsjett var ein gjennomsnittspris på 115 kroner pr. fat. Påreknna avsetning til petroleumsfondet vil derfor truleg bli oppjustert enda noko meir.

fastsette ved auksjon. Normalt blir det gjennomført emisjonar kvar månad. Dei følger vanlegvis eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat kvart kvartal, med utvidingar i låna i dei månadene som ligg imellom. Jamt over er det derfor fire uteståande lån, som dekkjer dei ulike løpetidene opp til eitt år. Såleis blei det lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat i juni (SS43) på i alt 4,5 milliardar kroner. Vegd gjennomsnittrente på lånet blei 5,0 prosent. I juli blei lånet utvida med 3 milliardar kroner og i august med nye 3 milliardar kroner. Ved utgangen av august var det i alt 39 milliardar kroner uteståande i statssertifikat. I september blei det lagt ut eit nytt sertifikat på i alt 4,5 milliarder kroner. Vegd gjennomsnittrente på lånet blei 5,3 prosent.

Frå januar til juli i år blei det emittert sertifikat for i overkant av 134 milliardar kroner, mens det for same periode i fjor blei emittert sertifikat for vel 103 milliardar kroner. Stats-, bank- og lånesertifikat dominerer, og utgjer i alt 89 prosent av det samla emisjonsvolumet. Dei største eigarane av statssertifikat er forretnings- og sparebankar samt forsikringsselskap, som sit med til saman vel 65 prosent av behaldninga. Hushald og utlendingar er små investorar.

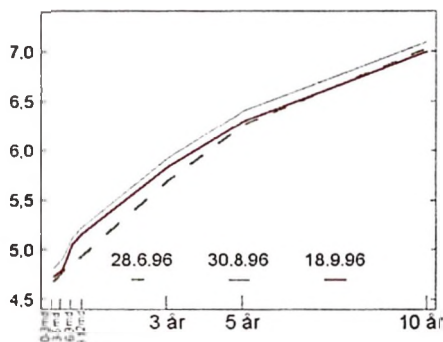
Fram til utgangen av august i år har omsetninga av sertifikat over Oslo Børs vore på 122 milliardar kroner. Omsetninga i statssertifikat dominerer, med vel 75 prosent av totalomsetninga.

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



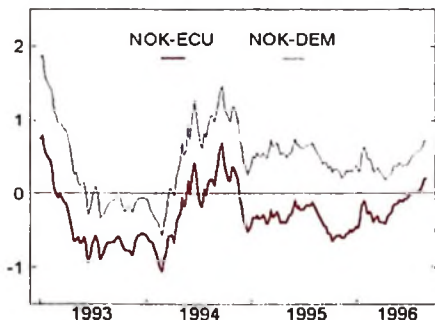
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.3 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

4 OBLIGASJONSMARKNADEN

Renteutviklinga

Den effektive renta på statsobligasjonar ligg no om lag på same nivå som for tre månader sidan.

Europeiske obligasjonsrenter har i den same perioden falle noko. Differansen til tyske tiårs statsobligasjonar, som var 0,4 prosentpoeng i byrjinga av juni, auka til 0,7 prosentpoeng i september. Rentedifferansen overfor teoretiske ECU gjekk i den same perioden opp frå -0,1 prosentpoeng til 0,3 prosentpoeng.

Den 18. september var den effektive renta på norske tiårs statsobligasjonar 7,0 prosent, mens tilsvarende rente på tyske statsobligasjonar og ECU-obligasjonar var 6,3 og 6,7 prosent.

Omsetning

Obligasjonsomsetninga på Oslo Børs var 726 milliardar kroner dei åtte første månadene i år. I gjennomsnitt har det i denne perioden vore omsett obligasjonar for 4,4 milliardar kroner dagleg. Dagleg omsetning i august var 2,8 milliardar kroner.

Statsobligasjonar stod for den største delen av marknaden, med 82 prosent av samla omsetning i perioden januar-august. Omsetning av gjenkjøpsavtalar i statsobligasjonar har auka sterkt og er større enn omsetninga i primærmarknadene for desse papira.

Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på 130 milliardar kroner dei åtte første månadene i år. Innanfor denne gruppa er det obligasjonslån som er emitterte av kredittføretak og bankar som står for den største delen av omsetninga.

Emisjonar

Frå januar til juli i år blei det emittert obligasjonar for brutto 43,8 milliardar kroner, mot 30,0 milliardar kroner i dei same månadene i fjor. Bortsett frå kredittføretak og finansieringsselskap har alle låntakarsektorane auka bruttoemisjonane. Sett under eitt var auken størst for private bankar og forsikringsselskap. Statsforvaltninga, som er den største emittenten, har lagt ut obligasjonar for 15 milliardar kroner i første halvår.

Statsobligasjonslånet S467, med elleve års attståande løpetid, blei i byrjinga av september utvida med 3,0 milliardar kroner. Den effektive renta blei 7,16 prosent. Lånet har no uteståande 14 milliardar kroner. I dei tonegivande statsobligasjonslåna står det no ute i alt 103 milliarder kroner fordelt på fem lån.

Tabell 4.1. Obligasjonsmarknaden ¹⁾
Bruttoemisjonar av ihendehavarobli-
gasjonar etter låntakarsektor. (Milli-
ardar kroner)

	1994	1995	1995 1996 jan - jul	
Statsforvaltninga	16,0	21,1	13,0	15,0
Statsbankar og stats- foretak	3,4	7,5	4,0	6,0
Private bankar og forsikringselsk.	16,6	9,7	3,8	12,2
Kredittforetak og finansieringsselskap	14,4	9,1	5,4	4,5
Private og kommunar	9,4	7,7	3,9	5,0
Utanlandske låntakarar	0,5	1,0	0,0	1,1
I alt	60,3	56,1	30,0	43,8

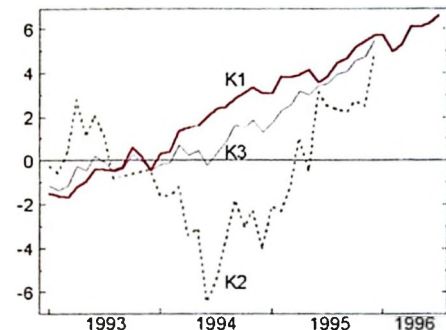
1) Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obli-
 gasjonar i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank

Eigarstruktur

Forsikringsselskapa eig dei største behaldningane av norske obligasjonar. Ved utgangen av første halvår 1996 var eigardelen deira 40,9 prosent av ein samla marknadsverdi på 325 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankane sine sikringsfond) hadde ein eigardel på 19,4 prosent, stats- og trygdeforvaltninga 12,6 prosent og utlendingar 3,0 prosent. Verdipapirfonda har auka eigardelen sin til 4,3 prosent, mens hushalda har 2,6 prosent.

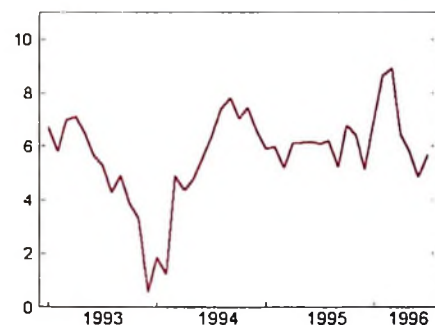
Figur 5.1 Noregs Banks kredittindikatorar. Auke i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. Prosentvis vekst siste 12 månader



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

Kredittindikatorane

Kredittindikatoren K1, som viser utviklinga i delar av publikum (private og kommunar) si innanlandske bruttogjeld, voks med 6,5 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli. Dette er den høgaste nominelle veksten som er registrert sidan mai 1989. Tolv månadersveksten (faktiske tal) for innanlandsk kreditt var 57 milliardar kroner. Kredittveksten har dermed auka i forhold til første kvartal i år, da tolv månadersveksten låg rundt 5 prosent. Den underliggjande veksten, det vil seie veksten i siste tremånadersperiode i forhold til førre tremånadersperiode, rekna om til årleg rate, var 7,5 prosent. Dette var klart høgare enn gjennomsnittet for 1995 og første kvartal 1996.

Tolv månadersveksten i utlån frå private kredittinstitusjonar var 11 prosent i juli, omtrent som månaden før. Dei siste tre åra er det dei private kredittinstitusjonane (inkl. Postbanken) som har stått for heile kredittveksten, mens det har vore ein nedgang i utlåna frå statlege låneinstitutt.

Det ligg ikkje føre nye tal for K2, publikum si opplåning i valuta.

Pengemengdeveksten

Publikums likviditet, M2, det vil seie beholdninga av setlar og mynt, bankinnskott og unytta kredittmidlar, auka med 5,6 prosent (om lag 34 milliardar kroner) dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli. Veksten i pengemengda er dermed markert mindre enn tidlegare i år, da 12-månadersveksten låg på mellom 7 og 9 prosent. Den underliggjande veksttakten fall til 2,4 prosent i juli etter å ha vore oppe i 12 prosent i mai. Veksten i tidsinnskott har gått ned i forhold til tidlegare i år - i mars var tolv månadersveksten i denne delen av M2 på 8,6 prosent, mens veksten i juli hadde falle til 5,9 prosent. Også veksttakten for anfordringsinnskott og setlar og mynt har falle.

Likviditetstilførsla gjennom inntektsunderskottet til sentralstyresmaktene gjekk markert ned frå 1994 til 1995. I 1995 var utlånsveksten frå forretnings- og sparebankar den viktigaste kjelda for likviditetstilførsla til publikum. Denne tendensen blei forsterka dei første seks månadene i år. Nettosal av valuta frå publikum medverka òg til likviditetstilførsla i første halvår i år i motsetnad til i fjor, mens sentralstyresmaktene sitt inntektsunderskott verka negativt. Overskottet på statsbudsjettet inneber såleis at sentralstyresmaktene no netto trekkjer inn likviditet frå publikum.

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

	1995	1996 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	3 ⁴⁾	-33,5 ⁵⁾
1. Spot	3 ⁴⁾	-33,5 ⁵⁾
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-11	-21,1
1. Spot ⁴⁾	-13	-5,9
2. Termin ⁴⁾	3	-15,2
C. Norske sektorar, utanom bankane	12	-8,5
1. Spot ⁴⁾	22	-10,6
2. Termin ⁴⁾	-14	-5,8
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	4	8,0
D. Anna	1	-3,9
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	143,7⁴⁾	165,8⁴⁾

- 1) For nærmare detaljar sjå tabell 48 i tabelldelen bak i heftet.
- 2) Veke 1-36 1996.
- 3) Positive tal inneber valutasal frå bankane. Negative tal inneber at bankane har kjøpt valuta.
- 4) Utgangen av året.
- 5) Utgangen av august

Kjelde: Noregs Bank

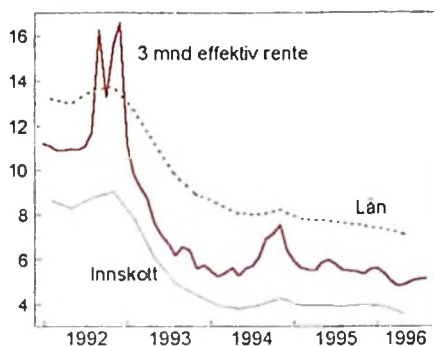
Endringar i publikums finansielle fordringar og gjeld

På grunn av at opplegget for databehandling i Norges Bank er under endring, kan ein ikkje presentere nye tal for endringar i publikum sine kravs- og gjeldsposisjonar i denne kvartalsrapporten. Tabellen med desse tala (tabell 5.1) vil kome inn igjen i neste nummer.

Kapitalrørslar og valutareservar

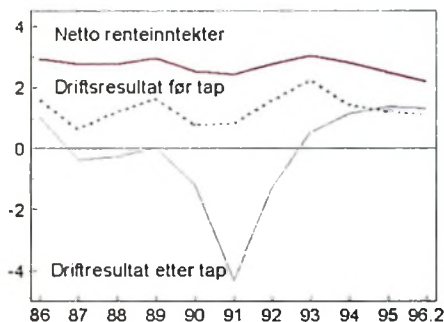
Til og med veke 36 har Noregs Bank netto kjøpt valuta for i overkant av 33 milliardar kroner, jf. tabell 5.2. Tabellen viser faktorane bak endringane i den totale valutaposisjonen til bankane i 1995 og 1996. Motstykket til bankane sine sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for om lag 21 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og vel 8 milliardar frå norske aktørar. Kundane sine nettokrav i valuta overfor bankane auka med 8 milliardar kroner. Utlendingane sine nettokjøp av kroner (og sal av valuta) kan ein mellom anna knytte til nettokjøp av norske aksjar, som var på 9 milliardar kroner fram til utgangen av veke 36. Ved utgangen av august utgjorde Noregs Banks internasjonale reservar 165,8 milliardar kroner, mens motverdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var om lag 2 milliardar kroner.

Figur 6.1 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente



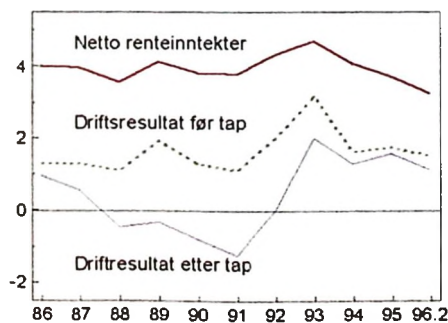
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

6 UTVIKLINGA I FINANSINSTITUSJONANE

6.1 Bankane

Renteutviklinga

Utlånsrentene heldt fram med å falle i andre kvartal 1996. Rentenivået for alle utlån sett under eitt var 7,2 prosent ved utgangen av første halvår, mot 7,5 prosent tre månader før. Renta er no på det lågaste nivået ein har sett innanfor den perioden vi har data for (sidan 1975). Innskottsrentene fall like mykje, og bankane sin rentemargin er dermed uendra frå første til andre kvartal 1996.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Driftsresultata for forretningsbankane var markert svakare i andre kvartal 1996 enn for både førre kvartal og same kvartal i fjor. Hovudårsaka var lågare tilbakeføringar av tidlegare avsetningar til tap. Samstundes bidrog òg lågare rentenetto og nedgang i andre driftsinntekter til eit svakare driftsresultat. I sparebankane kan ein sjå ei tilsvarande utvikling. Reduksjonen i rentenettoen og i andre driftsinntekter er den viktigaste forklaringa på den svakare resultatutviklinga i sparebankane. Målt med kapital- og kjernekapitaldekninga er soliditeten i både forretnings- og sparebankane lite endra.

Forretningsbankane hadde eit driftsresultat etter tap på 1,26 milliardar kroner i andre kvartal 1996. Det var en nedgang på 260 millionar kroner i forhold til kvartalet før og 950 millionar kroner lågare enn same kvartal i 1995. I prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK) fall driftsresultatet frå 1,4 i første kvartal til 1,1 i andre kvartal. Driftsresultatet etter tap i sparebankane var nær 900 millionar kroner i andre kvartal 1996, ein nedgang på 100 millionar kroner i forhold til første kvartal. Driftsresultatet målt i forhold til GFK blei redusert frå 1,7 prosent i første kvartal til 1,4 prosent i andre kvartal. Tilsvarande tal for andre kvartal 1995 var 1,8 prosent.

Rentenettoen målt i forhold til GFK var for begge bankgruppene lågare enn i førre kvartal og i tilsvarande kvartal 1995. Frå første til andre kvartal gjekk dette forholdstalet ned med 0,2 prosentpoeng til 2,1 prosent i forretningsbankane. I sparebankane var rentenettoen 3,3 prosent av GFK i andre kvartal 1996.

Gjennomsnittleg forvaltningskapital i forretningsbankane var 444 milliardar kroner ved utgangen av første halvår. Det er 52 milliardar kroner meir enn for eitt år sidan. Kapitaldekninga på 11,2 prosent har auka svakt i forhold til for eitt år sidan. Det same gjeld kjernekapitaldekninga, som var 7,5 prosent.

I sparebankane har gjennomsnittleg forvaltningskapital det

siste året auka med 17 milliardar kroner, til 242 milliardar kroner ved utgangen av juni. Kapitaldekninga på 13,2 prosent er litt lågare enn i juni i fjor. Kjernekapitaldekninga har derimot auka litt i same periode, frå 10,0 til 10,3 prosent.

6.2 Andre finansinstitusjonar

Renteutviklinga

Utlånsrenta i kredittføretaka fall med 0,3 prosentpoeng til 6,9 prosent frå første til andre kvartal 1996. Livsforsikringsselskapa sine utlånsrenter fall med 0,2 prosentpoeng i same periode, til 6,1 prosent. Utlånsrenta har falle samanhengande sidan utgangen av 1988, med unntak av andre halvår i 1992 og 1994.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Driftsresultata til kredittføretaka betra seg noko frå første til andre kvartal, men resultatet i første halvår 1996 er svakare enn i same periode i fjor. Kapitaldekninga er om lag uendra. For finansieringsselskapa er det betring i driftsresultata målt i forhold til GFK. Dessa selskapa har òg auka kapitaldekninga gjennom det siste året.

I kredittføretaka fall driftsresultata etter tap frå 0,9 prosent av GFK i første halvår 1995 til 0,7 prosent i 1996. Både rentenetto, andre driftsinntekter og andre driftsutgifter har utvikla seg negativt. Rentenettoen fall frå 1,0 til 0,9 prosent av GFK sjølv om dei nullstilte låna i perioden blei reduserte med ein tredel. Gjennomsnittleg forvaltningskapital har dei siste tolv månadene auka litt, til 105 milliardar kroner. I same periode fall kapitaldekninga frå 19,8 til 18,8 prosent.

Finansieringsselskapa hadde ved utgangen av første halvår eit driftsresultat etter tap på 3,0 prosent av GFK, ein auke på 0,2 prosentpoeng jamført med første halvår i fjor. Auken er i første hand eit resultat av betre nettoutvikling i andre driftsinntekter og av lågare tap. Rentenettoen for første halvår var 4,8 prosent av GFK, eitt prosentpoeng lågare enn i same periode året før. Finansieringsselskapa har hatt ein liten nedgang i gjennomsnittleg forvaltningskapital gjennom det siste året. Nedgangen skuldast omdanning av ein enkelt institusjon. Korrigert for denne omdanninga har det vore ein klar vekst i forvaltningskapitalen. Forvaltningskapitalen var 22,5 milliardar kroner ved utgangen av første halvår. Kapitaldekninga auka i same periode frå 13,3 til 16,0 prosent.

Med aktuell utdyping: Virkninger av finanspolitisk konsolidering

De siste årene har det vært relativt store forskjeller i den økonomiske veksttakten i de store industrilandene. Våre prognoser tilsier at disse forskjellene etter hvert vil reduseres. I USA antar vi at den solide veksten de siste årene vil fortsette. I Japan er det allerede tegn til at landet er på vei ut av en langvarig stagnasjon, mens vi venter tiltakende vekst i Kontinental-Europa i siste halvdel av 1996. Prisstigningen i industrilandene er moderat, og vi ser ikke for oss noen endring i dette bildet de nærmeste årene.

Den økonomiske utviklingen i industrilandene vil i tiden fremover være preget av to viktige politikkdrevne prosesser. For det første er det nødvendig med en betydelig finanspolitisk konsolidering i et stort flertall av industrilandene. Finanspolitisk tilstramming vil på kort sikt trolig virke kontraktivt. Hvor sterke disse effektene blir, vil imidlertid avhenge av hvilke forventninger konsolideringen utløser om fremtidig politikk og av hvordan budsjettene strammes inn. I tillegg forbereder en implementeringen av monetær union i Europa. Usikkerhet rundt denne prosessen kan virke dempende på den økonomiske aktiviteten.

I mange europeiske land har en strammere finanspolitikk skapt rom for å føre en mer ekspansiv pengepolitikk. Det er imidlertid viktig at disse politikkindringene blir understøttet av strukturpolitiske tiltak som øker fleksibiliteten i de europeiske arbeidsmarkedene. Dette er nødvendig for å få ned den høye arbeidsledigheten i Europa. Lavere ledighet vil dessuten bidra til å gjøre det enklere å redusere de store offentlige budsjettunderskuddene. I tillegg vil en nedgang i arbeidsledigheten kunne gi positive etterspørselsimpulser, både fordi inntektene øker og fordi aktørene i økonomien kan få større tiltro til den økonomiske utviklingen.

1. Generelt om utviklingen i industrilandene

De store industrilandene har de senere årene vært i ulike konjunkturfaser. USA har vært inne i en lengre periode med solid vekst, mens Japan har opplevd den lengste lavkonjunktoren på flere tiår. Toneangivende land i Kontinental-Europa har etter en kortvarig konjunkturoppgang i 1994 hatt en svakere økonomisk utvikling enn ventet. I tiden fremover venter vi imidlertid at vekstbildet for industrilandene blir mer sammenfallende.

I USA ser vi for oss at veksten vil fortsette på et nivå rundt det langsiktige potensialet i økonomien. Noe svakere utvikling i privat konsum og i private investeringer vil bli oppveid av at lagerjusteringene ikke lenger vil gi et negativt vekstbidrag. Den langvarige konjunkturoppgangen i USA har imidlertid skapt en viss usikkerhet om hvor mye ledig kapasitet det er i amerikansk

økonomi. Basert på tidligere erfaringer skulle en forvente at den relativt lave amerikanske arbeidsledigheten, som har ligget under 6 prosent siden begynnelsen av 1995 (og var 5,1 prosent i august), etter hvert vil øke presset på lønninger og priser. Så langt har det bare skjedd i begrenset grad. Usikkerheten om inflasjonspresset i amerikansk økonomi reflekteres også i finansmarkedene. Både aksjekurser og langsiktige renter reagerer raskt på publiseringen av konjunkturindikatorer som endrer markedsaktørenes vurdering av lønns- og prispresset i økonomien.

I Japan har ekspansiv finanspolitikk og depresieringen av japanske yen sammen med lettelsene i pengepolitikken bidratt til et vekstomslag. Så langt er det særlig offentlig investeringsetterspørsel og rentefølsomme etterspørselskomponenter som har ledet oppgangen. Etter hvert venter vi at oppgangen vil bli bredere basert. Et usikkerhetsmoment er den fortsatt vanskelige situasjonen for mange japanske finansinstitusjoner.

Videre er mye av den penge- og finanspolitiske handlefriheten allerede brukt, og myndighetene har derfor få virkemidler til rådighet om veksten skulle bli svakere enn antatt.

I Europa er det rimelig å tro at de direkte virkningene av finanspolitisk innstramming vil være kontraktive. Men en mer ekspansiv innretning av pengepolitikken sammen med tegn til tiltakende eksportvekst gjør at veksten likevel kan ta seg opp i siste halvdel av inneværende år. Vi tror det vil skje. Noe høyere vekst vil imidlertid ikke være tilstrekkelig til å redusere den høye arbeidsledigheten i de europeiske landene. Det er derfor viktig at en gjennomfører strukturreformer som øker fleksibiliteten i arbeidsmarkedene. Lavere ledighet vil dessuten bidra til å redusere de store offentlige budsjettunderskuddene, samtidig som det kan gi positive etterspørselsimpulser både fordi inntektene øker og fordi tiltroen til den økonomiske utviklingen blir bedre.

I de fleste industriland har store offentlige budsjettunderskudd de siste årene gjort at handlefriheten i finanspolitikken er begrenset. Finanspolitikken er derfor i hovedsak innrettet mot å redusere budsjettunderskuddene, også i land med relativt svak økonomisk utvikling. Den finanspolitiske konsolideringen har kommet lengst i USA og i noen av de mindre europeiske landene. Mangel på handlefrihet i finanspolitikken har gjort at pengepolitikken har fått økt betydning når det gjelder å stabilisere den økonomiske utviklingen. Den ulike konjunkturutviklingen i de største industrilandene reflekteres derfor også i innretningen av pengepolitikken. USA, som har hatt den sterkeste veksten de siste årene, har det høyeste nivået på de administrerte rentene. Federal funds-renten har vært uendret på 5¹/₄ prosent siden januar i år. Japan har søkt å motvirke den økonomiske tilbakegangen med ekspansiv pengepolitikk de siste årene, og diskontorenten har siden september i fjor vært på 1/2 prosent. I Europa har de fleste landene redusert sine styringsrenter flere ganger i løpet av inneværende år. Siste rentejustering i Tyskland var i slutten av august, da renten på gjenkjøpsavtaler («repo») ble satt ned til 3 prosent. Dette er 0,75 prosentpoeng lavere enn ved årsskiftet. Rente-fallet har vært særlig stort i Sverige, der de administrerte rentene er blitt redusert med rundt 3³/₄ prosentpoeng så langt i år.

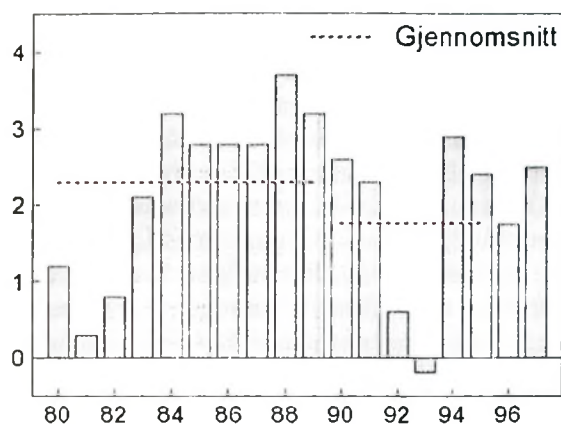
Både mange utviklingsland og transformasjonsøkonomier har i de siste årene gjennomgått

betydelige strukturreformer. Disse anstrengelsene begynner nå å betale seg i form av tiltakende vekstrater. Vi venter at både utviklingslandene og transformasjonsøkonomiene vil ha en raskere veksttakt enn de industrialiserte landene. Dette gir en positiv vekstimpuls til industrilandene. Denne vekstimpulsen kan være viktig både for USA, Japan og Europa. Selv om USA og Japan har mindre åpne økonomier enn de europeiske landene, har de til gjengjeld en større del av handelen med slike økonomier.

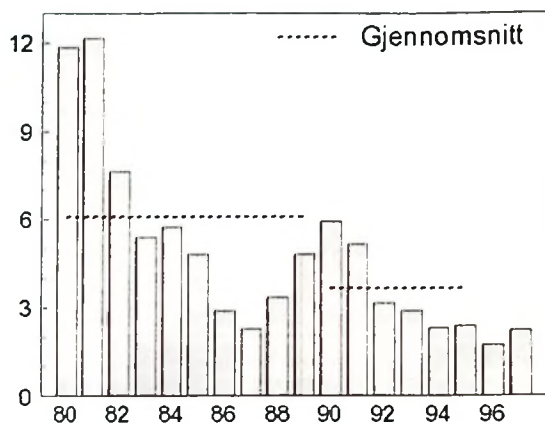
Selv om vi tror på jevn vekst for industrilandene, er det mer usikkerhet enn vanlig knyttet til anslagene. Bakgrunnen er særlig to viktige politikkdrivne prosesser. Den første er den finanspolitiske konsolideringen, og den andre er veien fram mot monetær union i Europa. Usikkerheten ved en finanspolitisk konsolidering knytter seg både til om landene klarer å få til de nødvendige innstramminger, og om hvordan disse påvirker aktivitetsnivået. Det er rimelig å tro at finanspolitisk konsolidering på kort sikt vil virke kontraktivt, men dersom en både har en troverdig budsjettplan og en gunstig sammensetning av tilstramminger, kan de kontraktive effektene dempes. Et kompliserende element i dagens situasjon er at mange land samtidig vil stramme inn finanspolitikken. Siden den finanspolitiske konsolideringen vil kunne få stor betydning for konjunkturutviklingen fremover, vil vi i en aktuell utdyping se nærmere på de mulige virkningene av en strammere finanspolitikk. Veien fram mot monetær union i Europa kan også påvirke konjunkturutviklingen. Usikkerhet om når unionen vil starte og hvilke land som skal være med, kan virke uheldig. Slik usikkerhet kan bidra til at bedrifter ønsker å utsette sine investeringer til situasjonen er avklart. Ut fra dette hensynet er det derfor viktig så raskt som mulig å få eliminert mest mulig av usikkerheten knyttet til den monetære union i Europa.

Et annet forhold som for tiden kompliserer analysen av konjunkturutviklingen i industrilandene, er problemene med å tolke de løpende indikatorene for mange av disse landene. Det skyldes at den økonomiske aktiviteten i vintermånedene var preget av en usedvanlig kald vinter (USA og Europa) og streiker (USA og Frankrike). I de etterfølgende månedene har en i mange land forsøkt å hente inn igjen noe av produksjonstapet fra vintermånedene. Det er derfor først den siste tiden at en begynner å få indikato-

Figur 1. Handelspartnere. BNP-vekst 1980-1995. Prognose for 1996-97.



Figur 2. Handelspartnere. Inflasjon 1980-1995. Prognose for 1996-97.



BNP-veksten hos handelspartnere har tatt seg opp fra den svake utviklingen i 1993. Inneværende år ventes veksten å være omtrent som gjennomsnittet så langt på 1990-tallet, men lavere enn gjennomsnittet på 1980-tallet. Selv om vi venter tiltakende vekst neste år, vil ikke veksten være spesielt høy sett i et noe lengre tidsperspektiv. Inflasjonen hos våre handelspartnere i inneværende og neste år ser ut til å bli svært lav sammenliknet med de inflasjonsratene vi har sett de siste 15 årene.

Kilde: OECD og egne anslag.

rer som ikke er påvirket av disse ekstraordinære hendelsene.

Våre anslag for den økonomiske utviklingen i de enkelte landene gir en vekst for Norges handelspartnere på 1³/₄ prosent inneværende år. Dette er 1/4 prosentpoeng lavere enn vårt anslag for et halvt år siden (i Penger og Kreditt 1/96). Den viktigste årsaken til nedjusteringen er den svakere utviklingen i de øvrige nordiske land. I 1997 venter vi at veksten hos våre handelspartnere vil øke til 2¹/₂ prosent. 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.

Prisveksten internasjonalt er moderat. I USA har rasjonalisering og et fleksibelt arbeidsmarked bidratt til en inflasjon i underkant av 3 prosent de siste årene, tross langvarig økonomisk oppgang. Metodemessige svakheter ved den amerikanske konsumprisindeksen gjør at indeksen trolig også overvurderer konsumprisveksten med opptil 1 prosentpoeng årlig. I tiden fremover venter vi ingen store endringer i prisstigningstakten i USA. I Japan har den økonomiske stagnasjonen og valutakursutviklingen medvirket til at prisstigningen midlertidig har stanset opp, men oppgang i økonomien og en reverseering av den tidligere appresieringen gjør at pris-

stigningen ventes å tilta noe. I Europa har økt konkurranse, høy ledighet og ledig produksjonskapasitet bidratt til relativt lav prisvekst de siste årene. Vi venter at inflasjonen hos Norges handelspartnere blir 1³/₄ prosent inneværende år, økende til 2¹/₄ prosent i 1997.

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

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

¹⁾ Anslagene er basert på den nye beregningsmåten for BNP.

Kilde: OECD, Concensus Forecasts og egne anslag.

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

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

Kilde: OECD, Concensus Forecasts og egne anslag.

2. Nærmere om den økonomiske utviklingen i enkelte industriland

Fortsatt solid vekst i amerikansk økonomi

Etter den sterke veksten i amerikansk økonomi i 1993 og 1994 var det en viss avdemping av veksten gjennom 1995. Aktiviteten tok seg imidlertid opp igjen ved siste årsskifte, og den styrket seg ytterligere i andre kvartal, da BNP økte med 4,8 prosent i årlig rate. Drivkraften bak det siste oppsvinget var først og fremst privat konsum. I tillegg økte også offentlig konsum etter å ha ligget nede i første kvartal som følge av streiken i offentlig sektor.

Det er flere grunner til at vi venter at veksten vil avta noe i andre halvår. Oppgangen i de langsiktige rentene så langt i år vil trolig gi en svake utvikling i rentefølsomme etterspørselskomponenter som investeringer og varige konsumgoder. Videre har dollarkursen appresiert betydelig det siste året, målt ved en handelsveid indeks. Dollarappresieringen bidrar til å holde prispresset nede, men vrir også innenlandsk etterspørsel i retning av økt import. Importen økte med en årlig rate på 12,9 prosent i andre kvartal. Det ventes likevel en viss oppgang i eksporten fremover som følge av bedre økonomisk utvikling hos flere av USAs viktigste handelspartnere som Mexico, Japan og Canada. En tredje faktor

som bidrar til å dempe veksten, er at husholdningssektoren har hatt en betydelig gjeldsoppbygging de tre siste årene, noe som vil kunne redusere veksten i konsumet. Vi tror at disse faktorene vil gjøre at veksten etter hvert stabiliserer seg rundt det langsiktige vekstpotensialet. Det gir en BNP-vekst i inneværende år på 2¹/₂ prosent og på 2¹/₄ prosent neste år.

Konsumprisveksten, målt ved tolv månedersraten, var 2,9 prosent i august. Prisstigningen tok seg noe opp i første halvår som følge av økte energi- og matvarepriser forårsaket av ekstreme værforhold i begynnelsen av året. Vi venter at inflasjonen vil holde seg i underkant av 3 prosent både i år og neste år. Det er imidlertid usikkerhet om hvor mye ledig kapasitet det er i amerikansk økonomi. Basert på tidligere erfaringer skulle en forvente at den lave amerikanske arbeidsledigheten, som har ligget under 6 prosent siden begynnelsen av 1995 (og var 5,1 prosent i august), etter hvert vil øke presset på lønninger og priser. Når dette bare i begrenset grad har vært tilfelle, kan det ha sammenheng med at stor gjennomstrømning i arbeidsmarkedet har medført økt jobbusikkerhet. Denne usikkerheten kan ha bidratt til å holde lønnsveksten nede.

Det offentlige budsjettunderskuddet er blitt redusert siden 1992, og anslaget for underskuddet i inneværende år er 1³/₄ prosent av BNP. Dette er blant de laveste budsjettunderskuddene (som andel av BNP) innenfor OECD-området. Selv om administrasjonen og Kongressen er blitt enige om å balansere budsjettet innen år 2002, synes det vanskelig å oppnå enighet om detaljene i hvordan dette skal gjøres.

Tegn til konjunkturomslag i Japan

I første halvdel av 1990-tallet var Japan inne i en kraftig lavkonjunktur. For å motvirke dette har myndighetene foretatt en omlegging i retning av en etter hvert meget ekspansiv penge- og finanspolitikk. Som en del av denne politikken er det blitt gjennomført økonomiske tiltakspakker for å stimulere den økonomiske aktiviteten. Den siste pakken, som ble vedtatt høsten 1995, innebar offentlige utgiftsøkninger tilsvarende 3 prosent av BNP. Pengepolitikken er også blitt mer ekspansiv, og den siste endringen skjedde i september i fjor, da diskontoen ble satt ned fra 1,0 til 0,5 prosent. Rentenedsettelsen bidro sammen med

sentralbankintervensjoner til en kraftig deprimering av japanske yen i siste halvdel av 1995, noe som har fortsatt i 1996.

I inneværende år har det kommet flere økonomiske indikatorer som tyder på konjunkturoppgang i Japan. Det mest overraskende var BNP-veksten i første kvartal i år, som var dobbelt så høy som forventet. Regnet som årlig rate var veksten i første kvartal 12,2 prosent, som er det høyeste på 23 år. I andre kvartal falt BNP som forventet, men for første halvår under ett lå BNP 4,5 prosent over nivået i første halvår 1995. Viktige drivkrefter bak veksten i første halvår var økt privat konsum og økning i offentlige investeringer. Økningen i privat forbruk i første kvartal skyldes særlig lavere rentenivå, mens veksten i investeringene i offentlig sektor i sin helhet skyldes fjorårets tiltakspakke. Nettoeksporten gav derimot et negativt bidrag til veksten i første halvår som følge av økt import, endringer i handelsstrukturen og en fortsatt utflytting av produksjon til andre land.

Det lave rentenivået vil trolig bidra til at privat etterspørsel fortsatt vil være en viktig drivkraft bak BNP-veksten resten av året. Men vekstbidragene fra offentlig etterspørsel vil trolig avta kraftig utover høsten. Effekten av fjorårets tiltakspakke er i ferd med å ebbe ut samtidig som det er et stort behov for finanspolitiske tilstramminger i Japan. Nettoeksporten vil etter hvert kunne gi et visst positivt bidrag til veksten. Vi venter en BNP-vekst i Japan inneværende år på 3 1/2 prosent, fallende til 2 1/2 prosent neste år.

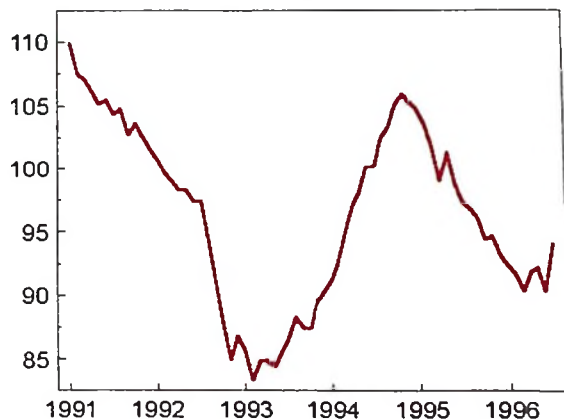
Sammenlignet med andre land er prisstigningen i Japan svært lav. I både 1995 og 1996 har det til tider vært deflasjon. Inneværende år har konsumprisene vist en svak oppgang. Årsaken til denne stigningen er snarere svekkelsen av japanske yen enn kapasitetspress i økonomien. Konsumprisveksten i Japan ventes i inneværende år å bli 1/4 prosent, økende til 1 1/4 prosent i 1997.

Den positive økonomiske utviklingen har enda ikke riktig festet seg. Den vanskelige situasjonen for mange japanske finansinstitusjoner er ikke løst, og på grunn av den ekspansive pengepolitikken og behovet for finanspolitisk konsolidering har myndighetene svært få politikkmidler igjen til å motvirke en eventuell svakere konjunkturutvikling. Dette gjør at det fortsatt knytter seg en viss usikkerhet til den økonomiske utviklingen i tiden fremover.

Konjunkturoppgang i Tyskland og Frankrike?

I Tyskland avtok den økonomiske veksten gjennom fjoråret, og denne utviklingen fortsatte i første kvartal i år med et BNP-fall på 0,5 prosent i forhold til i fjerde kvartal 1995. Den uvanlig kalde vinteren bidro til meget lav byggeaktivitet, og dette slo særlig kraftig ut i de østlige delstater, der nedgangen i BNP var 3,4 prosent. I andre kvartal tok imidlertid den økonomiske aktiviteten seg betydelig opp, og BNP økte med 1,5 prosent fra første kvartal. Ikke uventet var det byggeaktiviteten som bidro til omslaget, men også privat konsum og eksport viste god vekst. Publiseringen av løpende indikatorer reflekterer den positive utviklingen. Ordretilgangen i industrien har vokst med 3,2 prosent de tre siste månedene fram til juli i forhold til foregående tremåneders periode. Videre viser IFO-indeksen, som måler bedriftenes vurdering av egne fremtidsutsikter, at næringslivet de siste månedene er blitt mer optimistiske når det gjelder utviklingen fremover (se figur 3). Det er imidlertid fremdeles usikkerhet om veksten i andre kvartal skyldes et reelt omslag eller bare en normalisering fra første kvartal. Det har ikke vært noen særlig bedring i arbeidsmarkedet utover det som følger av sesongmessige variasjoner, og ledigheten lå i august fortsatt over 10 prosent.

Figur 3. IFOs forventningsindeks



IFO-indeksen er ofte brukt som en ledende indikator for konjunkturutviklingen i Tyskland. Det har vært en økning i indeksen siden mars i år. OECD har gjort analyser som viser at det er en høy korrelasjon mellom IFO-indeksen i ett kvartal og BNP-veksten i det påfølgende kvartalet.

Kilde: Bloomberg.

En del grunnleggende forhold burde nå ligge til rette for at den økonomiske veksten kan ta seg opp. Vekslingskursen mellom tyske mark og andre valutaer har det siste året vært mer på linje med fundamentale forhold, og lønnsoppgjøret i år gav moderat lønnsvekst. Det er derfor ventet at tysk eksport vil gjenvinne markedsandeler. Dessuten ventes det betydelig vekst i viktige eksportmarkeder utenfor Europa. Eksporten vil derfor trolig være en viktig vekstfaktor i tiden fremover. Foruten en oppgang i eksporten, venter vi at utviklingen i privat konsum vil bidra til vekst i år, fordi redusert inntektsskatt øker husholdningenes disponible inntekt. Økt kapasitetsutnyttelse gjennom andre halvår og bedret lønnsomhet kan gi en oppgang i investeringene neste år. Det er imidlertid ikke ventet noen særlig bedring av situasjonen i arbeidsmarkedet før i andre halvår 1997.

Den uventet svake utviklingen i økonomien siden andre halvår 1995 har bidratt til en betydelig svekkelse av de offentlige finansene. Underskuddet antas å øke fra 3,5 prosent av BNP i 1995 til 4 prosent i år. I januar og april lanserte tyske myndigheter to «pakker» som tar sikte på å i) halvere arbeidsledigheten ved århundredskiftet gjennom ulike strukturtiltak og skattelettelser og ii) redusere offentlige utgifter med 70 milliarder mark, slik at underskuddet ikke overstiger 3 prosent av BNP i 1997. Det er vanskelig å kvantifisere effekten av de finanspolitiske innstrammningene på renteutviklingen og aktørenes vurdering av sine fremtidsutsikter. Dersom den økonomiske veksten blir lavere enn forutsatt (2-2¹/₂ prosent), vil dette isolert sett kunne bidra til at innstrammningene ikke er tilstrekkelige for å komme ned i et underskudd som tilsvarer 3 prosent av BNP.

Bundesbank har ført en ekspansiv pengepolitikk i inneværende år. Til tross for at veksten i pengemengdeaggregatet M3 lå over målsonen på 4-7 prosent, satte den tyske sentralbanken i april ned lombard- og diskontorenten med 0,50 prosentpoeng til henholdsvis 4,50 og 2,50. Renten på gjenkjøpsavtaler («repo») er blitt redusert ved flere anledninger og var ved utgangen av august 3,00 prosent, som er 0,75 prosentpoeng lavere enn ved årsskiftet. Rentenedsettelsene er blitt begrunnet med gunstige prisutsikter og at den sterke veksten i pengemengden overdrev den underliggende trenden. De langsiktige rentene økte imidlertid fram til sommeren, trolig

som følge av oppgangen i amerikanske obligasjonsrenter.

Med eksport og privat konsum som de drivende faktorer, ventes veksten i BNP å bli 1 prosent i år, økende til 2¹/₄ i 1997. Det hefter imidlertid usikkerhet ved vekstbildet. Det private konsumet økte mindre enn inntekten i siste kvartal i fjor og de tre første månedene i år. Økningen i spareraten i denne perioden kan være et utslag av økt usikkerhet i husholdningene som følge av den ugunstige utviklingen i arbeidsmarkedet. Avveiningen mellom forbruk og sparing i tiden fremover vil avhenge av hvorledes husholdningene vurderer sine fremtidsutsikter. Veksten i investeringene neste år kan også bli lavere enn antatt, selv om omslaget i økonomien kommer som forutsatt gjennom 1996. Fremdriften i tredje fase av ØMU representerer et usikkerhetsmoment for beslutningstakerne. Mye av usikkerheten vil avta i begynnelsen av 1998 når det blir klart hvilke land som kvalifiserer for deltakelse i fase tre. Det kan tenkes at bedrifter som planlegger investeringer som følge av økt lønnsomhet og kapasitetsutnyttelse, velger å utsette investeringene til etter at denne usikkerheten er eliminert for dermed å redusere risikoen for feilinvesteringer.

Tolvmånedersveksten for konsumprisene var i august på 1,4 prosent, og fravær av prispress vil ventelig holde inflasjonen under 2 prosent også i 1997.

I Frankrike falt BNP med 0,4 prosent fra første til andre kvartal, etter en relativt kraftig vekst fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. De sterke tallene i første kvartal var imidlertid først og fremst et resultat av meget lav økonomisk aktivitet ved utgangen av fjoråret etter omfattende streiker og dårlig vær. Privat konsum var den viktigste faktoren bak veksten i første kvartal, men falt som forventet tilbake i andre kvartal. Utviklingen på arbeidsmarkedet, der ledigheten igjen har økt og krøpet over 12 prosent, samt moderat lønnsvekst, vil gi relativt beskjeden vekst i husholdningenes disponible inntekt. Det er imidlertid ventet at investeringene vil ta seg opp mot slutten av 1996, først og fremst fordi det eksisterer et reelt erstatningsbehov for gammelt og utrangert kapitalutstyr etter flere år med svært lav vekst i investeringene. Eksporten forventes å vokse mindre enn i fjor, men veksten vil ventelig tilta gjennom andre halvår og inn i 1997. Forutsatt en moderat oppgang i investeringer og ek-

sport, anslås BNP-veksten til 1 prosent i år, økende til 2¹/₄ prosent neste år.

Veksten i konsumprisene har tatt seg markert opp det siste halve året og kommet nær 2¹/₂ prosent. Oppgangen kan i hovedsak forklares ved økningen i merverdiavgiften. Det er betydelig ledig kapasitet i økonomien, og det er derfor ventet at prisveksten faller under 2 prosent tidlig i 1997. I lys av dette prisbildet og i takt med nedgangen i tyske renter, har den franske sentralbanken redusert signalrentene med jevne mellomrom siden november i fjor. De kortsiktige pengemarkedsrentene har fulgt etter. Rentedifferansen mot tyske mark er halvert siden årsskiftet og nær eliminert for langsiktige renter. Pengepolitikken vil fortsatt være ekspansivt innrettet, men en videre nedgang i rentene vil trolig avhenge av om det kommer ytterligere rentesenkninger i Tyskland. Franske myndigheter har som målsetting å bringe underskuddet i offentlig sektor ned fra 4 prosent av BNP i år til 3 prosent neste år for dermed å kvalifisere landet for deltakelse i tredje fase av ØMU.

Langvarig konjunkturoppgang i Storbritannia

I Storbritannia ble veksten i 1995 dempet av en strammere finans- og pengepolitikk samt fall i eksportveksten. Siden begynnelsen av 1995 har den kvartalsvise BNP-veksten ligget rundt 2 prosent i årlig rate, noe under den mellomlang-siktige trenden.

Britisk økonomi er nå inne i en periode med konsumledet vekst etter å ha opplevd en eksportledet oppgang fram til 1995. Eksportveksten har avtatt i kjølvannet av den svakere utvikling i Kontinental-Europa. Veksttakten i privat konsum har imidlertid holdt seg stabil, og konsumet forventes fortsatt å være den viktigste drivkraften bak den økonomiske veksten. Det har sammenheng med at disponibel inntekt har økt, blant annet som følge av lavere renter, lettelser i personbeskatningen og enkelte engangsutbetalinger. Vårt anslag for inneværende år er en BNP-vekst på 2¹/₄ prosent. Vi tror at gradvis tiltakende vekst i privat konsum og i eksporten gjør at BNP-veksten neste år øker til 3 prosent.

Konsumprisveksten var 2,1 prosent i august. Eksklusive boliglånsrenter var tolv månedersraten 2,8 prosent. På kort sikt ventes prisstigningen å avta noe, og det er grunn til å tro at infla-

sjonsmålet på 2¹/₂ prosent (som gjelder for prisveksten eksklusive boliglånsrenter) nås i begynnelsen av 1997. På litt lengre sikt er imidlertid inflasjonsbildet mer usikkert, noe som også reflekteres i den siste tids diskusjon mellom Bank of England og Treasury om hvor nær britisk økonomi er kapasitetsskrankene. De administrerte rentene er blitt satt ned med 100 basispunkter det siste året, og det siste rentekuttet skjedde 6. juni.

I Storbritannia er budsjettkonsolideringen blitt komplisert av at skatteinntektene har økt mindre enn regjeringen hadde forventet. Dette gjelder først og fremst merverdiavgiftene og bedriftsskattene. I fjor var budsjettunderskuddet 5,7 prosent av BNP. Inneværende år ventes underskuddet å avta til 4¹/₄ prosent, mens en neste år regner med at budsjettunderskuddet som andel av BNP vil være 3¹/₄ prosent.

Kortvarig vekstpause i Norden?

I Sverige har eksporten vært den viktigste drivkraften bak veksten de siste årene. Mot slutten av fjoråret viste imidlertid eksporten en svak utvikling, og dette sammen med en stram finanspolitikk bidrog til en klar avdemping av veksten i svensk økonomi. Etterspørselen fra privat sektor har ikke vært tilstrekkelig til å hindre en slik avdemping. Den svake konsumveksten skyldes at husholdningenes tillit til den økonomiske utvikling er relativt svak, og at arbeidsledigheten fortsatt er høy (9,0 prosent i august). Vi legger imidlertid til grunn at økt reallønnsvekst, lavere renter og et forventet fall i den relativt høye sparerate vil gi økt privat etterspørsel i tiden fremover. En forbedret konjunktursituasjon i Europa vil virke positivt på eksportveksten, mens høy lønnsvekst og betydelig appresiering av den svenske kronen det siste året kan trekke i motsatt retning. Vi legger til grunn at svensk økonomi er på vei inn i en moderat oppgang. Inneværende år venter vi en BNP-vekst på 1¹/₄ prosent, økende til 2 prosent i 1997.

I Sverige er det en høyt prioritert oppgave å rette opp ubalansene i de offentlige budsjetter. Revideringen av konvergensprogrammet i forbindelse med vårbudsjettet medførte ytterligere innstramminger. Økende tillit til finanspolitikken har bidratt til appresiering av den svenske kronen og lavere differanse mot de tyske langsiktige rentene.

Inflasjonen har ligget lavt i 1996, og tolvmånedersraten var 0,3 prosent i august. Noe av den lavere inflasjonen kan tilskrives redusert moms på mat og fall i husleiekostnader som følge av de lavere rentene. I tillegg har den svakere konjunktursituasjonen og lavere importert inflasjon på grunn av en styrket krone bidratt til å dempe prispresset. Vårt inflasjonsanslag for 1996 er 1 prosent. Forventning om økte etterspørselsimpulser og bortfall av effekten av momsreduksjonen gjør at vi venter en prisstigning på $2\frac{1}{4}$ prosent for neste år. Det lave prispresset i svensk økonomi har gjort det mulig for Sveriges Riksbank å redusere de administrerte rentene med rundt $3\frac{3}{4}$ prosentpoeng så langt i år.

I Danmark bidrog lavere eksportvekst til en klar avdemping av veksten mot slutten av fjoråret. Det ser imidlertid ut til at aktiviteten relativt raskt vil ta seg opp igjen. Høy lønnsvekst og lavere renter sammen med økende privat formue som følge av økte boligpriser, gjør at en venter positive vekstbidrag fra innenlandsk etterspørsel. Den økonomiske utviklingen er imidlertid følsom overfor utviklingen i resten av Europa, og da særlig i Tyskland. Vårt anslag for BNP-veksten i 1996 er $1\frac{3}{4}$ prosent, og hviler på en forutsetning om en moderat oppgang blant Danmarks handelspartnere. Til neste år ventes veksten å øke til $2\frac{1}{2}$ prosent.

De administrerte rentene er redusert med rundt ett prosentpoeng hittil i år. Relativt stabil valutakurs, understøttet av en bedring i budsjettbalansen og få tegn til inflasjonspress, har gjort dette mulig. Lønnsveksten har økt til rundt fire prosent, men lav importert inflasjon har bidratt til at konsumprisveksten har holdt seg rundt 2 prosent i første halvdel av 1996. Et strammere arbeids-

marked og økte indirekte skatter vil trolig føre til økt inflasjon i 1997. Vi venter at inflasjonen holder seg rundt 2 prosent i år, økende til $2\frac{1}{4}$ prosent neste år.

I likhet med Danmark og Sverige avtok eksportveksten også i Finland i 1995. Men fortsatt investeringsvekst og tiltakende vekst i privat konsum har bidratt til å dempe nedgangen i BNP-veksten. Lavere renter kan gjøre at en vil få positive vekstbidrag fra privat sektor også i tiden fremover. I tillegg er den høye gjeldsraten til husholdninger og bedrifter, som tidligere bidrog til lav etterspørsel, nå redusert. Imidlertid kan små lønns tillegg og fortsatt høy ledighet (16,2 prosent i juli) virke dempende på privat etterspørsel. Vekstutsiktene avhenger også av utviklingen i eksportsektoren. Svakere utvikling i papir- og trevareindustrien trekker i negativ retning, mens økt vekst i Europa vil gi et positivt bidrag. Vi tror at veksten i Finland blir $2\frac{1}{2}$ prosent i år, og at den øker til $3\frac{1}{2}$ prosent neste år.

De finske myndigheter har lagt opp til en kraftig finanspolitisk innstrammning, og kunngjorde nylig ytterligere tiltak som vil bringe det offentlige underskuddet ned til 3 prosent av BNP i år og $1\frac{1}{2}$ prosent til neste år. Offentlig sektors bruttogjeld vil i 1997 falle til 61 prosent av BNP. Dette har bidratt til en betydelig reduksjon i rentedifferansen mot de langsiktige tyske rentene.

Konsumprisveksten har vært svært lav i 1996. Dette skyldes ledig produksjonskapasitet samt fall i prisene som følge av EU-medlemskapet. Den moderate lønnsveksten vil virke dempende på prisveksten. Vår prognose for konsumprisveksten i 1996 er 1 prosent. Når engangseffekten av EU-medlemskapet avtar, ventes inflasjonen å øke til $2\frac{1}{4}$ prosent i 1997.

Aktuell utdyping: Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering

I USA og de fleste europeiske land har den offentlige gjelden vokst markant i de siste tiår som følge av vedvarende underskudd i de offentlige budsjetter (se figur 4). En tiltakende offentlig gjeld øker de offentlige renteutbetalingene, og disse må finansieres enten ved økte skatter eller ved redusert offentlig innsats på andre områder. Dette kan bli særlig problematisk i tiden fremover, fordi en stadig mindre del av befolkningen vil være i yrkesaktiv alder. Ikke minst for Japan vil dette kunne bli et problem. Hensynet til statsfinansene i industrilandene tilsier derfor at det er behov for finanspolitiske innstramminger. Den finanspolitiske konsolideringen vil følgelig være en sentral faktor som påvirker konjunkturutviklingen i tiden fremover. Det hersker betydelig usikkerhet om hvordan denne konsolideringen vil påvirke økonomiene. Usikkerheten knytter seg både til hvilken politikk som vil bli ført for å redusere budsjettunderskuddene i de ulike land, og de kortsiktige makroøkonomiske virkningene av finanspolitisk konsolidering.

Det er vanlig å anta at en finanspolitisk konsolidering vil virke kontraktivt på økonomien gjennom å redusere etterspørselen. Dersom konsolideringen hovedsakelig skjer på utgiftssiden, reduseres offentlig etterspørsel, og dersom den hovedsakelig skjer ved skatteøkninger, vil privat etterspørsel bli lavere. Redusert etterspørsel fører til lavere aktivitetsnivå og inntekt, noe som medfører ytterligere nedgang i privat etterspørsel. For land med flytende valutakurs vil den kontraktive effekten bli noe dempet, fordi strammere finanspolitikk (økt offentlig sparing) kan gi lavere renter og en depresierende valuta. Lavere renter bidrar til å holde den innenlandske etterspørselen oppe, mens valutadepresiering bidrar til økt eksport.

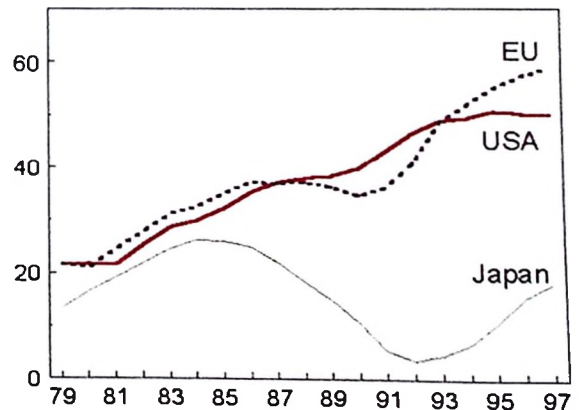
I den senere tiden har det imidlertid vært pekt på at en gjennom en slik tilnærming ikke tar hensyn til viktige effekter av en finanspolitisk innstramming. For det første overser en viktige etterspørselseffekter, og for det andre kan finanspolitisk konsolidering ha positive effekter gjennom tilbudssiden.

Det er særlig to etterspørselsvirkninger som er verdt å merke seg. Den første er at forventningen

om lavere offentlige utgifter i fremtiden impliserer en forventning om reduksjon i fremtidig skattebyrde, altså en netto formuesøkning for privat sektor. Forventningen om dette kan bidra til økt etterspørsel også i dag. Den andre er at en finanspolitisk konsolidering vil kunne fjerne usikkerheten om fremtidig politikk. Mindre usikkerhet om innretningen av fremtidig finanspolitikk kan bidra til at privat sektor reduserer sin spare-rate, noe som bidrar til økt etterspørsel. Redusert usikkerhet kan også skape forventninger om at den offentlige gjeldsutviklingen er under bedre kontroll, noe som igjen kan redusere inflasjonsforventninger og risikopremier og gi lavere rentenivå. Et eksempel på dette er den kraftige reduksjonen i rentedifferanse mellom Sverige og andre land som følge av bedre kontroll med den offentlige gjeldsutviklingen.

For å vurdere konjunkturvirkningene av en finanspolitisk konsolidering må en også ta hensyn til de effekter en innstramming kan ha gjennom økonomiens tilbudsside. Disse effektene er avhengig av sammensetningen av innstrammingen. Det er derfor ikke tilstrekkelig å se på aggregerte makroøkonomiske størrelser som budsjettunderskudd alene: en må også konsentrere oppmerksomheten om hva de ulike tiltakene består i. Dersom innstramminger skjer gjennom skatte-

Figur 4. Utviklingen i offentlig forvaltnings nettogjeld som prosent av BNP



Kilde: OECD.

økninger eller lavere utgifter til lønnsom offentlig infrastruktur, kan dette ha kontraktiv effekt gjennom tilbudssiden, mens for eksempel innstramminger gjennom effektivisering av offentlig sektor kan ha positive effekter gjennom tilbudssiden.

De kontraktive effektene av finanspolitisk konsolidering kan altså dempes, eller endog snus, gjennom disse effektene. Resultatet av den finanspolitiske konsolideringen er derfor avhengig av hvilke forventninger konsolideringen utløser om fremtidig politikk og av sammensetningen av politikkpakkene.

Forventningseffektene av den finanspolitiske konsolidering avhenger således av den troverdighet og tillit myndighetene og deres politikk har. Nettopp troverdighet vil kunne være sentralt for konjunkturutviklingen i den nærmeste tiden. Det synes særlig i de europeiske land å herske en viss usikkerhet om innretningen av finanspolitikken fremover. Selv om landene har annonsert at de vil redusere de offentlige budsjettunderskuddene, er det så langt ikke klart at de offentlige underskuddene i toneangivende europeiske økonomier er på vei ned. Det hersker også usikkerhet om hvor raskt og hvor mye det er politisk mulig å redusere underskuddene. Dette gjelder særlig i Frankrike.

De politiske vanskelighetene med å redusere budsjettunderskuddene i Europa blir forsterket av den vanskelige konjunktursituasjonen fordi den gir høyere offentlige utgifter, for eksempel til arbeidsledighetstrygd. Det er også en fare for at de manglende resultater hittil når det gjelder å redusere budsjettunderskuddene, svekker tilliten til den økonomiske politikken. På denne måten kan en få en sirkel hvor manglende tillit gjør konjunkturutviklingen svakere gjennom lavere etterspørsel og høyere renter, noe som i neste omgang gjør det enda vanskeligere å redusere budsjettunderskuddene.

Det er mulig at effektene gjennom tilbudssiden kan gi en positiv stimulans til de europeiske økonomier. Både i Tyskland og i Frankrike utgjør slike tiltak elementer i den politikk som er annonsert. I de fleste tilfeller vil imidlertid strukturendringer og tilbudssidetiltak først og fremst gi resultater på litt sikt. For konjunktursituasjonen kan derfor disse tiltakene ha begrenset effekt i den nærmeste tiden. En mulighet er likevel at gjennomføringen av tiltakene kan være med på å gi økt troverdighet og redusert politikkusikker-

het, og på denne måten bidra til en bedre konjunkturutvikling.

I en egen ramme diskuteres det hva empirien sier om konjunkturvirkningene av finanspolitisk konsolidering.

Diskusjonen ovenfor viste at konjunkturvirkningene av finanspolitisk konsolidering blant annet avhenger av hvordan rentene blir påvirket. Redusert budsjettunderskudd kan lede til lavere renter både gjennom økt sparing og gjennom lavere risikopremier i rentene. Et sentralt spørsmål er om utviklingen i retning av mer integrerte finansmarkeder kan ha påvirket sammenhengen mellom finanspolitisk konsolidering og renter. Mange vil for eksempel mene at integrerte finansmarkeder har gjort at en i større grad må snakke om et globalt realrentenivå som blir bestemt i samspillet mellom global sparing og global investering. Endringer i offentlig sparing i små land isolert vil dermed få liten betydning for det globale realrentenivået. På den annen side kan økt sparing i store land lede til lavere realrenter. Industrilandenes betydelige rolle i verdensøkonomien gjør det rimelig å anta at finanspolitisk konsolidering i disse landene kunne påvirke det globale realrentenivået. Utviklingen i retning av et globalt realrentenivå kan svekke bindingen mellom finanspolitisk konsolidering og renteendringer i de enkelte land. Isolert sett vil dette gjøre virkningene av finanspolitisk tilstramming mer usikker.

Det har også vært en diskusjon i det siste om hva som vil skje dersom mange land samtidig fører en strammere finanspolitikk. I utgangspunktet vil en tro at dette vil forsterke de kontraktive effektene i de enkelte land. Årsaken er at en i tillegg til den reduserte innenlandske etterspørselen også vil få nedgang i etterspørselen etter landets eksportprodukter. Men det er også viktig å ta hensyn til hva som skjer med rentene. Dersom et lite land er alene om å føre en stram finanspolitikk, er det ikke opplagt at landet får noen motvirkende effekt gjennom lavere rentenivå. Den strammere finanspolitikken kan riktignok redusere (nasjonale) risikopremier og inflasjonsforventninger, men en kan ikke utelukke at dette noen ganger blir oppveid av en økning i det internasjonale rentenivået. Når mange land driver finanspolitisk konsolidering, vil det kunne øke sannsynligheten for at rentenivået i et lite land faller, men samtidig vil eksporten dempes på grunn av svakere etterspørselsvekst i utlandet.

Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering: Hva sier modellsimuleringer og empiri?

Både OECD og IMF har foretatt studier av hvordan finanspolitisk konsolidering påvirker konjunkturutviklingen.¹⁾

OECD har beregnet virkningene av at USA, Japan og landene i EU foretar finanspolitisk konsolidering tilstrekkelig til å oppnå budsjettbalanse i år 2001. I beregningene skilles det mellom tilfellet hvor kun en av de tre regionene foretar innstramminger, og tilfellet hvor alle land gjør det samtidig. I sine analyser har OECD antatt at forventningseffekten av strammere politikk gjør at rentene går ned. I forhold til en situasjon hvor det ikke foretas finanspolitisk konsolidering, anslås det at en samtidig finanspolitisk konsolidering vil gi et fall i de langsiktige rentene i 1997 med 30 basispunkter i USA, 10 basispunkter i Japan og 50 basispunkter i EU-landene. Dersom bare en av regionene foretar innstramming, vil renteeffekten være noe svakere.

OECD finner i sine simuleringer at finanspolitisk konsolidering vil virke kontraktivt på kort sikt, men ekspansivt på mellomlang sikt. Den kontraktive effekten på kort sikt er sterkest dersom alle landene foretar finanspolitisk konsolidering samtidig. I dette tilfellet vil vekstraten for 1997 falle med om lag 0,6 prosentpoeng i USA, 0,8 prosentpoeng i Japan og 0,7 prosentpoeng i EU-landene. Men fra 1998-1999 vil vekstratene være høyere dersom en foretar finanspolitisk konsolidering i alle landene. Dersom kun en av regionene foretar konsolidering, blir den kontraktive effekten svakere, og nedgangen i vekstrater snus tidligere. En viktig grunn til det er at i dette tilfellet opplever landet som foretar konsolidering, depresierende valuta og styrket konkurransevne.

OECDs resultater indikerer altså at det er ekspansive effekter av finanspolitisk konsolidering på litt sikt, men at de kontraktive elementene dominerer på kort sikt. Det kritiske for denne konklusjonen er naturligvis hvor mye rentene endres som følge av konsolideringen, siden dette i tillegg til valutakurseffekter er den drivende kraft bak OECDs analyse. Dersom rentefallet blir sterkere enn det OECD har forutsatt i

sine analyser, vil de kontraktive effektene av finanspolitisk konsolidering bli dempet, både fordi etterspørselen holdes oppe og fordi valutakursen depresierer mer. Det er også verdt å merke seg at viktige etterspørselseffekter og tilbuds-effekter kan komme i tillegg til rente- og valutakursendringene OECD studerer i sine analyser, jf. diskusjonen i avsnitt 2. Selv om resultatene av simuleringene er svært avhengige av hvilke forutsetninger som er lagt til grunn, gir de viktige bidrag til å belyse de ulike virkningene av finanspolitisk konsolidering, samt gi omtrentlige kvantitative anslag på noen av de viktigste effektene.

IMF har studert en rekke tidligere finanspolitiske konsolideringer. De finner at konsolidering både kan virke ekspansivt og kontraktivt på kort sikt. Jo mer av konsolideringen som består av utgiftskutt, og jo mindre som består av skatteøkninger, jo større er sannsynligheten for å motvirke kontraksjon. De tilfeller av finanspolitisk konsolidering som har gitt de beste resultater, har vært kjennetegnet av ikke bare å redusere budsjettunderskuddet, men også av strukturreformer. I disse tilfellene synes det som om tilliten til konsolideringen har vært større, og rentene har følgelig falt mer. På den annen side finner ikke IMF noen klar sammenheng mellom depresierende valutakurs og sannsynlighet for å motvirke kontraksjon.

De studier som er foretatt, gir ikke noe entydig svar på de kortsiktige virkningene av finanspolitisk konsolidering. Studiene gir likevel viktige premisser for hva som skal til for at en finanspolitisk konsolidering skal gi vellykkede resultater. En konsistent og forutsigbar politikk koblet med strukturreformer gir den største nedgangen i renter, samtidig som tilbudssidetiltakene over tid sikrer økt verdiskapning.

¹⁾ IMF (1996): «Fiscal challenges facing industrial countries», *World Economic Outlook*, May, 44-62.

OECD (1996): «General assessment of the economic situation», *Economic Outlook*, June, 1-27.

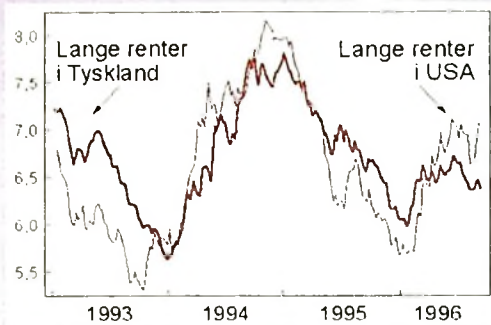
Korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter

De senere årene har vi sett en sterk korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter i ulike land (se figur). Det har vært en del diskusjon om hva årsaken til det kan være, og ulike forklaringer er blitt foreslått. En typisk *makroøkonomisk forklaring* tar utgangspunkt i at nominelle renter grovt sett kan betraktes som summen av realrenter og inflasjonsforventninger. Korrelasjon mellom nominelle renter innebærer at det enten må være en korrelasjon mellom realrenter i ulike land og/eller korrelasjon mellom inflasjonsforventninger. Mange mener at den økte integrasjon mellom landenes finansmarkeder har ledet til det en gjerne kaller en global realrente. Den globale realrenten blir bestemt slik at landenes sparing skal være lik landenes investeringer. Økt sparing i et lite land vil få liten innvirkning på den samlede sparingen, og dermed heller ikke særlig betydning for det globale realrentenivået. På den annen side vil økt budsjetunderskudd (reduert offentlig sparing) i store land kunne redusere den samlede sparingen tilstrekkelig mye til at det blir et press oppover på realrenten. Dette vil påvirke realrenter og dermed også nominelle renter i mange land. Det er også mulig å tenke seg at det kan være en korrelasjon mellom inflasjonsforventninger i ulike land. Slik korrelasjon kan enten skyldes store endringer i råvarepriser eller synkroniserte endringer i aktørenes oppfatning av konjunkturutvikling og inflasjonspress i de enkelte land.

Det er ikke opplagt at slike makroøkonomiske forklaringer er tilstrekkelig til å forklare den sterke samvariasjonen mellom langsiktige nominelle renter. Empiriske studier finner at selv om realrentene i ulike land konvergerer, er det fortsatt forskjeller i disse rentene.¹⁾ Inflasjonsforventningene burde også kunne utvikle seg forskjellig i ulike land, blant annet fordi konjunktursyklene er blitt mindre synkronisert de senere år.²⁾ Makroøkonomiske forhold vil derfor ikke nødvendigvis lede til korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter i ulike land. Dette har motivert mer *tekniske forklaringer* på denne korrelasjonen. Slike forklaringer ser på handlingsregler til store internasjonale investorer. Det er for eksempel blitt hevdet at den kraftige oppgangen i langsiktige renter i 1994 delvis skyldes at investorenes obligasjonskursstap i USA gjorde at de måtte selge sine lånefinansierte obligasjonsbeholdninger både i USA og Europa.

De makroøkonomiske forklaringene og de mer tekniske forklaringene på korrelasjonen mellom langsiktige renter er selvfølgelig ikke gjensidig utelukkende. Det er kanskje slik at en vil finne elementer av begge typer forklaringer når en analyserer renteendringer i ulike land.

Vi har gjort en empirisk studie av hva som bestemmer de langsiktige rentene. I en regresjonsmodell benyttet vi fire renteserier: kortsiktige og langsiktige renter i Tyskland og USA. Vi valgte å forklare



de den langsiktige renten i Tyskland med de tre andre rentene. En slik regresjonsmodell er bare fornuftig dersom en kan betrakte de tre forklaringsvariablene som eksogene i forhold til den langsiktige renten i Tyskland. For de kortsiktige rentene kan dette være en rimelig antakelse, siden disse i hovedsak blir bestemt av den selvstendige pengepolitikken til Bundesbank og Federal Reserve. Hvorvidt det også er rimelig å betrakte den langsiktige amerikanske renten som eksogen, er relatert til spørsmålet om kausaliteten går fra amerikanske langsiktige renter til europeiske, eller om de to rentene blir bestemt simultant. Det er vanskelig å teste dette empirisk. Mange synes likevel å mene at kausaliteten går fra de amerikanske obligasjonsmarkedene til de europeiske, og vi har lagt en slik forutsetning til grunn for vår analyse.

I regresjonsanalysen benyttet vi ukentlige renteobservasjoner for perioden januar 1990 til juni 1996. Vi har brukt tremåneders eurorenter som kortsiktige renter, mens de langsiktige rentene er representert ved rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid. Regresjonsmodellen ble formulert som en såkalt feiljusteringsmodell, som gjør det mulig å skille mellom sammenhenger på kort og lang sikt. Vi fant blant annet at en oppgang i den amerikanske langsiktige renten på 100 basispunkter på kort sikt (en uke) ville lede til en oppgang i den tyske langsiktige renten på 36 basispunkter, mens oppgangen på lang sikt (etter flere uker) ville være 76 basispunkter. Vi fant også at den langsiktige amerikanske renten var viktigere enn den kortsiktige tyske renten når det gjaldt å forklare utviklingen i den langsiktige tyske renten.

Regresjonsresultatene viser at det er en sterk binding mellom langsiktige renter i USA og Tyskland, men at det ikke er en en-til-en sammenheng mellom disse. Dette stemmer godt overens med markedscommentarer en ofte hører om at de europeiske langsiktige rentene fulgte endringen i amerikanske langsiktige renter, men at utslaget var mindre i de europeiske markedene.

1) OECD (1995): «Real long-term interest rates: The Evidence from pooled-time-series», *Economic Studies* No 25, 75-108.

2) OECD (1994): «The desynchronisation of OECD business cycles», *Economic Outlook*, June, 37-44.

Det er derfor ikke opplagt i hvilken situasjon virkningene av finanspolitisk tilstramming i et lite land er sterkest - når landet gjør det alene, eller når mange land gjør det samtidig. I en analyse av dette må en ta hensyn til i hvilken grad rentenivået innenlands blir bestemt av det som skjer internasjonalt og hvor åpen økonomi landet har. Dersom rentenivået i stor grad blir bestemt utenfor landets grenser, og landet har en liten internasjonal handel, kan det være en fordel for landet at mange land samtidig strammer til finanspolitikken. Enkelte vil hevde at dette er situasjonen for de europeiske landene. De langsiktige europeiske rentene har de siste årene vært sterkt korrelert med de langsiktige rentene i USA, samtidig som de europeiske landene har relativt liten handel med USA. Dersom bindingen mellom disse rentene ikke brytes i tiden fremover, kan det være en fordel for de europeiske landene om USA og Europa samtidig fører en strammere finanspolitikk.

Til tross for at det amerikanske budsjettunderskuddet som andel av BNP er mindre enn i de fleste europeiske land, vil mange derfor mene at siden den amerikanske økonomien er så stor, vil det være viktig for utviklingen i det internasjonale rentenivået at de amerikanske myndighetene får ned sitt budsjettunderskudd ytterligere. Det vil øke sannsynligheten for at også de europeiske rentene kan falle, og dermed behøver ikke en finanspolitisk konsolidering i Europa være spesielt kontraktiv. Det er imidlertid viktig å presisere at et slikt resonnement henger på at det er en kobling fra finanspolitisk tilstramming i USA til amerikanske og europeiske renter. Selv om enkelte synes å være overbevist om at så er tilfellet, gjenstår det å se om det er mulig å underbygge dette med grundige studier. I en egen ramme om korrelasjonen mellom langsiktige renter i ulike land diskuteres dette nærmere.



KONSUMPRISUTVIKLINGEN I NORGE FRA 1835 TIL 1996

Jon Petter Holter, spesialrådgiver i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Prisutviklingen inngår som en sentral størrelse i myndighetenes overvåking av landets økonomi. I brev til Finansdepartementet 19. april 1994 om utformingen av pengepolitikken på lang sikt skrev Norges Bank blant annet:

«Hovedmålene i den økonomiske politikken, slik det er uttrykt i Regjeringens langtidsprogram, er å sikre et varig grunnlag for full sysselsetting og en bærekraftig økonomisk vekst.... For å nå disse hovedmålene vil pengepolitikken gi det beste bidrag når den på lang sikt rettes inn mot opprettholdelse av lav pris- og kostnadsvekst.»

Det er altså den fremtidige prisutvikling som er i fokus. På den annen side er det også viktig å se tilbake på historien. Et annet forhold er at Norges Bank stadig får henvendelser utenfra om utviklingen i pengeverdien. Henvendelsene kan ha sammenheng med historieforskning, fornyelse av festeavgifter med klausuler om en form for prisregulering, arv og gaver - samt oppsetting av skuespill som skal dekke forhold i gamle dager. I denne artikkelen presenteres resultatene av et forsøk på å lage en *sammenhengende* indeks som dekker alle år i perioden 1835-1996. Beregningene for årene 1835-1865 bygger i stor grad på skjønn og anslag, og tallene er uoffisielle og uten ansvar for Norges Bank.

Spørsmål som jevnlig rettes til Norges Bank, er av typen:

«Hvor mange kroner må en disponere i dag for å få den samme verdi (kjøpekraft) som en krone hadde i 1910?»

«Hva ville 100 kroner i 1917 være verd i dag?»

«Hvor mye har kroneverdien sunket siden 1930?»

«Hva ville 10 speciedaler i 1835 svare til i dag?»

Statistisk sentralbyrå (SSB) har publisert konsumprisindekser som dekker alle år fra og med 1865. For tidligere år foreligger det ikke noen offisiell prisindeks. I 1978 utarbeidet Norges Bank en indeks som skulle gi et bilde av utviklingen i konsumprisene tilbake til 1835 som første år, men hvor perioden 1835-1865 bare hadde data for hvert tiende år. Det ble gjort på den måten at vi «kjedet» konsumprisindeksen 1901-1976 (Historisk statistikk 1978 fra SSB) med prisindeksen for privat konsum (Nasjonalregnskap 1865-1960, SSB) og torgpriser i Oslo for landbruksprodukter i 1835, 1845, 1855 og 1865 (Historisk statistikk 1968, SSB).

Når det gjelder prisindeksen for perioden 1835-1865 som Norges Bank selv har utarbeidet, har vi gjort brukerne uttrykkelig oppmerksomme på at tallene er uoffisielle og uten ansvar for Norges Bank. I en dom i Høyesterett i 1995 - i forbindelse med oppregulering av festeavtaler uten reguleringsklausul inngått i 1827 og 1854 - skjedde reguleringen på basis av den upubliserte indeks fra 1835, som underhånden var stilt til rådighet. I dommen sies det blant annet: «Den indeks som er benyttet har sine svakheter, men noe bedre har man ikke».

En av svakhetene ved perioden 1835-1865 har som nevnt vært at vi for denne bare har hatt 10-års intervaller. Vi har nå forsøkt å dekke de mellomliggende årene - samtidig som grunnlaget for beregningene er blitt utvidet. Grunnlaget for de nye beregningene har - foruten de nevnte torgpriser - blant annet vært årlige tall over markedspriser på korn og poteter som ble publisert av SSB i Statistiske oversikter 1948. Vi har for denne perioden skjønsmessig (av mangel på annen informasjon) lagt til grunn at av et matforbruk på 100 kg utgjorde kjøttforbruket 30% og forbruket av korn og poteter altså 70%. Videre har vi forut-

satt at den relative fordeling av areal dyrket jord brukt til hvete, rug, havre og poteter også kan benyttes som vektgrunnlag i forbrukssammensetningen av disse varene. Torgpriser for oksekjøtt, sauekjøtt og svinekjøtt foreligger bare for årene 1835, 1845, 1855 og 1865. Vi har noe forenklet forutsatt lineær utvikling mellom disse fire årene. Vektgrunnlaget bygger her på relativ fordeling av antall vinterfødd besetning, som endret seg lite i denne 30-års perioden. Den beregnede prisindeks for 1835-1865 er som tidligere kjedet sammen med SSBs prisindeks for privat konsum 1865-1920 (nasjonalregnskap) og konsumprisindeks 1920-1995 (Historisk statistikk 1994 fra SSB samt senere tall fra Statistisk månedshefte).

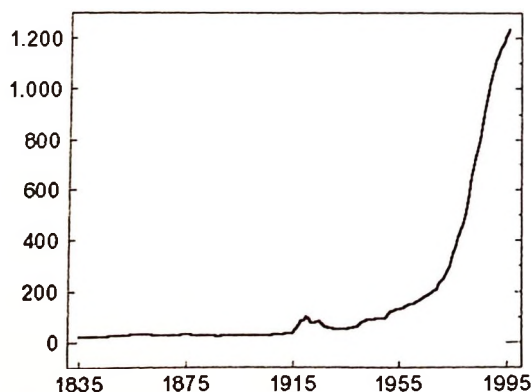
En må være oppmerksom på at sammensetningen i forbruket over en så lang periode som 1835-1996 har endret seg vesentlig. Dette representerer en utfordring når det gjelder alt arbeid med å lage pålitelige prisindekser. I Historisk statistikk 1994 sier SSB blant annet: «*De praktiske konsumprisberegninger må ha som målsetting å beregne kostnadene for et bestemt forbruk av varer og tjenester på ett tidspunkt i forhold til kostnadene for det samme forbruk på et annet tidspunkt*». Det fremgår videre at SSB i dag årlig innarbeider ajourførte vekter som omfatter resultater fra forbruksundersøkelsene fra de tre forutgående år.

Resultatene av Norges Banks beregninger er illustrert i de tre figurene nedenfor og i tabellen bak. Det at korn og poteter nå også er inkludert, fører til følgende nye indekstall for årene 1835, 1845 og 1855 - sammenliknet med den opprinnelige tallserien (1920=100):

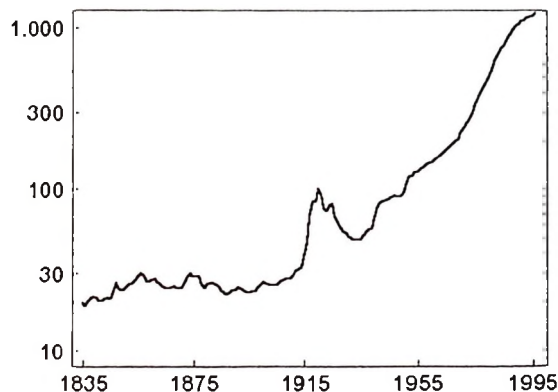
	Gammel serie	Ny serie
1835.....	19,1	19,8
1845.....	21,4	21,1
1855.....	30,7	28,8

Figur 1a og 1b viser den sammenkjedede indeks og gir følgelig uttrykk for den akkumulerte prisutvikling, mens figur 2 viser de årlige prosentvise endringstall. Vi ser av sistnevnte figur at prisutviklingen fram til omkring århundreskiftet var preget av svingninger omkring null (jf. også den flate utvikling i figur 1a). Dette må ses i sammenheng med blant annet skiftende jordbruksavlinger (se nærmere kommentarer under). I perioden 1915-1920 fant det sted en særdeles kraftig prisoppgang - sterkt påvirket av første verdenskrig (1914-1918). De etterfølgende år fram til 1933 var stort sett preget av nedgang i prisene - og er i første rekke et resultat av den såkalte «paripolitikk», der en nettopp tok sikte på å få til en prisnedgang slik at en kunne gjeninnføre gullinnløsningen til den gamle pariverdien som var fastsatt i 1875 (omtalt senere). Etter 1933 har vi bare hatt ett år - 1948 - med nedgang i prisene.

Figur 1a Sammenstilling av konsumprisindeksen 1835 - 1996. 1920=100

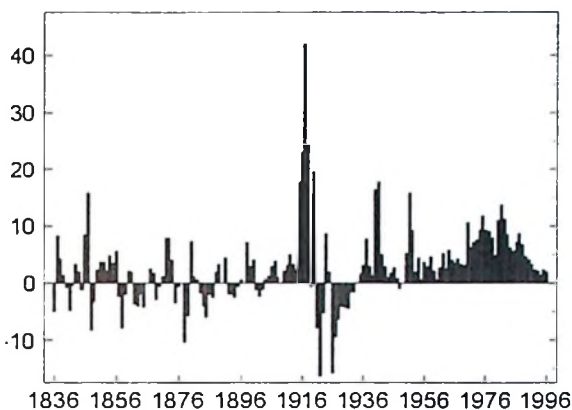


Figur 1b Sammenstilling av konsumprisindeksen 1835 - 1996. 1920=100. Logaritmisk skala¹⁾



¹⁾ Bruk av logaritmisk skala innebærer at en viss prosentvis endring gir et like stort utslag på kurven, uansett hvilken del vi ser på. Den gir dermed over hele perioden et godt visuelt bilde av hvor sterk prisstigningen har vært. Figur 1a gir på sin side bildet av prisenivået.

Figur 2 Årlig prosentvis endring i konsumprisindeksen 1836-1996



Nærmere omtale av en del perioder

I jubileumsboken «Norges Bank gjennom 150 år» (Gunnar Jahn, Alf Eriksen og Preben Munthe, Oslo 1966) er det gitt en nærmere omtale av enkelte år og perioder. I årene 1846 og 1847 fant det sted en sterk prisstigning idet den beregnede indeks som er lagt til grunn for denne artikkelen (se tabell bak) da viste en oppgang på hhv. 8,4% og 15,7%. Om forholdene da sier Gunnar Jahn i jubileumsboken blant annet (Jahn dekket beskrivelsen av årene 1816-1940):

«Det skulle ikke gjøre stillingen bedre at det europeiske jordbruk som helhet ga et meget dårlig høstutbytte i årene 1845-1847 og førte til at prisene ble høye på det korn vi var nødt til å innføre.... Kornhøsten i Norge lå hvert år fra 1846 til 1850 under middels, og i 1846 sviktet potet-høsten så å si fullstendig i landets viktigste jordbruksdistrikter.... Så vanskelige var forholdene her i landet at den norske stat i første halvår av 1847 til utgangen av august opphevet tollene på poteter og korn».

I perioden 1856-1865 sank prisene i henhold til indeksen med 20%. Om denne perioden sier Gunnar Jahn:

«Prisene på korn, som hadde tatt til å falle etter Krimkrigens slutt i 1856, fortsatte å synke helt til 1865».

I tidsrommet 1870-1890 var det - som vist nedenfor - store svingninger i prisnivået:

1870-1874:	+22,5%
1874-1879:	- 18,9%
1879-1882:	+ 9,2%
1882-1887:	- 15,2%
1887-1890:	+ 5,3%

Jahn omtaler disse periodene slik:

«Høykonjunkturen i første del av 1870-årene og det tilbakeslag som kom etter, kjennetegnes ved store svingninger i prisnivået. Svingningene kan beskrives ved en sterk stigning fra 1870 til 1874 etterfulgt av en betydelig nedgang til 1879, en stigning til 1882, nedgang til 1887 og oppgang fram til 1890».

Med første verdenskrig (1914-1918) fulgte år da prisstigningen var særdeles sterk. Høyest var inflasjonen i 1917 da prisene steg med hele 42%. Om dette sier Gunnar Jahn: «Som under enhver krig steg prisene raskt og da innløsningen av sedler mot gull var suspendert så å si i alle vest-europeiske land, var prisene ikke lenger knyttet til gulletts verdi. De to forhold som virket sterkest i 1917, var den uinnskrenkede ubåtkrig som Tyskland erklærte 31. januar, og at De forente stater gikk med i krigen i april måned og 15. juli innførte utførselsforbud. Begge deler gjorde at det fra da av ble ennå vanskeligere enn før å få varer til Norge.... Alt i mars bestemte Regjeringen at utmalingsgraden av korn skulle settes ned, og det sammalte mel - landsmelet - ble eneste brødmel.... Dette var tiltak som tok sikte på å dryge beholdningene av korn og mel».

I beskrivelsen av innledningen til 1920-årene sies det videre: «Mens krigsutbruddet i 1914 hadde betydd et avgjørende brudd med det grunnlag vår pengepolitikk hadde hvilt på helt fra vi fikk vårt eget pengevesen i 1816, kom 1920-årenes bestrebelse til å gå ut på å endre den usunne pengepolitiske kurs med prisstigning og synkende pengeverdi som var en arv fra krigstiden, og komme tilbake til de forhold som hersket før 1914».

Norges Banks beretning for 1920 ble skrevet av Nicolai Rygg. Her uttales det blant annet: «Efter at guldmyntefoten er suspendert og papirmyntefoten gjældende i næsten alle land, er den regulerende indflydelse faldt bort, og valutakursene bestemmes ved de forskjellige prisnivaaer saavel som ved de ekstraordinære forhold som indvirker paa omsætningsbalansen». Jahn pekte i jubileumsboken på det forhold at alle uttalelser av Norges Banks direksjon på denne tiden gav uttrykk for den pengepolitikk banken hadde til hensikt å føre. Det vesentligste var her at prisnivået skulle senkes slik at det kom på linje med andre land, og at dette skulle skje gjennom en stram kredittpolitikk.

Fra jubileumsboken sakser vi videre: «Tids-

rommet 1921-1928 er blitt kalt paripolitikkenes år, for i løpet av denne tiden ble den norske krone gullfestet til den gamle paritet. Det tok altså 8 år før vi nådde det mål som allerede tydelig var kommet til uttrykk i 1920 og begynnelsen av 1921, først og fremst fra Norges Bank. Vi fulgte den samme linje som var almene dengang: Gullfesting av pengene for å oppnå stabile valutakurser».

Indeksen viser at prisnivået sank kontinuerlig fra 1925 til 1934. I denne perioden sank prisene med nærmere 40%. Om den økonomiske depresjon i 1930-årene sier Jahn blant annet: «Som rimelig kan være kom verdenskrisen i 1930-årene til å ramme Norges økonomi sterkt, avhengig som den er av det som skjer ute på det økonomiske område. Depresjonen her hjemme fulgte det internasjonale mønster, satte inn i 1930, økte til og med 1932. I 1933 var det en ubetydelig framgang, og fra 1934 til 1937 var framgangen økende. Etter et tilbakeslag i 1938, bedret forholdene seg sterkt i 1939, påvirket av den krig man så komme og som brøt ut 1. september».

I 1940 og 1941 steg prisene sterkt - henholdsvis med 16,4% og 17,7%. Den moderate prisstigning i de etterfølgende år fram til rundt 1950, må vel ses i lys av rasjonering av varer samt subsidier og prisreguleringer. I 1951 hadde vi en ny topp i prisveksten. Om dette sier Jahn i sitt foredrag på Norges Banks representantskapsmøte i 1952: *Som alle vil kjenne til steg råstoffprisene sterkt etterat Koreakrigen brøt ut i juni 1950. Denne stigning skyldtes ikke så mye at det akkurat var mangel på råstoff, men at alle søkte å dekke sine framtidige behov. Svingningene i råstoffprisene har virket på de forskjellige lands prisstruktur, målt gjennom prisindeksene. Klarest kommer dette til uttrykk i engrosprisindeksen som er minst påvirket av innenlandske prisreguleringer og subsidier.*

Den vedvarende økning i prisnivået etter siste verdenskrig kan kanskje tilskrives den økonomiske politikk der en har økonomisk vekst og «full» sysselsetting som mål. Videre kan utviklingen i de organisasjonsmessige forhold ha ført til «stivheter» som i mindre grad gjorde seg gjeldende tidligere. De svingninger vi har hatt, kan

vel for en stor del tilskrives varierende inntektsoppgjør - kombinert med ulike former for økonomisk-politiske tiltak.

Når det gjelder de fire spørsmål i innledningen vil svarene - basert på indekstabellen - være:

- En krone i 1910 svarer til rundt 43 kroner i dag (1996).
- 100 kroner i 1917 svarer til rundt 1.822 kroner i dag.
- Siden 1930 har kroneverdien sunket til omtrent en 23-part av hva den var.
- 10 speciedaler - dvs. 40 kroner¹⁾ - i 1835 ville i dag svare til rundt 2.484 kroner.

1) Ved overgangen fra speciedaler til kroner i 1875 ble forholdet satt til: 1 speciedaler=4 kroner.

Kildemateriale:

Markedspriser på korn (hvete, rug, bygg og havre) og poteter for årene 1836-1865. Kr. pr. 100 kg. *Statistiske oversikter 1948 (SSB)*.

Arealet av dyrket jord i rikets bygder. Dekar. *Statistiske oversikter 1948 (SSB)*. (I artikkelen er dette omregnet til relativ fordeling knyttet til ovennevnte jordbruksprodukter i 1835 og 1865).

Torgpriser i Oslo for landbruksprodukter. (Oksekjøtt, sauekjøtt og svinekjøtt for årene 1835, 1845, 1855, 1865). *Historisk statistikk 1968 (SSB)*.

De alminnelige husdyr. a) Vinterfødd besetning. (Storfe, sauer og svin for årene 1835, 1845, 1855, 1865 - omregnet til relativ fordeling). *Statistiske oversikter 1948 (SSB)*.

Prisindekser privat konsum 1865-1920. *Nasjonalregnskap 1865-1960 (SSB)*.

Konsumprisindeks 1920-1992. *Historisk statistikk 1994 (SSB)*.

Konsumprisindeks 1992-1996. *Statistisk månedshefte (SSB)* og anslag for 1996.

Tabell. Sammenkjedet konsumprisindeks 1835 - 1995 (anslag for 1996). 1920=100.

(Tall for perioden 1835-1865 er beregnet internt i Norges Bank og pretenderer ikke å være offisiell statistikk.)

År	Indeks	År	Indeks	År	Indeks
1835	19,84	1890	23,73	1945	88,10
1836	18,87	1891	24,78	1946	90,48
1837	20,42	1892	24,33	1947	91,27
1838	21,28	1893	23,88	1948	90,48
1839	21,56	1894	23,28	1949	90,48
1840	21,41	1895	23,13	1950	95,24
1841	20,38	1896	23,28	1951	110,32
1842	20,31	1897	23,28	1952	120,63
1843	20,99	1898	24,93	1953	123,02
1844	21,39	1899	25,67	1954	128,57
1845	21,13	1900	26,72	1955	129,37
1846	22,91	1901	26,42	1956	134,13
1847	26,54	1902	25,82	1957	138,10
1848	24,38	1903	25,52	1958	144,44
1849	23,59	1904	25,67	1959	147,62
1850	24,15	1905	25,97	1960	148,41
1851	25,03	1906	26,72	1961	152,38
1852	25,96	1907	27,76	1962	160,32
1853	26,50	1908	28,06	1963	164,29
1854	27,79	1909	28,06	1964	173,81
1855	28,78	1910	28,66	1965	180,95
1856	30,38	1911	29,55	1966	187,30
1857	29,71	1912	31,04	1967	195,24
1858	27,36	1913	32,09	1968	201,59
1859	26,83	1914	32,84	1969	207,94
1860	27,43	1915	38,66	1970	230,16
1861	27,96	1916	47,61	1971	244,44
1862	26,96	1917	67,61	1972	261,90
1863	25,89	1918	84,18	1973	281,75
1864	25,38	1919	83,73	1974	307,94
1865	24,33	1920	100,00	1975	344,44
1866	24,33	1921	92,06	1976	376,19
1867	24,93	1922	76,98	1977	410,32
1868	25,37	1923	73,02	1978	442,86
1869	24,63	1924	79,37	1979	464,29
1870	24,48	1925	80,95	1980	515,08
1871	24,78	1926	68,25	1981	585,71
1872	26,72	1927	61,90	1982	651,59
1873	28,81	1928	57,94	1983	706,35
1874	30,00	1929	55,56	1984	750,79
1875	28,96	1930	53,17	1985	793,65
1876	28,81	1931	50,79	1986	850,79
1877	28,81	1932	50,00	1987	924,60
1878	25,82	1933	49,21	1988	986,51
1879	24,33	1934	49,21	1989	1.031,75
1880	26,12	1935	50,00	1990	1.074,60
1881	26,42	1936	51,59	1991	1.111,11
1882	26,57	1937	55,56	1992	1.137,30
1883	26,12	1938	57,14	1993	1.162,70
1884	25,07	1939	57,94	1994	1.179,37
1885	23,58	1940	67,46	1995	1.207,94
1886	23,13	1941	79,37	(1996)	(1.232,10)
1887	22,54	1942	83,33		
1888	22,99	1943	85,71		
1889	23,73	1944	86,51		

Vetle Hvidsten, spesialrådgiver i Statistikkavdelingen i Norges Bank

IMF vedtok i mars i år en ny internasjonal standard for spredning av statistikk - The Special Data Dissemination Standard. Foreløpig har 34 land, herunder Norge, sluttet seg til standarden. Standarden stiller omfattende krav til deltakerlandenes statistikkproduksjon. Deltakerlandene må dessuten gi opplysninger om statistikkproduksjonen - de såkalte «metadata» - til IMF's elektroniske oppslagstavle, som er tilknyttet Internett¹. Statistikkbrukere over hele verden vil derved blant annet få enkel tilgang til opplysninger om hvor dataseriene er tilgjengelige, og de vil også kunne kontrollere at landene som har sluttet seg til standarden, faktisk følger den.

Innledning

Bakgrunnen for etableringen av The Special Data Dissemination Standard (SDDS) er de siste års uro i de internasjonale finansielle markeder, særlig i kjølvannet av Mexico-krisen. Initiativet til å etablere standarden bygger på troen på at aktuell og dekkende statistikk, og åpenhet om statistikkproduksjonen, indirekte vil bidra til sunnere makroøkonomisk politikkutforming og bedre fungerende internasjonale finansmarkeder. Standarden omfatter data som støtter opp under analyse og beslutninger i finansmarkedene og er i særlig grad beregnet på land som ønsker tilgang til de internasjonale finansmarkedene. I tillegg arbeider IMF også med en minimumsstandard - The General Data Dissemination Standard (GDDS) - som er mindre krevende enn SDDS. Denne standarden er tenkt å omfatte alle medlemsland.

Standardens krav og Norges oppfyllelse

Kravene i SDDS er formulert av IMF i en egen håndbok²). Standarden stiller krav til statistikkproduksjonen når det gjelder dekning, hyppighet, aktualitet, publikums tilgang til dataene, integritet i statistikkproduksjonen og statistikkkvalitet. For å kunne delta må landene forplikte seg til å tilfredsstille standardens krav innen utgangen av overgangsperioden, som avsluttes 31. desember 1998. Det er imidlertid innebygget noe fleksibilitet i standarden ved at det for inntil 2

statistikkategorier (utenom internasjonale reserver, nasjonalregnskap og utenriksregnskap) gis unntak for de absolutte kravene til hyppighet og aktualitet.

Dekning, hyppighet og aktualitet

Standarden fokuserer på de statistikkområdene som er viktigst for beskrivelsen av makroøkonomisk utvikling og politikk. Dataene er delt inn i 4 hovedgrupper (realøkonomi, offentlig sektor, finansiell sektor og utenriksøkonomi) som igjen er inndelt i 18 statistikkategorier³). Standardens krav til hyppighet og aktualitet avhenger av statistikkategori. For eksempel kreves det dagsserier for renter, valutakurser og aksjekursindekser og månedsserier for prisindekser, produksjonsindekser, internasjonale reserver, regnskaper for statsforvaltningen, utenrikshandelsstatistikk samt analysedata for banksektoren og sentralbanken. Kravene til dataserienes aktualitet varierer fra 1 uke for internasjonale reserver til 6 måneder for regnskapsstatistikk for offentlig sektor. Både for nasjonalregnskapet og utenriksregn-

1) Metadata betyr «data om data». Internettadressen er <http://dsbb.imf.org>.

2) «Guide to the Data Dissemination Standards. Module 1: The Special Data Dissemination Standard». International Monetary Fund, Washington, D.C. Foreløpig utgave. Mai 1996.

3) Av de 18 statistikkategoriene som SDDS setter krav til, utarbeides 13 i Statistisk sentralbyrå (hvorav 2 i samarbeid med Finansdepartementet), mens Norges Bank har ansvar for 5.

skapet kreves det kvartalstall som må foreligge innen ett kvartal.

Det er et krav til landene som slutter seg til standarden, at de senest innen 3 måneder etter tegning sender inn opplysninger om statistikken samt erklæringer om hvilke statistikkområder som skal videreutvikles for å imøtekomme standardens krav innen utgangen av overgangsperioden.

Det praktiske arbeidet med å fremskaffe norske metadata er lagt til en arbeidsgruppe - «Datspredningsgruppen» - som har representanter fra Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå (SSB). Datspredningsgruppen har kartlagt hva som er nødvendig for at Norge skal tilfredsstille SDDS-kravene innen utgangen av overgangsperioden. Av de 18 datakategoriene som standarden stiller krav til, oppfyller Norge i dag kravene til 10. De 8 kategoriene som Norge i dag ikke fullt ut tilfredsstiller kravene til, er:

- Analysedata for banksektoren⁴⁾
- Norges Banks balanse
- Internasjonale reserver
- Lønnsstatistikk
- Internasjonal investeringsposisjon⁵⁾
- Regnskapsstatistikk for offentlig sektor
- Regnskapsstatistikk for statsforvaltningen
- Statsforvaltningens gjeld

Når det gjelder kategoriene analysedata for banksektoren, Norges Banks balanse, internasjonale reserver og lønnsstatistikk er det stort sett bare kravet til aktualitet som ikke oppfylles i dag, idet disse utgis senere enn hva SDDS krever. Etter Norges Banks planer vil kravene til de 3 første statistikkategoriene bli oppfylt i løpet av noen måneder, mens aktualitetskravet til lønnsstatistikken etter SSBs planer oppfylles i løpet av 1997.

For internasjonal investeringsposisjon, som er en ny statistikkategori for de fleste landene, vil det foreløpig være tilstrekkelig for SDDS at det lages en plan for hvordan statistikkategorien skal utvikles.

Regnskapsstatistikk for offentlig sektor tilfredsstiller ikke standardens krav til aktualitet, mens regnskapsstatistikken for statsforvaltningen og statsforvaltningens gjeld publiseres min-

dre hyppig og med dårligere aktualitet enn kravene. Minst en av disse 3 statistikkategoriene innenfor offentlig sektor må forbedres for at minimumskravene i SDDS skal oppfylles av Norge innen utgangen av 1998.

Tilgjengelighet

Standarden fremhever at offisiell statistikk er et «allment gode» og at rask og lik tilgang til data er et ønske fra statistikkbrukerne. For å tilfredsstille dette ønsket krever SDDS spredning av publiseringskalendere i form av kvartalskalendere og ukekalendere og fremholder prinsippet om «samtidig utgivelse» av data til allmennheten. Kravet om samtidig utgivelse til alle parter bygger på at data er verdifull informasjon. Typen data avgjør om «samtidig» skal tolkes som «i samme sekund» eller mindre strengt.

Statistisk sentralbyrå utgir publiseringskalender i januar for kommende år, og har kalender i «Økonomiske Analyser» for data som kommer i neste utgave og i «Ukens statistikk» for kommende uke. SSB vil innføre kvartalsvise publiseringskalendere i 1997. Norges Bank har hittil ikke utgitt faste publiseringskalendere for sin statistikkproduksjon. Norges Bank vil imidlertid i løpet av høsten 1996 innføre faste publiseringsdatoer for følgende statistikkategorier:

første arbeidsdag kredittindikatoren (K1) og
i måneden: pengemengdestatistikken (M2) (for måned -2, dvs. nest siste måned) samt forklaringskomponentene i pengemengdestatistikken (for måned -3),

femte arbeidsdag internasjonale reserver (for
i måneden: måneden før)

tiende arbeidsdag Norges Banks balanse (for
i måneden: måneden før).

Kravet om samtidig utgivelse til publikum synes å være oppfylt for alle norske datakategorier SDDS omfatter.

Integritet

Statistikkbrukerne må ha tillit til at statistikkproduksjonen skjer på en objektiv og profesjonell måte. Åpenhet om statistikkproduksjonen kan

⁴⁾ Dekkes i hovedsak av kredittindikatoren og pengemengdestatistikken.

⁵⁾ Inneholder bl.a. direkte investeringer og porteføljeinvesteringer mellom Norge og utlandet.

bidra til å oppnå slik tillit. Standarden setter derfor krav om at landene for hver statistikkategori skal:

- oppgi under hvilke betingelser offisiell statistikk blir produsert
- identifisere eventuell tilgang til data som offentlige myndigheter måtte ha før utgivelse
- identifisere eventuelle kommentarer fra offentlige myndigheter (utenom statistikkmyndighetene) direkte knyttet til statistikkutgivelsen
- oppgi hva som ligger til grunn for revisjoner og hvordan metodeendringer varsles

Statistikk blir utarbeidet av ulike statistikkprodusenter og under ulike betingelser. Nasjonale statistikkbyråer (som SSB) vil ofte bygge sin statistikkproduksjon på statistikklover, mens andre statistikkprodusenter kan ha sine egne regler. Bakgrunnen for kravet om å oppgi betingelsene for statistikkproduksjonen er å få fram eventuelle bånd mellom statistikkprodusentene og øvrige offentlige myndigheter.

Når det gjelder identifikasjon av eventuell tilgang til data og kommentarer som offentlige myndigheter måtte ha før og ved utgivelsen, ligger det ikke i dette noe krav fra SDDS om at det skal forbys. Hensikten er å gi større åpenhet om en eventuell slik praksis.

Hvis vi ser bort fra offentlige regnskaper som Finansdepartementet er involvert i produksjonen av, får Finansdepartementet data på forhånd for konsumprisindeksen, enkelte versjoner av nasjonalregnskapet, kredittindikatoren, pengemengdestatistikken og rentestatistikken. Departementet har tidligere på anmodning fått foreløpige data for internasjonale reserver og Norges Banks balanse. Enkelte versjoner av nasjonalregnskapet gis etter bestemte regler til Finansdepartementet fordi de inngår i henholdsvis revidert nasjonalbudsjett og salderingsproposisjonen. Ordningen med oversendelse av konsumprisindeksdataene vil utgå om kort tid.

Norske myndigheter knytter ikke kommentarer direkte til statistikkutgivelsene.

Kvalitet

IMF erkjenner at det er vanskelig å bedømme statistikkvalitet. For å muliggjøre brukernes kvalitetsvurdering av publiserte data krever

standarden også publisering av komponentene som ligger til grunn for aggregater, opplysninger om «det statistiske rammeverket» og publisering av opplysninger som muliggjør sammenligning med relaterte data.

Standarden krever at dokumentasjon av kilder og metoder for de enkelte statistikkategoriene foreligger innen utgangen av overgangsperioden, som utløper i 1998. Som støtte til brukernes dataverifikasjon er det for de fleste statistikkategoriene henvist til kilder som gir mer detaljert statistikk på samme felt.

Internett

En hjørnestein i arbeidet med standarden er etableringen av IMF's elektroniske oppslagstavle - Dissemination Standards Bulletin Board (DSBB) - som er tilknyttet Internett. Oppslagsstavlen identifiserer hvilke land som har sluttet seg til standarden og gir på en enkel måte tilgang til informasjon om landenes metadata. Selve dataseriene vil ikke bli lagret i IMF's database. Det vil forbli landenes ansvar å utgi dataene som metadataene beskriver. Ved å åpne Norges internett-side i DSBB vil man f.eks. kunne velge Analytical Accounts of the Banking Sector. Der vil man blant annet få en beskrivelse av omfang, hyppighet og aktualitet for pengemengdestatistikken og kredittindikatoren, samt opplysninger om hvor man kan henvende seg for å få publikasjonene som dekker dette området.

IMF ønsker etter hvert å kople DSBB og internett-sidene til de landene som legger ut data på Internett, slik at brukerne kan gå direkte fra DSBB til dataseriene ved et enkelt tastetrykk.

Konsekvenser av standarden

Oppfyllesingen av SDDS-kravene vil bedre aktualiteten av norske data for internasjonale reserver, pengemengdestatistikken, kredittindikatoren og Norges Banks balanse i løpet av noen måneder. I løpet av 1997 forbedres aktualiteten for lønnsstatistikken, og etter hvert vil også statistikken for offentlige regnskaper bli forbedret. Hvis DSBB fungerer etter intensjonen, vil statistikkbrukere generelt sett få lettere tilgang til mer dekkende, hyppig og aktuell statistikk fra landene som slutter seg til standarden. Det hele kan vel fortjene å kalles en liten statistisk revolusjon!

DOLLARKURSENS EFFEKT PÅ OLJEPRISENE - EN EMPIRISK ANALYSE

Qaisar Farooq Akram, konsulent i Utredningsavdelingen, og Jon Petter Holter, spesialrådgiver i Statistikkavdelingen, Norges Bank¹

Det blir ofte forutsatt at en nedgang i dollarkursen vil redusere oljeprisen i norske kroner og medføre et fall i oljeinntektene. I denne artikkelen forsøker vi å modifisere dette synet ved hjelp av noen teoretiske resonneringer som også viser seg å ha empirisk relevans. Det vises teoretisk at endringer i dollarkursen vil føre til endringer i oljeprisen i dollar som helt eller delvis oppveier effekten av kursfallet. Dette blir ikke forkastet av en empirisk analyse av oljeprisen i dollar som er basert på både bivariate og multivariate statiske og dynamiske modeller. Vi viser også at oljeprisen i norske kroner over noe lengre tidsrom ikke påvirkes av dollarkursen. En annen interessant implikasjon er at variasjonen i oljeprisen i norske kroner som følge av variasjon i dollarkursen og oljeprisen i dollar blir dempet som følge av negativ samvariasjon mellom dollarkursen og oljeprisen i dollar.

Innledning

Det blir ofte forutsatt at en nedgang i dollarkursen av en viss varighet vil kunne redusere Norges oljeinntekter. Det skyldes at oljen blir fakturert i amerikanske dollar. Et fall i dollarkursen antas derfor å føre til en nedgang i oljeprisene målt i norske kroner, og dermed til et fall i oljeinntektene for gitt oljeproduksjon. I denne artikkelen skal vi presentere noen teoretiske og empiriske argumenter som kan modifisere en slik forenklet antakelse om sammenhengen mellom dollarkursen og oljeprisene i norske kroner.

Vi skal starte med å gi en kort karakteristikk av verdensmarkedet for råolje. Det internasjonale råoljemarkedet er et svært komplekst marked som påvirkes av ulike faktorer så vel av politisk som økonomisk art. Vi skal begrense oss til å gi en kort karakteristikk med vekt på noen økonomiske faktorer som kan ha betydning for oljeprisene. Deretter stiller vi opp en enkel teoretisk modell for spotmarkedet for råolje, der vi analyserer virkningen på oljeprisene av endringer i dollarkursen. Som en forutsetning antar vi at spotmarkedet kan modelleres som et marked med frikonkurranse både på etterspørsels- og tilbudssiden. Dette er en forutsetning som kanskje ligger nærmere virkeligheten for etterspørselssiden enn for tilbudssiden. Etter den teoretiske drøftelsen vil vi undersøke i hvilken grad de avledede sammenhengene mellom dollarkursen og oljeprisene kan sies å ha empirisk relevans.

Det internasjonale råoljemarkedet

Verdens råoljeressurser er lokalisert til relativt få land i verden. De fleste av dem er organisert gjennom OPEC, som stort sett består av oljeproduserende land i Midtøsten og Nord Afrika. Blant de øvrige landene er - foruten Norge - USA, Russland, Mexico og Storbritania store oljeprodusenter. Mens OPECs andel av verdens samlede oljeproduksjon var over 60 prosent i 1973, har den siden begynnelsen av 80-tallet stabilisert seg litt under 40 prosent. Det er den store produksjonsøkningen i land utenom OPEC som har ført til nedgangen i OPECs markedsandeler og markedsrett, se f.eks. Spero (1986) og NOS (1995). For eksempel er Norge etter hvert blitt verdens nest største nettoeksportør av råolje etter Saudi Arabia.

Det er myndighetene i de oljeproduserende landene som har eiendomsretten til oljeressursene. De bestemmer både utvinningstempoet og den offisielle oljeprisen. Utvinningstempoet bestemmes ofte ved å regulere utbyggingen av oljefelt. Relativt lave produksjonsavhengige kostnader fører til at oljeproduksjonen ikke påvirkes i vesentlig grad om oljeprisene blir for lave til å dekke gjennomsnittskostnadene. Gjennomsnittskostnadene er som regel relativt høye som

¹ Øyvind Eitheim, Roger Hammersland og Eilev S. Jansen takkes for nyttige kommentarer.

følge av store faste kostnader i oljeutvinning. Det fører til at tilbudet av olje blir lite følsomt overfor endringer i oljeprisen på kort sikt. På lengre sikt er tilbudet relativt mer prisfølsomt, siden det er større mulighet til å forandre utvinningskapasiteten gjennom endring av antall utvinningsanlegg og/eller utvinningskapasiteten på eksisterende anlegg. I tillegg til at utvinningskapasiteten og produksjonen kan påvirkes på lengre sikt, kan landets samlede oljeproduksjon i noen grad reguleres på kort sikt. Dette kan for eksempel skje gjennom å regulere kapasitetsutnyttelsen på utvinningsanlegg som er under direkte statlig kontroll. Hensikten med slike reguleringer kan være et ønske om å stabilisere oljeprisene og/eller oppfylle statens umiddelbare inntektsbehov. Beslutninger om produksjons- og/eller prisregulering skjer ofte i samarbeid med flere oljeproduserende land. OPEC-landene møtes regelmessig for å bestemme nivået på oljepriser og oljeproduksjon. Men det skjer også uformelt pris- og produksjonssamarbeid mellom OPEC-land og land som står utenfor OPEC. En viktig årsak til samarbeidet mellom de oljeproduserende landene er at hvert enkelt av dem er stort nok til å påvirke prisutviklingen. Det gjør at de tar hensyn til hverandre i sin atferd, selv når de ikke kan sies å samarbeide. Slik sett kan oljemarkedet karakteriseres som et oligopolmarked.

Mesteparten av råoljen, rundt 75 prosent, blir solgt gjennom langsiktige kontrakter mellom oljeproduserende land og oljeselskaper. Det er prisen på råolje som selges gjennom disse kontraktene, som blir bestemt av OPEC. Disse administrerte terminprisene kalles offisielle priser i OPEC-sammenheng. Andre oljeproduserende land, deriblant Norge, fastsetter offisielle priser (normpriser) for skatte- og avgiftsformål, mens det er oljeselskapene som bestemmer terminprisene utifra forretningsmessige kriterier. Råolje som ikke selges gjennom langsiktige kontrakter, blir solgt på spotmarkedet. Spotprisene svinger i takt med endringer i tilbud og etterspørsel etter råolje. Det er gjensidig avhengighet mellom de offisielle prisene og spotprisene. Dersom de offisielle prisene ikke reflekterer etterspørsels- og tilbudsforholdene på terminmarkedet, får vi de vanlige problemene med administrerte priser, som omgørelser av pris- og/eller produksjonsreguleringer. Når stadig mer etterspørsel og tilbud blir kanalisert til spotmarkedet, fremtvinges en justering av de offisielle prisene i forhold til

spotprisene. Når de offisielle prisene blir endret, vil det kunne føre til endringer i tilbud og/eller etterspørsel etter råolje på spotmarkedet. Det kan føre til endringer i spotprisene i retning av de offisielle prisene, se Verleger (1982) og Spero (1986). I Norge blir normprisene fastsatt etterskuddsvis på basis av markedssituasjonen for råolje, normalt for hvert kvartal.

Kvalitetsforskjeller mellom råolje fra forskjellige utvinningsområder, forskjeller i transportkostnader og varierende produksjons- og leveringsusikkerhet fører til en viss segmentering av oljemarkedet. Dette resulterer i en viss prisforskjell mellom råolje fra ulike utvinningsområder.

Mens noteringen av oljeprisene på verdensmarkedet tidligere foregikk i både amerikanske dollar og engelske pund, har det skjedd utelukkende i amerikanske dollar siden 1977. Derimot er det oljeprisene målt i lokal valuta som er relevant for tilbud og etterspørsel av råolje på verdensmarkedet.

Verdens oljeforbruk er hovedsakelig konsentrert om land som selv ikke er nettoeksportører av olje. Omtrent 60 prosent av råoljeforbruket i verden skjer i OECD-land. På tross av at USA er blant de største oljeprodusenter, er USA nettoimportør av olje. Omtrent 20 prosent av verdens samlede oljeimport går til USA. Derimot er OPEC-landenes andel av verdens samlede oljeforbruk rundt 1 prosent, se Spero (1986) og NOS (1995). Det meste av norsk oljeproduksjon blir eksportert til Vest-Europa og USA. Bare en liten andel blir levert innenlands. I 1995 ble 17 prosent av samlet oljeproduksjon levert innenlands. Om lag 6 prosent ble eksportert til USA, mens resten ble hovedsakelig levert til vest-europeiske land, se Nærings- og energidepartementet (1996).

I likhet med oljeproduksjonen (ut over et visst nivå) er også oljeforbruket lite følsomt overfor prisendringer på kort sikt. Det skyldes imperfekte substitusjonsmuligheter på kort sikt. Empiriske studier anslår den prosentvise nedgangen i oljeforbruket ved en prosentvis økning i oljeprisene til å ligge mellom -0,1 og -0,3 prosent på 1 års sikt for OECD-land. På lengre sikt derimot, er nedgangen større. Den samlede virkningen på forbruket etter 5 år av en økning i oljeprisen på en prosent, blir ofte anslått til rundt -0,9 prosent for OECD-land og rundt -0,25 prosent for utviklingsland, se Roland (1985). Som følge av lav

prisfølsomhet i produksjon og forbruk av olje blir prisendringene på spotmarkedet betydelige selv ved små endringer i etterspørselen og/eller tilbudet. Det innebærer at selv små oljenasjoner kan utøve en relativt stor innflytelse på oljeprisutviklingen.

Det finnes betydelige mengder av råolje på lager, både på etterspørselssiden og tilbudssiden. Det kan derfor være hensiktsmessig å skille mellom produksjon og tilbud og mellom etterspørsel og forbruk. Tilbudet kan defineres som differansen mellom produksjon og lagerendring, mens etterspørsel kan defineres som summen av forbruk og lagerendring. Det er flere årsaker til lagring av råolje. Det ene er at sesongvariasjon i oljeforbruket kan føre til høye priser om vinteren og lave om sommeren. Det blir derfor lønnsomt å bygge opp lagerbeholdningen om sommeren og bygge den ned om vinteren. I tillegg bidrar forventninger om fremtidige endringer i produksjon, leveranser og forbruk som følge av politiske, økonomiske og teknologiske forhold til forsiktighets- og spekulasjonsmotivert lagring av olje. Endringer i forventninger om fremtidige tilbuds- og etterspørselsforhold kan bidra til store lagerbevegelser. Disse slår spesielt ut i spotmarkedet og kan i løpet av kort tid bidra til store prisendringer i dette markedet.

Modell for råoljemarkedet

Som beskrevet ovenfor skjer mesteparten av oljeforbruket i land som ikke er nettoeksportører av råolje. Oljeprisene blir notert i amerikanske dollar på verdensmarkedet, mens rundt 80 prosent av råoljen eksporteres til andre land enn USA. Oljeeksporterende og oljeimporterende land har hver sin valuta som er forskjellig fra dollar.² For å rendyrke virkningen på oljeprisen målt i dollar ved en isolert endring i dollarkursen målt i eksportlandenes valuta, skal vi ta utgangspunkt i en enkel frikonkurransemodell for oljemarkedet. Vi ser i første omgang bort fra at det er noen etterspørsel eller tilbud av råolje i USA, slik at dollar er en ren noteringsvaluta for råolje på verdensmarkedet. Alle land som tilbyr/eksporterer olje forutsettes å ha valuta A, mens alle etterspørselsland/importland forutsettes å ha valuta B. Videre forutsettes det at både eksport- og importlandene er priskefaste kvantumstilpassere på oljemarkedet. Vi antar at det er prisen i den lokale valuta som er relevant for både eksport- og

importlandene, mens markedet forutsettes å bestemme oljeprisen målt i dollar. Markedet er i likevekt når samlet tilbud er lik samlet etterspørsel. Den videre fremstillingen kan knyttes til følgende likevektsmodell:

- (1) $X^T = \alpha_0 + \beta P_A$; $\alpha_0 > 0, \beta > 0$
- (2) $X^E = \alpha_1 - \gamma P_B$; $\alpha_1 > 0, \gamma > 0$
- (3) $P_A = v P_S$
- (4) $P_B = k P_S$
- (5) $P_A = c P_B$
- (6) $X^T = X^E$

Symbol	Definisjon
X^T	Samlet tilbud fra eksportland
X^E	Samlet etterspørsel fra importland
P_A	Oljepris i eksportlandenes valuta
P_B	Oljepris i importlandenes valuta
P_S	Oljeprisen i dollar
v	Kursen på dollar i eksportlandenes valuta
k	Kursen på dollar i importlandenes valuta
e	Kursen på importlandenes valuta målt i eksportlandenes valuta

Det samlede tilbudet fra eksportlandene øke, når oljeprisen øker i eksportlandenes valuta (1). Det forutsettes at andre variable, som f.eks. faktorpriser, er konstante under analyseperioden og er en del av konstantleddet α_0 . Den samlede etterspørselen fra importlandene faller dersom oljeprisen målt i importlandenes egen valuta stiger (2). Generelt avhenger oljeetterspørsel av både nivået og sammensetningen av bruttonasjonalproduktet. I tillegg kan prisen på alternative energibærere påvirke etterspørselen etter olje. Vi forutsetter at disse og andre relevante variable holder seg uendret under analysen slik at de kan uttrykkes ved konstantleddet α_1 . Samspillet mellom tilbud og etterspørsel på verdensmarkedet bestemmer i første omgang oljeprisen i dollar. Prisene målt i eksport- og importlandenes

² I en del land med høy inflasjonsrate og/eller sterk depresiering av den lokale valuta blir dollar eller andre utenlandske valutaer til en viss grad benyttet parallelt med den lokale valuta. Dette blir betegnet med «valuta-substitusjon». Siden dette vanligvis skjer i land som ikke er store importører eller eksportører av råolje, tar vi ikke hensyn til dette.

valuta blir omregnet til gjeldende dollarkurs, se likningene (3) og (4). Det forutsettes fast valutakurs (e) mellom eksport- og importlandene. Forholdet mellom dollar og eksportlandenes valuta (v) antas å bli bestemt utenfor denne modellen, i likhet med e. Vi gjør disse forutsetningene for at dollar skal appresiere eller depresiere i forhold til både eksport- og importlandenes valuta. Dette skjer ved at kursen på dollar i importlandenes valuta (k) blir bestemt i modellen for gitt verdi på v og e. Oljemarkedet er som nevnt i likevekt når det samlede oljetilbudet fra eksportlandene er lik samlet oljeetterspørsel fra importlandene (6).

La oss se på virkningene av et fall i dollarkursen målt i eksportlandenes valuta (v går ned) innenfor modellen. Den umiddelbare virkningen av et fall i dollarkursen er at oljeprisen målt i eksportlandenes valuta (P_A) går ned. Siden oljetilbudet er følsomt overfor prisendringene i den lokale valuta, blir det tilbudt mindre olje på verdensmarkedet. Dette bidrar til å presse opp oljeprisene på verdensmarkedet, dvs. i dollar. Som nevnt vil dollar også falle i forhold til importlandenes valuta (k går ned) slik at oljeprisene blir lavere i oljeimporterende land også. For gitt oljepris i dollar blir det nå etterspurt mer olje i importlandene. Det fører til at oljeprisene på verdensmarkedet blir presset ytterligere opp. Når oljemarkedet på nytt er i likevekt, har både nedgangen i oljetilbudet og økningen i oljeetterspørselen bidratt til å presse opp oljeprisene i dollar tilstrekkelig til å oppveie fallet i dollarkursen. Det innebærer at oljeprisene målt i lokal valuta blir som før fallet i dollarkursen, og tilbud og etterspørsel blir som initialt. Da vil også omsetningen av olje på verdensmarkedet bli som i utgangssituasjonen.

Modellen gir følgende likevektsløsning for oljeprisene på verdensmarkedet:

$$(7) \quad P_S^* = \frac{1}{v} \left\{ \frac{\alpha_1 - \alpha_0}{\gamma + \beta} \right\}$$

Denne viser at en nedgang i dollarkursen på en prosent vil gi en økning i likevektsprisen³, P_S^* , på en prosent, dvs. at elastisiteten av oljeprisen i

³ En appresiering av importlandenes valuta (e) i forhold til eksportlandene vil gi høyere likevektspris på oljemarkedet. Det skyldes at en isolert økning i e fører til at importlandenes valuta også appresieres i forhold til dollar. Det fører til lavere P_B og høyere etterspørsel etter olje slik at likevektsprisen på markedet blir høyere.

dollar mhp. dollarkursen er lik -1. Likevektsløsningene mhp. de øvrige variablene er utledet i Akram og Holter (1996).

I denne modellen er det både tilbudet og etterspørselen som forårsaker en stigning i oljeprisene på verdensmarkedet. Dersom enten tilbudet eller etterspørselen hadde vært ufølsomt overfor prisendringer, ville virkningen av endringen i dollarkursen på likevektsprisen i oljemarkedet, P_S^* , allikevel blitt som i denne modellen. Likning (7) viser at dersom det samlede oljetilbudet fra oljeeksporterende land ikke påvirkes av oljeprisen målt i lokal valuta (koeffisienten β er lik null i likning (1)), vil et fall i dollarkursen v på en prosent, likevel føre til at oljeprisen stiger med en prosent. Det skyldes at når tilbudet forblir uendret mens etterspørselen øker som følge av prisfall i den lokale valuta, oppstår det en ubalanse i markedet som fører til prisøkning i dollar. Denne ubalansen varer så lenge etterspørselsøkningen ikke blir helt motvirket, dvs. så lenge oljeprisen i importlandenes valuta, P_B , ikke er som før fallet i dollarkursen. Dette impliserer at den relative økningen i oljeprisen på verdensmarkedet må bli lik den relative nedgangen i dollarkursen. På tilsvarende måte kan en resonnerer seg fram til det samme resultatet når etterspørselen er ufølsom overfor prisendringer i lokal valuta (koeffisienten γ er lik null).

Fram til nå har vi sett bort ifra det faktum at dollar er en lokal valuta i et land som er blant de største produsenter og konsumenter av råolje. Konklusjonen mht. sammenhengen mellom dollarkurs og oljepris må modifiseres når vi tar hensyn til dette faktum. Det følger av USAs status som oljeimportør at oljeprisen i dollar gitt fra verdensmarkedet er lavere enn den prisen som kan skape likevekt mellom den innenlandske etterspørselen og det innenlandske tilbudet. USAs oljeimport vil ikke være direkte påvirket av dollarkursen, men det vil være en negativ sammenheng mellom USAs oljeimport og oljeprisen målt i dollar. Når oljeprisen i dollar øker, faller den innenlandske etterspørselen, mens tilbudet øker. Dette fører til at oljeimporten går ned. Når oljeprisen i dollar faller, øker oljeimporten fordi det innenlandske tilbudet blir mindre og etterspørselen høyere.

For å ta hensyn til den negative sammenhengen mellom oljeprisen i dollar og USAs oljeimport skal vi la de øvrige forutsetningene være som før. Med oljeeksporterende og oljeimporte-

rende land skal vi forstå landene utenom USA. Anta at det internasjonale oljemarkedet er i likevekt, med en gitt oljeimport til USA. Et fall i dollarkursen nå, vil som tidligere i analysen føre til at importlandene øker sin etterspørsel, mens eksportlandene reduserer sitt tilbud på verdensmarkedet. Dette vil bidra til at oljeprisen i dollar presses oppover. Anta at den relative økningen i oljeprisen i dollar blir like stor som fallet i dollarkursen. Da er oljeprisene i de oljeeksporterende og oljeimporterende land som i den opprinnelige likevektssituasjonen, slik at tilbudet og etterspørselen fra disse land også er som i utgangssituasjonen. Men kan det nye oljeprisnivået på verdensmarkedet være en likevektspris? Nei, fordi en økning i oljeprisen har redusert USAs oljeimport. Det er dermed blitt tilgjengelig mer olje på verdensmarkedet enn i den opprinnelige likevekten. For at ny likevekt skal bli etablert, må tilbudet fra oljeeksporterende land bli mindre og/eller det må etterspørres mer olje i oljeimporterende land. Dette kan bare skje dersom oljeprisene målt i disse landenes valuta faller. For at dette skal være mulig må den relative økning i oljeprisen i dollar bli mindre enn fallet i dollarkursen dvs. at elastisiteten av oljeprisen i dollar mhp. dollarkursen må være større enn -1. (Mindre enn 1 i tallverdi.) Hvor mye større enn -1 vil avhenge av hvor mye oljeprisen i dollar påvirker USAs oljeimport. Jo mer USAs oljeimport påvirkes av oljeprisen, desto høyere må elastisiteten bli. Siden oljeprisene i både eksportlandenes og importlandenes valuta faller, tilbys det mindre olje fra oljeeksporterende land, mens etterspørselen fra oljeimporterende land øker.

Modellen er konstruert slik at dollarkursen faller i både oljeeksporterende og i oljeimporterende land. Dersom det ikke er et generelt fall i dollarkursen, men den faller i forhold til bare eksport- eller importlandenes valuta, vil elastisiteten av oljeprisen mhp. dollarkursen i enheter av eksport- eller importlandenes valuta også nå være større enn -1. I denne modellen kan dette vises dersom vi lar k bli bestemt utenfor systemet i stedet for e . Dette vil for eksempel skje hvis både oljeeksporterende og oljeimporterende land stabiliserer sin valuta i forhold til dollar, til henholdsvis kursen v og k . Når dollar faller i verdi i forhold til valutaen i oljeeksporterende eller i oljeimporterende land, vil enten oljetilbudet eller oljeetterspørselen endres. Det kan vises at elastisiteten av oljeprisen i dollar mhp. dollarkursen

blir større enn -1. Når vi tar hensyn til virkningen på USAs oljeimport, vil elastisiteten øke ytterligere i forhold til -1.

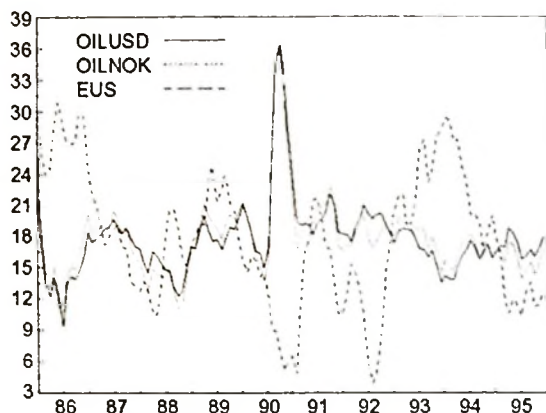
Vi har brukt en svært enkel modell for å utlede virkningene av dollarkursen på oljemarkedet. De kvalitative resultatene blir ikke endret om vi bruker en svært generell modell med generelle funksjoner for etterspørsel og tilbud av olje og med flere oljeimporterende og oljeeksporterende land med hver sin valuta. En slik modell for råvarer generelt kan finnes i Ridler og Yandle (1972). Vi har forutsatt frikonkurranse på spotmarkedet for råolje. Realismen i en slik forutsetning kan drøftes, men de kvalitative resultatene blir generelt sett ikke påvirket om det forutsettes andre relevante markedsformer f.eks. ulike varianter av oligopolmarked⁴.

Empirisk analyse

Vi har foretatt en empirisk analyse for å se i hvilken grad de utledede sammenhengene har gjort seg gjeldende mellom spotpriser og dollarkurs for månedsdata for tidsperioden januar 1986 - desember 1995. I denne tidsperioden har dollarkursen i vesteuropeiske valutaer hatt omtrent samme utvikling, dvs. at dollar har appresiert eller depresiert i forhold til de fleste vesteuropeiske valutaer. I alle fall er det en tendens til dette når vi ser på månedlige gjennomsnitt av daglige data for dollarkursen i norske kroner, i tyske mark og i ECU. Som oljepris benytter vi prisen på Brent Blend råolje siden det er vanlig å bruke den som referansepris på råolje fra Nordsjøen. Dollarkursen i norske kroner er valutaen til et oljeeksporterende land (v), mens dollarkursen i tyske mark og i ECU representerer valutaer til oljeimporterende land (k). Vi kan også bemerke at i denne tidsperioden har Norge hovedsakelig stabilisert sin valuta i forhold til EU-land, se Qvigstad og Skjæveland (1994). Forutsetningene som ligger til grunn for de avledede sammenhengene synes derfor langt på vei å være oppfylt.

⁴ Prisdannelsen på spotmarkedet synes imidlertid ikke å være preget av strategisk atferd som er typisk for markedsaktører i et oligopolmarked, i samme grad som på terminmarkedet. Dersom vi tar hensyn til at det er en viss segmentering i råoljemarkedet, at råolje kan betraktes som en differensiert vare og at det tross alt er relativt mange uavhengige oljeselskaper og tyvetalls land som er markedsaktører, er mellomformen monopolistisk konkurranse kanskje en bedre karakteristikk for spotmarkedet enn frikonkurranse og oligopol.

Figur 1 Oljepris i dollar og kroner, og dollarkurs

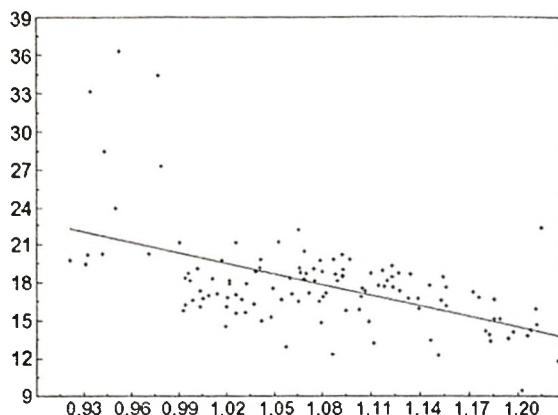


Spotpris på Brent Blend i dollar (OILUSD) og i norske kroner (OILNOK). Indeksserie for kroner pr. dollar (EUS). 1986(1) - 1995(12). OILNOK og EUS er både skala- og variasjonsjustert i forhold til OILUSD.

Figur 1 gir en grafisk beskrivelse av prisutviklingen på råolje i dollar og i norske kroner og av dollarkursen i norske kroner. For å fremheve variasjonen i disse variablene i forhold til hverandre, har vi nivå- og skalajustert dollarkursen og oljeprisen i kroner i forhold til oljeprisen i dollar.

Vi ser at det er stor samvariasjon mellom oljeprisen i dollar og i kroner. Figuren gir inntrykk av at oljeprisen i dollar beveger seg i motsatt retning av dollarkursen. Unntak fra dette mønsteret er perioden fra rundt midten av 1987 til begynnelsen av 1988 samt første halvdel av både 1989 og 1990. I disse periodene endres oljeprisene i samme retning som dollarkursen. Etter oljeprisfallet i begynnelsen av 1986 skjer det en rask stigning i oljeprisene i løpet av siste halvdel av 1986, men så faller de igjen fra rundt midten av 1987 til siste kvartal av 1988. En forklaring på dette kan være at oljeprisfallet i 1986 førte til stor reduksjon i råoljeproduksjonen i både OPEC og i uavhengige oljeproduserende land, se Bjerkholt, Olsen og Strøm (1989). Dette førte til en relativt rask stigning i oljeprisene i slutten av 1986 og begynnelsen av 1987. Når oljeprisene steg fra rundt 10 dollar pr. fat i 1986 til mellom 15 og 18 dollar pr. fat i 1987, førte det til fall i oljeimporten fra USA. Dette kan ha bidratt til å øke oljetilbudet på verdensmarkedet. Det kan i sin tur ha bidratt til at oljeprisene falt ned igjen i 1987/88.

Figur 2 Oljepris i dollar og dollarkurs i kroner, med regresjonslinje



Spotpris på Brent Blend i dollar (OILUSD) langs vertikal akse og indeksserie for kroner pr. dollar (EUS) langs horisontal akse. Regresjonslinje basert på minste kvadraters metode. Periode: 1986(1) - 1995(12).

Nedgangen kan imidlertid ha blitt dempet som følge av fallet i dollarkursen.

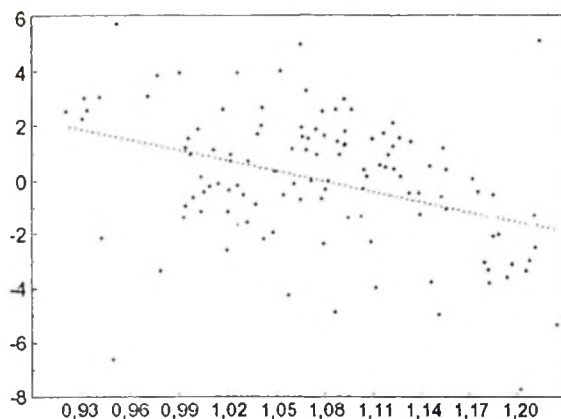
I figur 2 har vi plottet oljeprisene i dollar mot dollarkursen i norske kroner i samme periode som ovenfor.

Kryssplottet og den enkle regresjonslinjen viser en tendens til at oljeprisene i dollar er høye ved lav dollarkurs og lave ved høy dollarkurs. De ekstremverdiene som vises i figur 2, representerer oljeprisene i perioden rundt Golfkrigen i 1990/91. De kan ha forsterket en eventuell negativ samvariasjon. Figur 3 viser kryssplottet mellom oljeprisen i dollar og dollarkursen når vi justerer for den unormale oljeprisutviklingen som følge av Golfkrigen. Kryssplottet viser fortsatt en tendens til negativ samvariasjon.

Det kan være interessant å undersøke hvorvidt den negative samvariasjonen mellom oljepris i dollar og dollarkurs som vi har observert i data for en tiårs periode, manifesterer seg i data for kortere tidsperioder. Vi har derfor beregnet graden av korrelasjon både over en periode på 1 1/2 år og 2 1/2 år. Dette er gjort for alle slike delperioder «vinduer» i tidsrommet januar 1986 til desember 1995. I figur 4 gir vi en grafisk presentasjon av resultatene.

Figur 4 viser at korrelasjonsgraden varierer fra delperiode til delperiode. Når vi ser på delperioder av 1 1/2 års varighet, dvs. at vindusstørrelsen er 18 måneder, er det positiv korrelasjon mellom

Figur 3 Oljepris i dollar, justert for Golfkrisen, og dollarkurs i kroner, med regresjonslinje



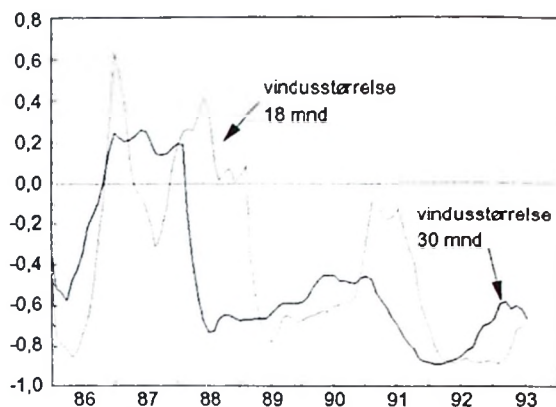
Kryssplott med OILUSD justert for den unormale prisutviklingen under Golfkrisen (U_OILUSD) langs vertikal akse og EUS langs horisontal akse. Regresjonslinje basert på minste kvadraters metode. Periode: 1986(1) - 1995(12). Oljeprisene i dollar regresses mhp. et konstantledd og en dummyvariabel som antar verdien 1 i perioden 1990:8 - 1991:1 og er lik null ellers. De justerte oljeprisene i dollar, U_OILUSD er lik residualene fra denne regresjonen.

oljepris i dollar og dollarkurs i delperioder som starter i tidsrommet desember 1986 - april 1987 og i 1988. Dette er i samsvar med utviklingen som vi har omtalt tidligere i forbindelse med figur 1. For delperioder på 1½ år som starter utenom disse tidsperiodene, er det negativ korrelasjon mellom oljeprisen og dollarkursen. Denne er spesielt høy (absolutt sett) dersom delperiodene starter i tidsrommet mars 1992 - april 1993. For delperioder som starter i dette tidsrommet, ser vi at korrelasjonsgraden ligger i intervallet mellom -0,88 og -0,80.

Når vi ser på delperioder av 2½ års varighet, dvs. at vindusstørrelsen er 30 måneder, viser grafen forholdsvis mindre variasjon i graden av negativ korrelasjon mellom oljeprisen og dollarkursen. Det er dessuten bare i utvalg som starter i tidsrommet november 1986 - februar 1988 at det er positiv korrelasjon. På grunnlag av figur 4 kan man si at det ikke er urimelig å forvente negativ korrelasjon mellom oljepris i dollar og dollarkurs selv over relativt korte tidperioder. Imidlertid vil graden av korrelasjon i stor grad være avhengig av tidsperioden.

Fram til nå har vi bare sett på samvariasjonen mellom dollarkursen og oljeprisen i dollar. Det

Figur 4 Utvikling i samvariasjon mellom oljepris i dollar og dollarkurs i kroner. Rullende korrelasjon over 18 og 30 måneder



Rullende korrelasjon mellom prisen på Brent Blend i dollar (OILUSD) og indeksserien for kroner pr. dollar (EUS). Den heltrukne linjen angir rullende korrelasjon når vindusstørrelsen er 30 måneder, mens den prikkede kurven angir rullende korrelasjon når vindusstørrelsen er 18 måneder. Tidsaksen angir startperioden for utvalgene. De siste observasjonene er basert hhv. på periodene 1993(7) - 1995(12) og 1993(7) - 1994(12).

kan være mange faktorer som bidrar til å forsterke eller svekke en eventuell negativ sammenheng mellom oljeprisen og dollarkursen. Ved en slik bivariat analyse som ovenfor, får man generelt sett ikke isolert virkningen fra mulige effekter av andre variable. Vi har derfor utledet en dynamisk modell for oljepriser på feiljusteringsform. Det gjør det mulig å studere den isolerte virkningen på oljeprisen av endringer i hver enkelt forklaringsfaktor. Vi får dessuten mulighet til å skille mellom forklaringsvariable som bare har kortsiktige effekter på oljeprisen, og de som bestemmer utviklingen i oljeprisene på lengre sikt. Før vi går videre til den dynamiske modellen, skal vi først se på den langsiktige virkningen av endringer i dollarkursen på oljeprisen innenfor en statisk modell. Vi tar den naturlige logaritmen av likning (7) for likevektsprisen i dollar og legger til et stokastisk restledd, ϵ , og får:

$$(8) \quad \ln P_S^* = \ln(\alpha_1 - \alpha_0) + \ln \frac{1}{v} - \ln \left(\frac{\gamma}{e} + \beta \right) + \epsilon$$

Likning (8) innebærer at elastisiteten av oljeprisen mhp. den inverse av dollarkursen ($1/v$) er lik 1. Når oljeprisen i dollar også påvirker USA's import av råolje, vet vi at denne elastisiteten er

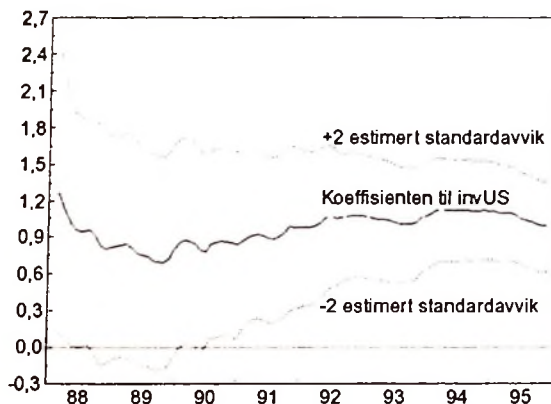
mindre enn 1. Hvor mye mindre enn 1, vil avhenge av virkningen på USAs import av råolje ved en endring i oljeprisen i dollar. Siden USA hovedsakelig importerer råolje fra Midtøsten og i relativt mindre grad fra Nordsjøen, vil den direkte virkningen på USAs import av endring i prisen på Brent Blend råolje ikke være stor. Det er derfor grunn til å anta at elastisiteten er nær 1. Under estimeringen har vi inkludert kursen på tyske mark som importlandenes valuta (c) og også tatt hensyn til den ikke-linære sammenhengen mellom kursen på tyske mark og oljeprisen i dollar. Det tas dessuten hensyn til den unormale prisutviklingen i perioden august 1990 - januar 1991 som følge av Golfkrigen ved hjelp av dummyvariabelen s_{1990p8} .

Vi estimerer over tidsperioden januar 1986 - desember 1995 ved hjelp av minste kvadraters metode (OLS) og får følgende estimater på elastisitetene.

$$(9) \quad P_5 = 2.91 + 0.45s_{1990p8} + 0.985invUSD + \hat{\epsilon}$$

(152.28) (7.73) (5.26)

Figur 5 Utvikling i koeffisient for sammenheng mellom valutakurs dollar/kroner og oljepris i dollar ved rekursiv estimering av statisk modell



Rekursiv OLS-estimering av koeffisient for den inverse av dollarkursen ($invUSD$, heltrukken linje) ± 2 estimert standardavvik (prikkede linjer). Figuren er fremkommet ved å først estimere likning (8) over estimeringsperioden 1986(1)-1989(1). Deretter utvides estimeringsperioden ved å legge til observasjoner, en etter en, inntil vi til slutt anvender det komplette datamaterialet 1986(1)-1995(12). Dette gir opphav til en sekvens av estimater for elastisiteten, som plottes sammen med sine respektive standardavvik.

I parentes under estimatet for hver enkelt elastisitet har vi oppgitt den tilhørende t-verdien⁵. Små bokstaver indikerer den naturlige logaritmen av variabelen. Variabelen $invUSD$ er den naturlige logaritmen av den inverse av dollarkursen. Kursen på tyske mark er utelatt fra likningen, siden den ikke hadde signifikant effekt på oljeprisen. Elastisiteten av oljeprisen mhp. den inverse av dollarkursen er lik 0,985. Denne verdien er i samsvar med teorien mindre enn 1, og er heller ikke signifikant forskjellig fra 1.

Figur 5 viser rekursive OLS-estimater for denne elastisiteten (pluss/minus 2 standardavvik). Figuren viser en forholdsvis stabil elastisitet som hovedsakelig ligger i intervallet mellom 0,80 og 1. Når estimeringsperioden øker, ser vi at elastisiteten konvergerer mot verdier over 0,90 og nær 1.

I en undersøkelse av sammenhengen mellom dollarprisen på råolje fra Midtøsten og dollarkursen med kvartalsdata for perioden 1973(4) - 1984(4) har Brown og Phillips (1986) estimert den tilsvarende elastisiteten til 0,74. En mulig årsak til avviket mellom deres og vårt estimat på elastisiteten kan være at den direkte virkningen på USAs oljeimport av endringer i dollarprisen på råolje fra Midtøsten er høyere enn virkningen av endringer i prisen på råolje fra Nordsjøen.

Selv om sammenhengen mellom oljeprisen i dollar og valutakursen beskrevet ved likning (8) skulle være korrekt, vil statisk modellering ofte gi feilaktige verdier på koeffisientene, siden det ikke tas hensyn til at tilpasningen kan være tidkrevende og skje gradvis. Koeffisientverdiene kan derfor være preget av at en har neglisjert dynamikken i tilpasningen⁶. Det er dessuten av interesse å få undersøkt hvor raskt oljeprisen i dollar justerer seg i forhold til endringer i dollarkursen. Det ble derfor formulert en generell dynamisk modell for relative endringer i oljeprisen i dollar. Ved estimering av modellen valgte vi å

⁵ t-verdier over 2 indikerer at det er mindre enn 5% sannsynlighet for at elastisiteten er lik null.

⁶ Dette vil spesielt være tilfellet dersom variablene er stasjonære, dvs. at variablene har tidsuavhengige fordelinger. Derimot har utelatte variable mindre betydning for skjevhet i koeffisientestimatene dersom den statiske modellen gjelder ikke-stasjonære variable, jf. super konsistens teoremet. Testing ved hjelp av justerte Dickey Fuller tester (ADF), forkaster nullhypotesen om at logaritmen av Brent Blend prisen, P_5 og $invUSD$ er ikke-stasjonære variable.

sette langsiktselastisiteten av oljeprisen mhp. den inverse av dollarkursen lik 1. På grunn av et begrenset antall observasjoner for flere relevante variable er estimeringsperioden satt til

$$(10) \quad \Delta p_{\$t} = 0,758 - 0,260[p_{\$} - \text{invUSD}]_{t-1} + 0,319\Delta p_{\$t-1} + 0,053\text{April}_t + \hat{\epsilon}$$

(3,387) (-3,424) (2,929) (2,227)

Denne modellen tilfredsstillende en rekke av de krav det er relevant å stille til en velspesifisert økonometrisk modell. De forskjellige testene (se vedlegg) tyder på at residualene i stor grad utgjør ikke-systematisk variasjon i relative oljeprisendringer. Høyresidevariablene kan derfor sies å forklare en stor del av den systematiske variasjonen. En annen viktig egenskap ved denne relasjonen er at den oppviser relativt stor grad av parameterstabilitet⁷.

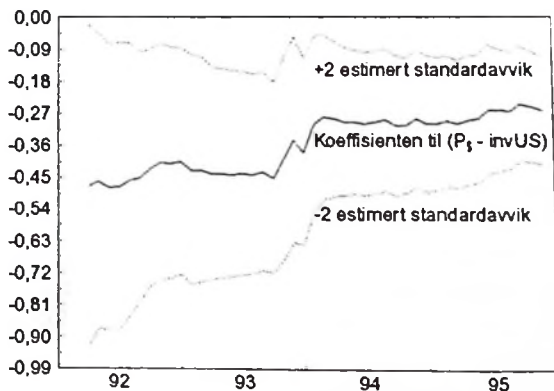
Vi ser at forholdet mellom oljeprisen og dollarkursen, tilbakedatert en periode $(p_{\$} - \text{invUSD})_{t-1}$, har signifikant effekt på endringer i oljeprisen. Den pålagte elastisitetsrestriksjonen blir ikke forkastet. Dersom vi utleder langsiktsløsningen av denne modellen, vil vi se at den prosentvise økningen i oljeprisen er lik 1 dersom dollarkursen faller med en prosent. Vi får dessuten den samme verdien (2,9) på konstantleddet i langsiktsløsningen som vi fant ved estimeringen av den statiske likningen (8). Dette taler for at det skal være et konstant forhold mellom oljeprisen og dollarkursen på lengre sikt. Det innebærer at oljeprisen skal utvikle seg slik at dette forholdet blir realisert over tid. Hvis endringer i dollarkursen og/eller oljeprisen fører til at det aktuelle forholdet mellom dem avviker fra langsiktforholdet, vil oljeprisen justeres i retning av langsiktforholdet. Hvor raskt avviket fra langsiktforholdet blir eliminert, avhenger av feiljusteringskoeffisienten. Den er estimert til -0,26 prosent. Hvis dollarkursen faller med en prosent i inneværende periode, vil det bidra til at oljeprisen øker med 0,26 prosent i neste periode. Den vil også øke i flere perioder fremover og gradvis eliminere avviket fra langsiktforholdet. Rekursiv estimering av feiljusteringskoeffisienten er vist i figur 6. Figuren viser at koeffisientverdiene sta-

1991(1) - 1995 (12). Ser vi bort fra variable som ikke har signifikant betydning for relative endringer i oljeprisen, får vi følgende forenkling av den generelle modellen:

biliserer seg rundt -0,25 etter hvert som vi utvider datamaterialet.

Blant variable som fører til kortsiktige endringer i oljeprisen eventuelt avvik fra utviklingen beskrevet ved langsiktssammenhengen, har vi foruten de ikke-systematiske endringene en svak sesongeffekt. Det er en tendens til at oljeprisene stiger svakt i april. Vanligvis fører lagring av olje til at det meste av sesongeffekter på oljeprisene blir borte. Men ved inngangen til våren er de sesongmotiverte oljelagrene i stor grad uttømt, og dette bidrar til en svak stigning i oljeprisene, se Johnsen og Gjølberg (1989). Dessuten viser modellspesifikasjonen at høye(lave) oljepriser i en periode etterfølges av høye(lave) priser i neste periode. En forklaring kan være at det tar tid før endringer i oljemarkedet slår fullt ut i oljeprisene. En annen forklaring på denne positive autokorrelasjonen kan være at oljeprisene i forrige periode er en «vikarierende variabel» som fanger opp effekter av relevante variable

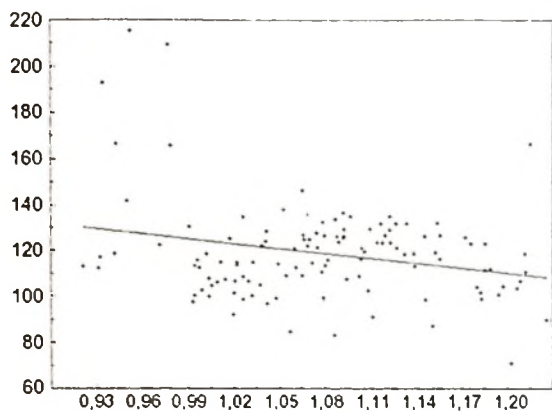
Figur 6 Rekursiv estimering av feiljusteringskoeffisienten



Rekursiv OLS-estimering av koeffisient for feiljusteringsleddet i ligning (10) $[p_{\$} - \text{invUSD}]_{t-1}$ (heltrukket linje) ± 2 estimerte standardavvik (prikkede linjer).

7 Er nærmere dokumentert i Akram og Holter (1996).

Figur 7 Oljepris i kroner og dollarkursen, med regresjonlinje



Kryssplott av spotpris på Brent Blend i norske kroner (OILNOK) langs vertikal akse og indeks-serie for kroner pr. dollar (EUS) langs horisontal akse. Regresjonslinje basert på minste kvadraters metode. Periode: 1986(1) - 1995(12).

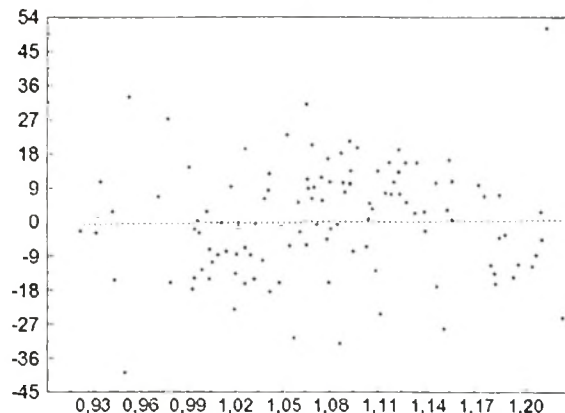
som det ikke er blitt tatt direkte hensyn til ved modellformuleringen.

Oljepriser i kroner og dollarkursen

Når den prosentvise økningen i oljeprisen i dollar er lik den prosentvise nedgangen i dollarkursen over tid, vil oljeprisen i norske kroner ikke samvariere med dollarkursen. I det følgende skal vi nøye oss med å se på et kryssplott av oljeprisen i kroner og dollarkursen. Figur 7 antyder en svak negativ samvariasjon mellom oljeprisen i kroner og dollarkursen i norske kroner. Figuren gir imidlertid inntrykk av at den svake negative sammenhengen skyldes usedvanlig høye oljepriser i norske kroner under Golfkrisen. I figur 8 derimot, har vi justert for virkningen av Golfkrisen på oljeprisen som ovenfor. I denne figuren er det ingen indikasjon på samvariasjon mellom oljeprisen i kroner og dollarkursen. Dette gjelder imidlertid når vi har observasjoner for en tiårs periode. På kort sikt, kan det imidlertid være avvik fra dette mønstret siden det tar tid før oljeprisen i dollar justeres i henhold til langsiktssammenhengen mellom oljepris i dollar og dollarkursen.

En annen implikasjon av analysen er at den negative samvariasjonen mellom oljepris i dollar og dollarkursen bidrar til å redusere variasjonen i oljeprisen i norske kroner. Siden det er relativt komplisert å utlede variansen av et produkt, kan

Figur 8 Oljepris i kroner, justert for Golfkrisen, og dollarkursen, med regresjonlinje



Kryssplott av OILNOK justert for den unormale prisutviklingen under Golfkrisen (U_OILNOK) langs vertikal akse og EUS langs horisontal akse. Regresjonslinje basert på minste kvadraters metode. Periode: 1986(1) - 1995(12). Se også kommentarer til figur 3.

vi i stedet se på den naturlige logaritmen til oljeprisen i norske kroner (p_{Nok}) som en sum av den naturlige logaritmen til dollarkursen i norske kroner (v_{Nok}) og oljeprisen i dollar (p_S), se likning (11). Likning (12) uttrykker at variansen av p_{Nok} er lik summen av variansen til v_{Nok} , til p_S og kovariansen mellom v_{Nok} og p_S . Det følger at variasjonen i oljeprisen i norske kroner blir mindre om kovariansen mellom oljeprisen i dollar og dollarkursen er negativ.

$$(11) \quad p_{Nok} = v_{Nok} + p_S$$

$$(12) \quad \text{Var}(p_{Nok}) = \text{Var}(v_{Nok}) + \text{Var}(p_S) + \text{Kov}(v_{Nok}, p_S)$$

Konklusjoner

Under de forutsetningene som er spesifisert, har den teoretiske og empiriske analysen vist at oljeprisene påvirkes av endringer i dollarkursen. Et fall i dollarkursen vil isolert sett føre til at oljeprisene i nasjonal valuta også faller. Men dette vil over tid føre til at oljeprisene i dollar stiger, slik at prisnedgangen i nasjonal valuta blir helt eller delvis motvirket. Nedgangen vil bli helt motvirket ved et generelt fall i dollarkursen og hvis den resulterende økningen i oljeprisen i dollar ikke medfører vesentlig nedgang i USAs ol-

jeimport. Under disse forutsetningene vil f.eks. oljeprisen i norske kroner være uavhengig av dollarkursen over tid. Disse forutsetningene synes å ha vært oppfylt i den tidsperioden som omfattes av vår analyse. Den empiriske analysen forkaster ikke at en endring i dollarkursen over tid vil bli helt motvirket av en tilsvarende endring i oljeprisen i dollar. Konsistent med dette har vi også sett at oljeprisen i norske kroner er uavhengig av dollarkursen over tid. For øvrig bidrar den negative samvariasjonen mellom oljepris i dollar og dollarkursen til å redusere variasjonen i oljeprisen i norske kroner.

Vår analyse kan imidlertid være beheftet med flere svakheter. Den dynamiske modellen for oljepris i dollar er estimert på observasjoner fra en relativt kort tidsperiode, mens koeffisientene i den statiske modellen kan være påvirket av at det er for få forklaringsvariable i modellen. Denne innvendingen kan for øvrig gjøres gjeldende mot den dynamiske modellen også. I den grad det har skjedd systematiske endringer i forhold som kan ha vesentlig betydning for oljeprisene i dollar, og som det ikke er tatt direkte hensyn til, kan koeffisientestimatene være skjeve. Det gjenstår også å undersøke i hvilken grad koeffisientestimatene er påvirket av en kanskje urimelig antakelse om at endringer i dollarkursen er uavhengig av oljeprisen i dollar.

Referanser

- Akram, Q. F. og Holter, J. P. (1996): «Oljeprisen i dollar og dollarkurs», *Statistiknotat 9/96*, internt notat, Norges Bank, Oslo.
- Bjerkholt, O., Olsen, Ø. og Strøm, S. (1989): *Olje og gass i norsk økonomi*. Universitetsforlaget, Oslo.
- Brown, S. P. A. og Phillips, K. R. (1986): «Exchange rates and world oil prices». *Economic Review, March 1986, 1 - 10*, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Doornik, J. A. og Hendry, D. F. (1994): *PcGive 8.0: An interactive econometric modelling system*, International Thompson Publishing, London.
- Johnsen, T. og Gjøølberg, O. (1989): *OILMOD: En modell for oljepriser på kort og mellomlang sikt*. Senter for anvendt forskning, rapport nr. 16/89, Bergen.
- Ridler, D. og Yandle, C. A. (1972): «A simplified method for analyzing the effects of exchange rate change on export of a primary commodity». *IMF Staff Papers, 19, 559 - 578*.
- Roland, K. (1985): «The driving forces on the oil market in the short and long term», i Austvik, O. G. (eds). *Norwegian oil and Foreign policy*. Norwegian Institute of International Affairs and Vett & Viten A/S, Sandvika, Norway.
- Norges offentlig statistikk (1995): *Olje og gassvirksomhet (2. kvartal), C252*, Statistisk sentralbyrå, Oslo.
- Nærings- og energidepartementet (1996): *Faktaheftet om norsk petroleumsvirksomhet*. Oslo.
- Qvigstad, J. F. og Skjæveland, A. (1994): «Valutakursregimer - historiske erfaringer og fremtidige utfordringer». I *Stabilitet og langsiktighet: Festskrift til Hermod Skånland*. Aschehoug, Oslo.
- Spero, J. E. (1986): *The politics of international economic relations (third editon)*. George Allen & Unwin, London.
- Verleger, P. K. (1982): «The determinants of official OPEC crude prices». *The Review of Economics and Statistics, 64, 177 - 186*.

RETTLIGE FORHOLD VED DERIVATER, SWAPPER OG REPOER¹⁾

Jo Forfang og Terje Norderud, rådgivere, og Andreas Sand, spesialrådgiver,
Juridisk avdeling i Norges Bank

Formålet med artikkelen er å beskrive rettslige hovedtrekk ved enkelte finansielle instrumenter eller transaksjoner som blant annet har betydning for sentralbanker ved gjennomføring av likviditetsstyring eller valutakursmål, overvåking av stabilitet i finansmarkedene og ved forvaltning av valutareserver eller offentlige fond. Derivater, swapper og gjenkjøpsavtaler stiller økonomer og jurister overfor store faglige utfordringer. Alle de tre kategoriene har et sentralt likhetstrekk: de inneholder en terminavtale. Lovgivningens holdning til de avtaler partene utvikler for å redusere risiko for tap dersom termindelen ikke oppfylles eller en av partene går konkurs, avgjør den kredittrisiko aktørene må ta hensyn til i sine disposisjoner.

Derivater

Innledning

Et derivat er en rettighet eller en plikt til å foreta en framtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes av prisen på et underliggende aktivum eller variable (f.eks. valutakurs, rentesats, indeksverdi) som den framtidige transaksjonen gjelder. Betegnelsen derivat skriver seg fra latin og betyr avledning.

I finansmarkedet er det en vesentlig funksjon å sikre seg mot finansiell ustabilitet, både for finansinstitusjonene og sluttbrukerne av finansielle tjenester. Derivatene er gode redskaper til å styre og fordele finansiell risiko. Bedrifter som av ulike grunner ikke ønsker å ta de typer risiko som ligger i deres ordinære virksomhet, kan ved hjelp av derivater eliminere eller redusere risiko og få den overført til bedrifter som av ulike grunner ønsker å ta den. Særlig banker har spesialisert seg på å håndtere ulike typer av slik risiko og fungerer nærmest som forsikringsselskap som bidrar til å omfordele risiko. Handel med derivater er i dag sentral i den finansielle tjenesteytingen, og handelen har økt i de senere årene.

Det eksisterer mange typer derivater med forskjellige risikoprofiler. Derivatene er oppbygd av to enkle basiskomponenter: terminkontrakter og opsjonskontrakter.

En *terminkontrakt* kan defineres som en avtale inngått i dag om levering av en bestemt mengde av en bestemt type aktiva til en bestemt pris på et

bestemt framtidig tidspunkt. Det betales ikke særskilte vederlag for terminkontrakter når de inngås.

Valutaterminkontrakter er f.eks. velegnet for bedrifter som handler med utlandet og som ønsker å sikre valutakursen for fremtidige inn- eller utbetalinger i fremmed valuta. Renteterminkontrakter (FRA) brukes til å sikre mot rentestigning på et lån eller mot framtidig rentefall på en plassering.

En *opsjonskontrakt* kan defineres som en avtale som gir den ene parten (erhververen) en rett, men ikke en plikt til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller til å selge (salgsopsjon) et aktivum til en bestemt pris på eller innen et bestemt tidspunkt. Som vederlag for denne retten mottar den andre parten (utstederen) en premie, som gir uttrykk for opsjonens markedsverdi ved kontraktsinngåelsen.

En valutaopsjon kan f.eks. anvendes når bedriften ønsker å kurssikre fremtidige inn- og utbetalinger i fremmed valuta og samtidig ønsker å dra nytte av en potensielt gunstig framtidig markedsutvikling. Valutaopsjonen kan virke som en vanlig forsikring, og benyttes bare hvis den uønskede negative kursutviklingen inntreffer. På samme måte virker en renteopsjon når det er ønskelig å sikre seg mot en negativ renteutvikling.

I tillegg til de rene termin- eller opsjonskon-

¹⁾ Se også tidligere artikler i Penger og Kreditt: 1994/4, Randi Nøes «Derivatmarkedene» og 1996/2, Vidar Holm «Avregningsavtaler og risiko ved betalingsoppgjør».

trakter finnes flere andre spesielt tilpassede produkter.

Derivater handles over børs eller i OTC-markedet («over the counter» - også kalt ad hoc- eller ikke-standardiserte derivater). Det kan være vanskelig å etablere noe klart skille mellom de ulike derivater som handles i de ulike markeder. På Oslo Børs er det etablert handel i opsjoner og terminer med aksjer, obligasjoner og aksjeindeks som underliggende aktiva eller variabel. Produktene er standardiserte og børsnoteres med tanke på alminnelig omsetning. Handelen i dette markedet foretas under medvirkning av en oppgjørssentral som enten er kontraktspart eller garantist for oppfyllelse av kontraktene. I OTC-markedet for valuta og rente handles det ellers terminer, swapper og opsjoner. Dette er produkter som er spesielt tilpasset den enkelte brukers behov, og som ikke er beregnet for alminnelig omsetning. De største aktørene i dette markedet

er de store bankene, og handelen foretas ofte som en del av bankenes kapitalforvaltning eller i forhold til kunder.

I tillegg til de finansielle derivatene foreligger også varederivater innen f.eks. olje, kraft, metall og korn. I Norge er det etablert et marked for omsetning av kraftderivater gjennom Nordpool AS (tidligere Statnett Marked).

Aktørene i derivatmarkedet er mellommenn og kunder. Mellommennene er bl.a. finansinstitusjoner og verdipapirforetak. Deres virksomhet består i å tilby kunder derivatkontrakter som de selv i stor grad avdekker mot andre aktører ved å inngå motsvarende kontrakter. Kundene er private selskaper, offentlige institusjoner mm. som har behov for å inngå derivatkontrakter for å sikre seg mot finansiell risiko. Noen aktører vil også operere i derivatmarkedet i spekulasjonsøyemed. Det er også aktører som har påtatt seg rollen som «market maker». Dette innebærer å stil-

Eksempler på derivater som omsettes over børs og i OTC-markedene

	Over børs	Utenom børs (OTC)
Terminer	valutafutures ¹⁾ rentefutures obligasjonsindeksfutures oljefutures aksjeindeksfutures	valutaterminer valutaswapper ²⁾ FRAer ³⁾ renteswapper ²⁾ vareterminer aksjeterminer
Opsjoner	standardiserte valutaopsjoner « renteopsjoner « oljeopsjoner « aksjeopsjoner « aksjeindeksopsjoner	OTC-valutaopsjoner OTC-renteopsjoner: - caps ⁴⁾ - floors - collars - swaptions ⁵⁾ OTC-aksjeopsjoner

1) *Futures* er en betegnelse på standardiserte terminkontrakter som omsettes over børs.

2) En *swap* er en finansiell transaksjon der partene avtaler å bytte kontantstrømmer over tid. Swapper kan normalt betraktes som en serie av terminkontrakter (hver betalingstermin representerer en implisitt terminkontrakt). I en *renteswap* avtaler partene å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter i henhold til forhåndsavtalte regler. En *valutaswap* er en avtale om å bytte spesifiserte beløp av to ulike valutaer som så skal byttes tilbake igjen til en forhåndsavtalt kurs ved forfall.

3) En *FRA* (Forward Rate Agreement) er en terminkontrakt på en rentesats.

4) Caps, floors og collars er betegnelser for ulike typer opsjoner på en flytende rente. En *cap* kan betraktes som en serie av kjøpsopsjoner med en kontraktspris som setter «tak» på renten. Tilsvarende kan en *floor* betraktes som en serie av salgsopsjoner med en kontraktspris som legger «gulv» på renten. En *collar* er en kombinasjon av en cap og en floor, og sikrer at renten ligger i intervallet mellom de avtalte «gulv»- og «tak» rentene.

5) En *swaption* er en opsjon på en renteswap. Kontrakten gir kjøperen rett til å tre inn i en renteswap på eller innen et bestemt tidspunkt til en forhåndsavtalt pris.

le løpende salgs- og kjøpskurser, og er viktig for at markedet skal fungere hensiktsmessig og kunne tilby allment forsikringsgode til en lav pris.

Med unntak av OTC-markedene for rente og valuta er det norske derivatmarkedet relativt lite.

En undersøkelse foretatt av Norges Bank viste at den totale omsetning av rente- og valutaderivater i det norske OTC-markedet i april 1995 utgjorde ca. 96 milliarder dollar, mens utestående kontrakter ved utgangen av mars måned hadde et underliggende kontraktsbeløp på ca. 289 milliarder dollar. Til sammenligning omsatte norske foretak som deltok i undersøkelsen, rentederivater over børs (herunder utenlandske børser) for ca. 23 milliarder dollar, mens beholdningen ved utgangen av mars måned utgjorde ca. 33 milliarder dollar.

Tallene viser at det norske derivatmarkedet domineres av handel i OTC-valuta- og rentederivater. Kontrakter som omsettes over børs, stod for bare ca. 10 prosent av samlet utestående derivatbeholdning ved utgangen av mars 1995. Det er nesten ingen handel i standardiserte børsprodukter for valutaderivater. Det noteres heller ikke valutaderivater på Oslo Børs.

Gjeldende rett

Handel med derivater reguleres av verdipapirhandelloven (vphl.) av 14. juni 1985 nr. 61. Rettstilstanden på området er for tiden under forandring, og rettskildebildet er derfor noe diffust.

Verdipapirhandellovutvalget avgav sin delinnstilling nr. 1 som NOU 1995:1 «Om investeringsforetak». Denne lå til grunn for Ot. prp. nr. 15 (1995-96). Delinnstilling nr. 2 ble avgitt som NOU 1996:2 «Om verdipapirhandel». Høringsrunden for denne er nettopp avsluttet. Begge innstillinger berører handel med derivater.

Den 15. desember 1995 avgav Aarbakkeutvalget sin rapport om avregning (netting) av derivatkontrakter (se nedenfor under punktet «Videre lovarbeid»). Rapporten ble sendt på høring sammen med NOU 1996:2.

Stortinget vedtok den 23. mai 1996 endringer i vphl. vesentlig i samsvar med Ot. prp. nr. 15.

Finansdepartementet fastsatte 26. juni 1996 forskrifter om ikrafttredelse av endringsloven slik at en del av loven trådte i kraft fra 1. juli 1996 og de øvrige trer i kraft 31. desember 1996. Samtidig ble noen forskrifter opphevd pr. 1. juli 1996 og andre forskrifter oppheves pr. 31. de-

sember 1996. Det er i forskriften også gitt overgangsbestemmelser for verdipapirforetak (fondsmeglerforetak).

Børsnoterte derivater er regulert av forskrift om handel med opsjoner og terminer av 8. desember 1994 nr. 1091 (opsjonsforskriften). I medhold av forskriften er det fastsatt standardvilkår av 12. desember 1994 nr. 1230 for handel med opsjoner og futures ved Oslo Børs og clearing av handel i Norsk Opsjonssentral AS (NOS). Standardvilkårene er nå under revisjon i anledning samarbeid mellom Oslo Børs, NOS, OM Stockholm AB og The London Securities and Derivatives Exchange Ltd. om et felles handelssystem og koordinert clearing for handel med derivater basert på aksjer og aksjeindekser.

Fremstillingen videre av gjeldende rett vil ta utgangspunkt i rettstilstanden etter de lovendringer som trer i kraft pr. 31. desember 1996.

Etter vphl. § 3-1 andre ledd vil både børsnoterte derivater og derivater som omsettes i OTC-markedet defineres som finansielle instrumenter. Dette gjelder imidlertid bare finansielle derivater. Varederivater omfattes ikke av definisjonen. Etter bestemmelsens første ledd vil handel med finansielle instrumenter på forretningsmessig basis regnes som investeringstjeneste. Slik tjeneste kan etter § 3-2 bare ytes av foretak som har tillatelse fra Kongen, foruten der virksomheten kan drives uten særskilt tillatelse i henhold til bestemmelsens andre ledd. Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon eller til aksjeselskap etter lovens § 3-3 første ledd. Foretak med tillatelse til å drive investeringstjeneste betegnes som verdipapirforetak, jf. § 3-1 femte ledd. Tidligere ble betegnelsen fondsmeglerforetak brukt.

Handel med derivater der aksjer og obligasjoner er underliggende aktiva er regulert av vphl. kap. 2a med tilhørende opsjonsforskrift og standardvilkår. Reguleringene omfatter handelsvilkår, børsnotering, oppgjørssystemer mv. Disse derivatene er underlagt børsplikt dersom de er beregnet på alminnelig omsetning. Dette følger av vphl. § 2a-1, jf. §§ 1-1 og 1-2, samt opsjonsforskriften. Etter § 2a-1 første ledd bestemmer Kongen hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning. Nærmere regler om dette følger av opsjonsforskriften.

I rundskriv av 12. juli 1991 legger Kredittilsynet til grunn at det ikke er tillatt for andre enn børs-

en å medvirke til å utstede opsjoner på børsnoteerte verdipapirer eller på opsjoner som igjen har børsnoteerte verdipapirer som underliggende aktiva, med mindre opsjonen ikke er beregnet på alminnelig omsetning. I henhold til rundskrivet vil det ved avgjørelsen av om en opsjon er beregnet på alminnelig omsetning blant annet bli lagt vekt på om det finnes et omsetningssystem med en viss regularitet og kapasitet, slik at omsetning lett kan skje, samt om opsjonskontrakten inneholder bestemmelser som begrenser omsetningsadgangen.

I henhold til opsjonsforskriften § 1-1 er visse kjøpsretter unntatt fra forskriften. Dette vil normalt være kjøpsopsjoner (warrants) utstedt i et gitt antall kontrakter med likelydende vilkår for innløsningspris og løpetid, og med samme utstedere. Dette i motsetning til de tradisjonelle børsnoteerte aksjeopsjonene som utstedes gjennom løpende avtaleinngåelser uten at det finnes noe angitt volum på opsjonsmengden.

I rundskriv av 27. september 1991 påpeker Kredittilsynet at foretak som medvirker til å formidle handel av OTC-opsjoner må bidra til å avklare eventuelle konsesjonsspørsmål knyttet til opsjonen. Videre minner Kredittilsynet om at når foretak medvirker til utstedelse av OTC-kjøpsopsjoner med aksjer som underliggende aktiva, skal det foretas en båndleggelse av de underliggende aksjene i VPS.

Handel med børsnoteerte derivater skal organiseres gjennom en opsjonsentral, jf. vphl. § 2a-1 og opsjonsforskriften § 5-1. Opsjonsentralen skal enten tre inn som part i alle transaksjoner eller gi garanti for oppfyllelse av inngåtte kontrakter. I Norge er det bare Norsk Opsjonsentral AS som i dag driver slik virksomhet. Det følger av opsjonsforskriften § 5-4 at det ved utstedelse av opsjoner og handel med terminer må stilles sikkerhet overfor opsjonsentralen for forpliktelsen ved handelen.

Det er i dag ikke anledning til å gjennomføre handel med OTC-derivater med NOS som oppgjørssentral. Det arbeides med muligheten av en nærmere standardisering av FRA-markedet med tanke på å organisere slike handel gjennom NOS. Dette forutsetter en mulighet til å registrere FRAer i VPS.

Børsnoteerte derivater skal registreres i Verdipapirsentralen (VPS), jf. opsjonsforskriftens § 4-1. Forskrift av 4. mars 1992 nr. 104 om registrering av kjøpsretter i VPS ble endret 14. mai 1996 slik at også opsjoner og terminer som ikke

er beregnet på alminnelig omsetning kan registreres i VPS. Dette krever en teknisk tilpasning i VPS.

For OTC-derivater er det i lov eller forskrift ikke fastsatt bestemmelser om handelsvilkår, børsnotering eller oppgjørssystemer slik som for derivater som omfattes av børsplikten. OTC-derivatene handles ofte på det internasjonale markedet, og det har internasjonalt utviklet seg en del standardkontrakter for disse markedene. The 1993 International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA) er en standardkontrakt til bruk ved valutaterminkontrakter. For valutaopsjoner foreligger også en standard hovedavtale; The International Currency Options Market (ICOM). International Swaps and Derivatives Association (ISDA) har utviklet en hovedavtale særlig til bruk for rente- og valutaswapper, men som også kan benyttes til å regulere ulike derivattransaksjoner.

Det har også internasjonalt etablert seg institusjoner for organisert valutahandel. Exchange Clearing House (ECHO) og FXNET Ltd. er vesentlig konsentrert om det europeiske marked, mens Multinett vesentlig er konsentrert om det nord-amerikanske marked. Slike institusjoner vil ofte inngå som kontraktspartner i alle transaksjoner, og det må da stilles marginsikkerhet til dekning av forpliktelser overfor institusjonen.

Foruten kraftderivater, finnes ingen særskilt regulering for varederivater i Norge. Nordpool AS har med hjemmel i energiloven § 4-2 fått konsesjon til å organisere markedet for fysisk krafthandel, og å forestå avregning og oppgjør med tilhørende betingelser. Nordpool AS fungerer på den måten både som børs og som oppgjørssentral ved å tre inn i kontraktene på samme måte som NOS.

Risiko i derivatmarkedet

Bruken av derivater vil ofte være motivert av et ønske om å redusere risikoen, samtidig som bruken av derivater også innebærer risiko. De vesentlige risikomomenter er knyttet til kredittrisiko og markedsrisiko. Med kredittrisiko menes risiko for tap som følge av at en motpart ikke oppfyller sine forpliktelser. Kredittrisikoen kalles derfor også motpartsrisiko. Markedsrisiko er risiko for endringer i finansielle priser og er således knyttet til markedsforholdene.

For derivater er kredittrisikoen i kontraktens

løpetid forskjellig fra risikoen ved oppgjør av kontrakten. Ved mislighold i kontraktens løpetid vil tapet normalt knytte seg til kostnadene ved å inngå en ny tilsvarende kontrakt. Ved oppgjørstidspunktet er det imidlertid slik at dersom begge parter oppgjør etter kontrakten ikke skjer samtidig, vil den part som yter først, risikere at den annen part ikke leverer sin ytelse. Dette er den del av kredittrisikoen som kalles oppgjørslisiko. Ved utenlandstransaksjoner foreligger en spesiell type oppgjørslisiko ved at oppgjørene i ulike land på grunn av tidssonene ikke skjer på samme tidspunkt.

Manglende levering kan også skyldes forsinkelse, noe som innebærer en likviditetsrisiko.

Begrepet juridisk risiko brukes når en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres som avtalt på grunn av rettslige reguleringer. Et typisk tilfelle av juridisk risiko er risikoen for at inngåtte kontrakter ikke kan gjøres gjeldende etter sitt innhold i konkurs og lignende situasjoner.

Derivater er komplekse produkter som kan være utsatt for operasjonell risiko knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer mm. Problemene som førte til avviklingen av Barings Bank høsten 1995 hadde sammenheng med dette.

Mislighold fra en part kan forårsake betydelige likviditetsmessige og kredittmessige problemer for andre deltakere i det finansielle system, slik at disse igjen kan få problemer med å oppfylle sine forpliktelser. Dette kan true stabiliteten i det finansielle marked og betegnes som systemrisiko.

Avregning (netting)

Mellommenn som inngår kontrakter med kunder vil ofte måtte sikre sine egne posisjoner ved å inngå motsvarende kontrakter. Det samme gjelder market makere som må inngå mange kontrakter for å balansere sin risikoprofil. Det kan på den måten oppstå store kontraktsvolum mellom to aktører.

Ved store mengder utestående kontrakter vil en aktør være utsatt for stor kredittrisiko. En måte å redusere denne risikoen på er at to aktører med mange utestående kontrakter seg imellom inngår avtaler om avregning av kontraktene (netting). I stedet for å gjøre opp hver enkelt transaksjon på bruttobasis, kan de avregne posisjonene og la den nettofordring som blir resultatet, gå til oppgjør.

Avregning vil redusere antall fordringer mellom partene og minske kostnadene ved betalingsoppgjørene fordi likviditetsbehovet reduseres. Avregning kan også innebære at kredittrisikoen reduseres. Risikoreduksjonen er imidlertid avhengig av at avregningsavtalene kan påberopes etter sitt innhold av den solvente part dersom motparten underlegges insolvensbehandling. Dette vil igjen bero på lovgivningen i hjemlandet til den fallerte part.

Finansinstitusjoner er pålagt å ha en kapitaldekning som står i forhold til de risiki de påtar seg. Det er innen EU gitt regler som gir adgang til å beregne den ansvarlige kapital i forhold til en derivatporteføljes netto motpartsrisiko. Forutsetningen er at det er inngått avregningsavtaler som etter lovgivningen i det land avregningsavtalen har sitt rettslige fundament, innebærer at avregningsavtalene kan gjennomføres etter sitt innhold dersom en av partene blir satt under insolvensbehandling.

Avregning mellom to parter betegnes som bilateral avregning. Er flere parter involvert, betegnes forholdet som multilateral avregning. I forbindelse med deltakelse i organisert avregning gjennom avregningssentral, brukes ofte betegnelsen multilateral avregning med sentral motpart. Deltakerne vil da rettslig stå i et bilateralt forhold til avregningssentralen, mens avregningen økonomisk sett har multilateral virkning ved at den enkelte deltaker kun står i én netto saldo-posisjon i forhold til de øvrige deltakerne samlet.

Avregningsavtaler

Alle de standardkontrakter som er nevnt ovenfor, inneholder avregningsklausuler.

De vanlige avregningsklausulene er betalingsavregning (payment netting), fornyelsesavregning (novation netting) og sluttavregning (close out netting).

Avtaler om betalingsavregning regulerer den praktiske gjennomføringen av løpende oppgjør mellom to parter og innebærer at det foretas et oppgjør av partenes nettoforpliktelser for hver valuta for hver oppgjør dato.

Ved avtaler om fornyelsesavregning vil partenes nye og tidligere kontrakter erstattes av en ny kontrakt mellom partene ved kontraktsinngåelsen. Dette innebærer en løpende nettobalanse mellom partene som blir avregnet for hver valuta for hver oppgjør dato. Det kan også tenkes at

det foretas omregninger av flere valutaer til en basisvaluta.

Sluttavregningsavtaler regulerer partenes fremtidige forpliktelser ved mislighold, eventuelt insolvensbehandling. Ved en slik situasjon skal alle uoppfylte kontrakter mellom partene avvikles og omregnes til et nettobeløp i en basisvaluta som den ene part skylder den andre. Avtalen vil omfatte ulike valutaer og forfallsdatoer, og også ulike derivattyper.

Avregningsavtalers rettslige stilling

Avregningsavtalenes rettslige stilling er uklar i Norge. Usikkerheten gjelder særlig spørsmål om boets rett til å tre inn i de kontrakter konkursdebitor har inngått før konkursåpning, kreditorenes adgang til motregning i konkurs m.m.

De kontrakter konkursdebitor har inngått før konkursåpning, kan være et økonomisk aktivum for boet, samtidig som boet kan ha interesse av å komme seg ut av ugunstige kontrakter. Etter norsk rett, i likhet med mange andre lands retts-systemer, 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. Dette gir boet en rett til å drive ensidig kontraktsutvelgelse («cherry picking») ved kun å velge å tre inn i de kontrakter som er gunstige for boet. For disse kontraktene vil boet kunne kreve full oppfyllelse av motparten. For de kontrakter boet velger ikke å tre inn i, vil motparten kun sitte igjen med et dividendeberettiget erstatningskrav.

Spørsmålet blir videre om motparten kan kreve å motregne et slikt erstatningskrav med det fulle beløp, mot et krav på oppfyllelse boet har mot motparten. Motparten vil i så fall kunne oppnå større dekning for sin fordring.

Adgangen til motregning i konkurs er regulert av dekningsloven kapittel 8. Utgangspunktet er at det foreligger full motregningsrett både i og utenfor konkurs, selv om dette ikke er avtalt på forhånd.

Forutsetningen for motregning er bl.a. at kravene må bestå mellom de samme parter på konkursåpningstidspunktet, kravene må være forfalt, og kravene må gjelde ytelser av samme art. Den rettslige uklarheten knytter seg bl.a. til om begge krav eksisterer på konkursåpningstidspunktet, og om vilkåret om at ytelsene skal være

av samme art er oppfylt når flere valutaer er involvert.

Det er full adgang til å inngå avtaler om avregning innenfor bestemmelsene i dekningsloven. Det er derimot ikke anledning til å inngå avtaler som begrenser et konkursbos rett til kontraktsutvelgelse, eller som gir en videre motregningsadgang enn hva som følger av dekningslovens bestemmelser.

Ved avtaler om betalingsavregning vil det foregå avregning og oppgjør mellom partene etter hvert som kontraktene forfaller. Oppgjør som er skjedd før konkursåpningen, vil dermed være ute av verden og omfattes ikke av boets rett til kontraktsutvelgelse.

Ved avtaler om fornyelsesavregning foregår det en løpende avregning mellom partene ved inngåelse av kontraktene. De avregnede posisjoner vil være grunnlaget for boets rett til kontraktsutvelgelse og motpartens motregningsrett ved en konkursåpning.

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.

Er det ikke gjennomført avregning eller oppgjør før åpning av en konkurs, vil kontraktens bruttobeløp inngå som mellomværende mellom konkursboet og motparten. Boet kan da foreta kontraktsutvelgelse innenfor bruttoposisjonene, og det kan oppstå spørsmål om motpartens rett til å foreta motregning av et eventuelt erstatningskrav mot boet. Situasjonen er aktuell hvis det ikke er inngått avregningsavtaler, eller ved avtaler om betalingsavregning hvor oppgjør ennå ikke er foretatt.

Avtaler om sluttavregning vil etter norsk rett neppe kunne gjøres gjeldende overfor et konkursbo ut over dekningslovens regler, og vil derfor ha begrenset betydning.

Videre lovarbeid

Aarbakke-utvalget foreslo i sin rapport av 15. desember 1995 at det skulle innføres lovreguleringer i verdipapirhandelloven for å sikre at avregningsavtaler kan gjøres gjeldende etter sitt innhold i forhold til et konkursbo. Forslaget omfatter bilaterale avregningsavtaler, samt multilateral avregning med sentral motpart. Det er bare rente- og valutainstrumenter som omfattes av

forslaget, men det foreslås også hjemmel for at det i forskrift kan bestemmes at også andre finansielle instrumenter skal omfattes av loven. I tillegg foreslås det at den sikkerhet som må stilles ved deltakelse i visse avregningssystemer skal være sikret mot omstøtelse.

I NOU 1996:2 foreslås en opphevelse av vphl. § 2a-1 første ledd om plikt til børsnøtering av derivater med verdipapirer som underliggende aktiva dersom disse skal være gjenstand for annenhåndsomsetning. Begrunnelsen er at det i Norge, på lik linje med andre land, bør kunne handles med derivater på underliggende verdipapirer både på og utenfor børser.

Bestemmelsen i vphl. § 2a-1 andre ledd om at organisert omsetning av derivater kun skal foregå på børser foreslås opprettholdt, men foreslås flyttet til børsløven. Videre foreslås at børsens adgang til å forestå kursnotering utvides til å omfatte de derivater som følger av definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 3-1 andre ledd. Utvalget påpeker også at en kursnotering av derivater vil måtte medføre endringer i børsens regelverk.

I henhold til NOUen foreslås også at handel i børsnøterte derivater skal foregå under medvirkning av en oppgjørssentral, som også må stille krav til løpende sikkerhet hos deltakerne. Når det gjelder handel med derivater utenom børser foreslås en generell forsiktighetsregel der det er opp til partene å avtale hvilke sikkerheter som skal stilles for de ulike derivatkontraktene.

Etter NOUen foreslås det ingen endringer i dagens system om at reglene i verdipapirhandelloven ikke skal gjøres gjeldende for varederivater.

Swap-avtaler

Generell beskrivelse av swap-avtalen

En swap er et finansielt instrument som omfattes av vphl. § 3-1 nr. 6, som igjen bygger på EUs investeringsstjenestedirektiv (ISD). I lovbestemmelsen er begrepet bytteavtale benyttet i stedet for swap, men det er ikke gitt noen nærmere definisjon i loven eller lovens forarbeider av begrepet bytteavtale.

I amanuensis Arne Tjaums bok «Valuta- og renteswapper» (1996) er det heller ikke gitt noen særskilt definisjon av begrepet swap. Tjaum avstår fra å forsøke å trekke opp en slik definisjon, bl.a. fordi swap-begrepet må betraktes som

svært elastisk. I stedet angir Tjaum i boken visse karakteristiske trekk ved swap-avtalene.

I andre analyser og utredninger er swap gjerne betegnet som en bytteavtale. Det kan da være grunn til å tilføye at begrepet bytte isolert sett ikke er helt dekkende i rettslig sammenheng. Bytte oppfattes i utgangspunktet som endelig overdragelse, men dette er ikke situasjonen for swap-pene. En swap innebærer bare en midlertidig ordning og utgjør ingen endelig overdragelse. Dessuten får byttet bare betydning for bytteavtalens parter. Dersom man inngår en avtale med en annen om å bytte betalingsforpliktelser i forskjellige valutaer over en avtalt periode - på avtalte vilkår - , beholder man sine opprinnelige forpliktelser i det underliggende rettsforhold. I så henseende skjer det ikke noe bytte.

Med disse reservasjoner kan begrepet bytteavtale gi et retningsgivende utgangspunkt for en generell karakteristik av swapavtalen.

En sentral funksjon som swapper kan ha, er å redusere eller eliminere risiko. Valutaswappene vil kunne redusere eller eliminere valutakursrisiko. På tilsvarende måte vil også swappene kunne være et egnet redskap til å gardere seg mot renterisiko. De forskjellige swap-arrangementer kan tilpasses individuelle behov mellom aktører i markedet, og gardering mot valutakurs- og renterisiko vil være av særlig betydning i terminavtaler med lang løpetid.

De to vanligste typene av swap-kontrakter er renteswapper og valutaswapper.

En *renteswap* kan noe upresist defineres som en avtale mellom to parter om å bytte rentebetalinger over en avtalt periode til en avtalt pris. Det vil da være rentedifferansen - og ikke hovedstolen - som er eksponert for risiko. Det vises til uttalelsen om dette i «nettingrapporten»²⁾ av 25.05.94 s. 14:

«I en renteswap avtaler partene å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter i henhold til på forhånd spesifiserte regler. I den vanlige formen (plain vanilla swap) byttes flytende rente mot fast rente. Det er vanlig å betrakte den parten som betaler flytende rente som selger av swap-kontrakten (eller innehaver av en short posisjon i kontrakten).¹⁾ Det inngår ikke noen avtale om

²⁾ Rapport fra en arbeidsgruppe (Kreditilsynet/Norges Bank) som har vurdert bilaterale motregningsavtaler i forhold til kapitaldekningskravet.

bytte av hovedstol i en renteswap. Som for FRAs betyr dette at kun rentedifferansen, og ikke hovedstolen, er eksponert for kredittisiko.

1) Det er ingenting i veien for at partene kan avtale å bytte en flytende rente mot en annen flytende rente eller en fast rente mot en annen fast rente.»

Når det gjelder *valutaswappene*, kan det være tale om såkalte tradisjonelle valutaswapper der man selger valuta midlertidig til f.eks. en bank og inngår avtale om gjenkjøp en bestemt fremtidig dato til en avtalt kurs. Men det kan med valutaswap også siktes til avtale mellom to parter om å bytte betalingsforpliktelser i to forskjellige valutaer over en avtalt periode, på avtalte vilkår. Det kan tilføyes at det etter hvert har utviklet seg en rekke forskjellige typer og kombinasjonsformer innenfor rente- og valutaswappene.

De valutaswappene som Norges Bank tar del i, kan deles i to hovedgrupper. Den første hovedgruppe er valutaswapper som Norges Bank går inn i på det åpne marked. Norges Bank kan dels benytte slike swapper i likviditetsstyringen, og banken swapper da norske kroner mot utenlandsk valuta. Norges Bank bruker imidlertid swapper i likviditetsstyringen bare i beskjedne utstrekning, idet de mest relevante virkemidlene i dag er F-lån og F-innskudd.

Norges Bank kan også benytte tradisjonelle valutaswapper som ledd i forvaltningen av kort-siktig likviditet i valutareservene, og byttevalutaene i swappene vil da være utenlandsk valuta.

Den annen hovedgruppe swapavtaler som Norges Bank inngår er swapavtalene med EUs sentralbanker og de tidligere swapavtalene banken har inngått med f.eks. Bundesbank. Det rettslige innhold av denne type avtaler antas etter sitt reelle innhold å være noe forskjellig fra de ordinære valutaswappene i markedet, jf. punktet «Valutaswapper mellom sentralbanker» nedenfor.

Nærmere om valutaswappene

Arne Tjaum gir en slik beskrivelse av valuta-swap i sin analyse «Valutaterminkontrakten», side 73):

3) «Valutaterminkontrakten, en rettslig analyse, særlig av kontraktens stilling i konkurs» avgitt november 1990.

«Valutaterminkontrakten er beslektet med en valutaswap på den måten at en valutaterminkontrakt ofte er den ene halvparten av en swap. En swap kan nemlig karakteriseres som en bytteavtale. Den kan gå ut på spot kjøp og terminsalg av samme valutasort i samme mengde. Men det kan også være to termintransaksjoner med ulike terminer («forward-forward»). For å kunne skille mellom kjøp av valuta på termin som er en del av en swap og selvstendige termintransaksjoner, brukes ofte betegnelsen *outright deal* om de sistnevnte. Betegnelsen brukes imidlertid både om forwardkontrakter og om kontrakter som har oppgjør før spot».

Som det fremgår tas det også her utgangspunkt i begrepet bytteavtale (Arne Tjaum har i sin analyse «Valuta- og renteswapper» (1991) presisert at det dreier seg om en midlertidig bytteavtale). Spot bytte av valuta skal på et gitt senere tidspunkt reverseres med samme mengde valuta (i samme valutasort) og til avtalt kurs. Det sentrale vil være at det reverserende valutabytte i en tradisjonell valutaswap i realiteten utledes fra en valutaterminkontrakt. Også det første valutabyttet kan være en valutatermintransaksjon, dersom valutabyttet ikke utgjør en spot transaksjon.

Når det gjelder valutaterminkontraktens stilling i konkurs, er dette et omfattende rettslig emne som det vil føre for langt å gi en utførlig fremstilling av her. Nedenfor nevnes kort noen konkursrettslige regler og prinsipper som vil være relevante for de tradisjonelle valutaswappene.

Dekningsloven § 7-7 har en bestemmelse som gir den solvente part rett til å heve avtalen dersom boet ikke trer inn i debitors avtaler, og dersom boet heller ikke betaler eller stiller sikkerhet etter dekningsloven § 7-5. Etter § 7-7 annet ledd kan den solvente part bare kreve dividende av en pengeytelse dersom vedkommende part hever avtalen etter å ha levert sin pengeytelse før konkursåpningen (uten å ha mottatt motytelsen). Dersom det første valutabyttet i en tradisjonell valutaswap er gjennomført før konkursåpningen, er imidlertid situasjonen en annen enn den som beskrives i dekningsloven § 7-7 annet ledd. Etter vanlige konkursrettslige prinsipper har den solvente part i en slik situasjon antakelig ikke plikt til å bytte tilbake valuta til boet (dvs. fullføre swappen), dersom boet ikke trer inn som masseforpliktet.

Det som lett kan forekomme når boet ikke trer inn, er at den annen part påføres et økonomisk

tap ved at swappene ikke kan fullføres. Et slikt tap vil da kunne fremmes som et erstatningskrav etter dekningslovens § 7-8, men da bare som et dividendekrav. Eventuelt kan erstatningskravet motregnes i krav mot den solvente part som konkursdebitor måtte ha på konkursåpningstidspunktet, men vilkårene for motregning i konkurs er sammensatte og f.eks. for motregning i ulike valutaslager er den rettslige situasjon usikker.

I selve oppgjørstidspunktene ved det første og det reverserende valutabyttet i en tradisjonell valuta-swap kan man komme i en situasjon hvor den solvente part har levert valuta uten å ha mottatt motytelse. Det er i praksis ikke alltid mulig å oppnå samtidighet i oppjøret. Dersom den solvente part har levert sin ytelse på det tidspunkt motparten går konkurs, uten å ha mottatt motytelsen, står den solvente part tilbake med et dividendekrav i boet (dekningslovens § 7-7 annet ledd).

Valutaswapper mellom sentralbanker

Som et virkemiddel i kursstabiliseringspolitikken inngikk Norges Bank i 1987 en 6 måneders swap-avtale med Deutsche Bundesbank. I kjølvannet av at den norske kronen ble knyttet til den europeiske valutaenheten ECU i 1990, ble det inngått tilsvarende swap-avtaler med EUs sentralbanker. Avtalene med EUs sentralbanker avløste den nevnte swap-avtalen fra 1987 mellom Norges Bank og Bundesbank.

De swap-arrangementene det her er tale om, er ikke helt de samme som typiske swap-avtaler på valutamarkedet der det skjer et reelt bytte på overføringstidspunktet og på reverseringstidspunktet. For å kunne oppnå den tilsiktete intervensjonseffekt, er det i slike swapper mellom sentralbankene forutsatt at kronebeløpet som skal «byttes» mot trekket i vedkommende sentralbank ikke benyttes, og beløpet i norske kroner skal bli stående på vedkommende sentralbanks konto i Norges Bank. Dersom f.eks. Norges Bank swapper til seg en valuta for å bruke den til å trekke inn norske kroner, ville effekten bli eliminert dersom det kronebeløp som stilles i bytte ble brukt på det norske marked. Dette plasserer sentralbank-swappene i en annen stilling enn vanlige valutaswapper.

I Norges Bank har man ment at de swap-avtalene med sentralbankene det her er tale om i realiteten må sees som avtaler om trekkrettigheter, dvs. avtaler om kreditt. Finansdepartementet har

lagt samme syn til grunn og uttalt at det er nærliggende å sammenligne de trekk som eventuelt blir gjort under nevnte avtaler med låneopptak, til tross for at ordningene benevnes som swap-avtaler, jf. St.prp. nr. 51 (1990-91) s. 4.

Drøftelsen av innholdet i disse swap-avtalene mellom sentralbankene har for Norges Banks vedkommende knyttet seg til forholdet til sentralbankloven § 26 om bankens adgang til på visse vilkår å inngå internasjonale avtaler om kredittordninger mv. med andre sentralbanker (og enkelte andre institusjoner). Slike avtaler må godkjennes av Finansdepartementet, og Finansdepartementet har i ovennevnte St. prp. nr. 51 (1990-91) lagt til grunn at Norges Banks deltakelse i slike trekkordninger mellom sentralbankene krever Stortingets samtykke. I og med at det i denne sammenheng dreier seg om avtaler mellom sentralbankene, blir spørsmålet om avtalens stilling i konkurs lite aktuelt.

Gjenkjøpsavtaler eller repo-transaksjoner

Hovedtrekk

En gjenkjøpsavtale inngås når en aktør selger verdipapirer til en annen aktør, og partene samtidig avtaler at selgeren senere skal kjøpe tilbake samme type og mengde verdipapirer til en avtalt pris, på en forhåndsavtalt dato eller ved «call» (varsel). Transaksjonen er et salg - spotdelen - koblet med en avtale om et bindende, fremtidig gjenkjøp - termin delen. I internasjonalt bransjespråk kalles dette en «repo». Ordet er avledet av «repurchase», som er et eldre engelsk uttrykk for å kjøpe tilbake. Det innledende salget gjennomføres fullt ut som en vanlig handel. Det innebærer at i avtalens løpetid har kjøperen disposisjonsrett over verdipapirene fullt ut, som en eier. Det er likevel avtalt at eventuell utbetaling på kupong knyttet til verdipapiret tilfaller selgeren. Ved utløpet av avtalen er det identiske verdipapirer som skal gjenkjøpes. - I denne oversiktsartikkelen begrenses fremstillingen til repoer i obligasjoner eller lignende gjeldsinstrumenter.

Varianter av gjenkjøpsavtaler

I de velutviklede finansmarkedene finnes to ulike hovedtyper av gjenkjøpsavtaler.

En «sell/buy back»-transaksjon («buy/sell back» sett med kjøpers briller) inngås ved at to

parter i to ulike sluttседler og uten ytterligere avtaledokumenter avtaler henholdsvis et salg (spot) og et gjenkjøp på termin av samme verdipapirer. Termindelens pris avspeiler at det er to sammenhengende elementer i en gjenkjøpsavtale. Den vanlige betegnelsen på avtalen er «buy/sell back».

En repo inngås derimot på en slik måte at de to transaksjonene uttrykkelig knyttes sammen i en særlig avtalebekreftelse og dessuten føres inn under en rammeavtale partene på forhånd har opprettet for å regulere sine repo-transaksjoner. I denne rammeavtalen - som gjerne er utarbeidet av en eller flere bransjeorganer i de ulike markedene eller internasjonalt - reguleres særlig situasjoner som kan påføre en av partene tap. Markedskursen på verdipapirene endrer seg gjerne, og dersom en av partene så ikke klarer å overholde sine forpliktelser når gjenkjøpet skal gjennomføres, eventuelt går konkurs, må den andre parten sikre sin rettslige stilling. Det er spesielt tre elementer som er viktige: fortløpende justering av marginsikkerhet, netting av samtlige utstående repoer mellom partene på daglig basis og sanksjonsmuligheter ved mislighold eller konkurs. - Sett fra kjøpers ståsted er avtalen en «reverse repo», dvs. omvendt gjenkjøpsavtale.

En avtale om «securities/bond lending» vil på samme måte som en repo være gjennomregulert i et særskilt dokument. Men her er partene betegnet som låntaker og långiver, og parten som låner ut verdipapirer, får gjerne andre verdipapirer som sikkerhet. Det avtales likevel at låntaker i låneperioden har samme rettigheter over verdipapirene som en eier, slik at det bare er identiske verdipapirer som skal tilbakeføres. Formålet med slike låneavtaler er i første rekke å skaffe verdipapirer til shortsalg og oppgjør.⁴⁾

⁴⁾ Såkalt «lån av finansielle instrumenter» er nå regulert i verdipapirhandelloven § 4-8, både for ulike gjeldsinstrument og aksjer.

⁵⁾ Verdipapirene er da såkalt «special collateral», fordi motivet for transaksjonen er å få tak i disse.

⁶⁾ Verdipapirene tjener nå som sikkerhet og kalles «general collateral», fordi det er uvesentlig hvilket enkeltpapir som «kjøpes», så lenge de er solide (f.eks. US Treasuries, statsobligasjoner).

⁷⁾ NatWest Market anslo (1995) repo-markedet i USA til 1000 milliarder USD i utestående avtaler (på et gitt tidspunkt).

Funksjoner

Avtaleformen ble utviklet i USA allerede i 1920-årene. Den ivaretar flere ulike formål, alt etter om man er kjøper eller selger.

Et sentralt formål for kjøper (i spotdelen) er å skaffe verdipapirer til et shortsalg, dvs. for å oppfylle en handel som ble inngått på et tidspunkt der han (f.eks. en megler) ikke disponerte slike verdipapirer⁵⁾. Adgangen til å skaffe seg papirer nærmest på daglig basis ut fra stående repoavtaler med store institusjonelle investorer sikrer meglers fortjenestemuligheter ved en rekke typer handler og avverger straffegebyr. Fra et systemsynspunkt bidrar repo-avtalen til stabilitet i finansmarkedene gjennom en øket tilgjengelighet og dermed sikkerhet for levering av verdipapirer. Dette har særlig betydning i land med velutviklede derivatmarkeder, der verdipapirer må skaffes på kort varsel for å betjene f.eks. opsjoner.

Selger får en ny kilde til avkastning på porteføljen, fordi kjøper - ved å akseptere en lavere rente fra selger enn pengemarkedets - betaler et vederlag for å kunne disponere verdipapirene på det tidspunkt han trenger dem. Dette avspeiles i forskjellen mellom prisen ved salg og gjenkjøp. På grunn av spotsalget blir selger sittende med likviditet, som han enten kan overføre til sin bank eller reinvestere gjennom en ny repo-avtale med en tredje part. I denne nye transaksjonen får han formelt rollen som kjøper av verdipapirer, men rettslig sett er poenget å få plassert likvider mot sikkerhet (sammenlignet med bankinnskudd).⁶⁾ Dessuten får han også et bredere marked for sin overskuddslikviditet. Renten på plasseringen i repoer er nært knyttet opp til renten i det øvrige pengemarked.

Repoen som pengemarkedsinstrument er fremfor alt viktig i USA. Meglerhusene er der organisert som selvstendige foretak og ved lovregulering avskåret fra den likvide kapital som bankene sitter på. Deres finansieringskilde er i hovedsak repo-markedet, der de på kortsiktig basis låner inn likvider mot å selge deler av egen verdipapirbeholdning og så kjøpe den tilbake igjen.⁷⁾

Bedømt etter sitt formål er poenget med en gjenkjøpsavtale i noen relasjoner å gjennomføre en endelig overdragelse av verdipapirene i spotdelen, som f.eks. ved shortsalg og andre oppgjørproblemer. Når en aktør derimot bruker re-

poer for å skaffe seg likvider, er formålet å gi sikkerhet for et tidsbegrenset lån. Denne tvetydigheten gjør at det er med god grunn repo-avtalen ofte betegnes som en hybrid mellom et kjøp og et lån rettslig sett.

For sentralbanker er sikringsformålet det vesentlige når man anvender gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen, jf. den varslede innføringen av repoer mellom Norges Bank og bankene.

Som porteføljeforvalter for valutaeservene er Norges Banks situasjon som beskrevet ovenfor. I første omgang er vi selger av verdipapirer andre aktører har et særskilt behov for, men i neste omgang er vi opptatt av å sikre et utlån av kortsiktig overskuddslikviditet på en betryggende måte.

Fordi en repo er den enkleste og raskeste fremgangsmåte når man skal etablere pantessikkerhet for kreditt, har Bank of England signalisert at de vurderer å benytte gjenkjøpsavtaler med bankene som grunnlag for å sikre deres daglige trekkrettigheter i det nye RTGS-oppgjørssystemet for større betalinger. Det er også aktuelt og svært praktisk å etablere og justere deltakernes marginsikkerhet i oppgjørssentraler for derivater gjennom repoer.

Risikobildet

For å kunne gjennomføre repoer raskt og med lave transaksjonskostnader kobles en særlig depotbank - «triparty bank» - inn i oppgjøret mellom de to partene, slik at begge parter kan være sikker på riktig oppfyllelse og gjennomføring etter «delivery vs. payment»-krav. Denne mellommannen (som opptrer etter oppdrag fra begge parter i en repoavtale) vil også kunne ta ansvaret for en særlig viktig oppgave i terminperioden: å justere avtalt marginsikkerhet i tråd med markedskursen på verdipapirene. Det er vanlig kontraktspraksis at selger (i spotdelen) betinger seg en margin på 2 prosent for å sikre seg mot kostnader som pådras dersom kjøper ikke klarer å levere identiske verdipapirer ved gjenkjøpet. Kursen på verdipapirene kan stige før han får gjenanskaffet disse, og han må betale transaksjonskostnader. Denne marginsikkerheten (eller for den saks skyld sikkerhetsmarginen) overvåkes på daglig basis, slik at selgers konto hos mellommannen tilføres nødvendige midler dersom markedskursen på verdipapirene stiger. Dersom de samme partene har inngått flere repo-transaksjoner om ulike verdipapirer som tripartybanken

skal overvåke og beregne sikkerhetsmargin for, gjennomføres dette på netto basis. Det kan være verdt å merke seg at i kontraktene omtales justering av marginsikkerheten som verdisikring av pantet («collateral»). Marginsikkerheten skal også dekke den risiko som selger tar ved at hans vederlag for gjenkjøpsavtalen inngår som en post ved beregning av gjenkjøpsprisen. Vederlaget betales altså på etterskudd.

Rettslige rammebetingelser

Av hensyn til internasjonal handel har de fleste land lagt stor vekt på å minimalisere ulikhetene i nasjonale lovregler for betalingsinstrumenter som sjekker, veksler og rembuser. Det er et betydelig internasjonalt marked for gjenkjøpsavtaler. Større investorer har gjerne en portefølje av gjeldsinstrumenter i ulike valutaer fra ulike utstederland. For disse er det selvsagt av interesse å kunne utnytte repo-markeder i Tyskland, England eller USA til å øke avkastningen på verdipapirer som f.eks. statsobligasjoner.

Det er imidlertid ikke gjennomført noen form for harmonisering av de enkelte lands konkurslovgivning. Tvert imot er dette et rettsområde der ulikhetene er store. Dette betyr at det i utgangspunktet medfører uønsket rettslig risiko å delta i repo-markedene sammenlignet med markedene for varer og tjenester. Rettsreglene utgjør en særlig risikofaktor. Rettssystemene har nemlig en innebygget skepsis eller treghet overfor nyskapinger. Det er heller ikke uten videre lett å godta at en kontraktsform som dels ligner kjøp og dels pantelån, fyller sine funksjoner i finansmarkedene nettopp av den grunn at man ved å kalle det et kjøp f.eks. definerer seg vekk fra kravene til formell og tidkrevende fremgangsmåte ved etablering av gyldig pant. Hvorfor skal en transaksjon som mest ligner et lån mot sikkerhet, men bare er dokumentert som et vanlig kjøp, ha rettsvern i konkurs?

Engelsk rett gir gjenkjøpsavtaler en klar rettslig basis, forutsatt at de forhold som kan skape juridisk risiko, er regulert i en standardavtale. Det finnes ikke relevant lovgivning eller rettspraksis som direkte avklarer om en repo i siste instans skal betraktes som en spesiell avtale om kjøp eller som et pantesikret lån.

Dersom avtalen skulle bli ansett som et lån, kunne det være et problem at selve pantsettelsen ikke var registrert og dokumentert i overens-

stemmelse med pantelovgivningen og således ikke hadde rettsvern i konkurs. De betenknings Bank of England innhentet ved innføringen av et åpent innenlandsk repomarked i 1996 trekker klart i retning av at repoer etter engelsk rett vil bli vurdert som kjøp.

Når en av partene i en uoppfylt (gjen)kjøpsavtale går konkurs i terminperioden, er det rettsreglene om motregning i konkurs som blir avgjørende for omfanget av den risiko motparten løper (se avsnittet om avregningsavtaler for derivater). Repoavtalen søker å sikre den solvente part mot at han for sin del må oppfylle alle forpliktelser fullt ut til konkursboet, mens kravet på motytelsen fra boet bare blir et dividendeberettiget krav. Kan man motregne, dvs. avregne, mellom de to kravene, er risikoen bare differansen mellom de to. En faktor i regnestykket her er altså at selgeren (av verdipapirer i spotdelen) først får vederlaget for repoavtalen ved gjenkjøpet. I engelsk rett er det kort og godt lovfestet at motregning skal gjennomføres i konkurs.

Dette prinsippet har også gjennomslagskraft i forhold til reglene om cherrypicking eller kontraktutvelgelse. Konkursboet kan ikke avskjære motregning fra den annen part i repoavtalene ved å kreve å tre inn i de avtalene den solvente part ønsker å gjøre opp ved motregning (jf. avsnittet om avregningsavtalers rettslige stilling under derivater).

I USA forelå det i en periode en risiko for tap på grunn av markedsutviklingen på verdipapirene i repoavtalen. Effekten ved adgang til motregning i konkurs er identisk med at den solvente part har en panterett. I den generelle konkurslovgivningen er det fastsatt at så vel realisasjon av pant som motregning overfor konkursboet er avskåret i en lengre periode etter konkursåpningen - såkalt «automatic stay». Formålet er å gi boets organer en pustepause, slik at man kan konsentrere seg om restrukturering og refinansiering av virksomheten. Dersom en slik regel også skulle gjelde for finansielle instrumenter og finansmarkedene, ville løpetiden på en repoavtale bli 2 måneder i stedet for 1 til 5 dager. Risikoen ved markedsutviklingen i verdipapirene ville i tid bli forlenget kraftig utover det man la til

grunn da man kalkulerte vederlaget i repoavtalen. For å beskytte de amerikanske pengemarkedene mot denne usikkerheten er det gjennom særskilt lov gjort unntak fra regelen om «automatic stay» for en rekke finansielle kontrakter og instrumenter, herunder repoavtaler i visse typer verdipapirer. Standardavtalene som sikrer den solvente part retten til motregning i konkurs, kan da gjennomføres fullt ut. Når repoavtalene spiller en så avgjørende rolle for finansieringen av sentrale aktører i verdipapirmarkedene i USA og dessuten er det viktigste virkemiddel for Federal Reserve i pengemarkedene, ville en eventuell rettslig risiko raskere kunne utgjøre en systemrisiko. Dette er selvsagt begrunnelsen for lovgivningens vern av gjenkjøpsavtalene.

Etter norsk rett gjelder det ingen regel om at tvangsfullbyrdelse av pant og motregning avskjæres når det åpnes konkurs. Hos oss er imidlertid reglene om boets inntredelsesrett i uoppfylte avtaler i dekningsloven § 7-3 gitt gjennomslagskraft foran en avtale om motregning i tilfelle konkurs (se nærmere om avregningsavtalers rettslige stilling under derivater). Men omfanget av den kredittrisiko dette medfører er klart begrenset. Boet må ta standpunkt til om det vil tre inn «innen rimelig tid». Gjenkjøpsavtaler er en såvidt oversiktig avtaleform at boet - på grunnlag av daglig tilgjengelig markedskurs på verdipapirene - raskt kan beregne de økonomiske konsekvenser av å tre inn. En uke vil da regelmessig være nok til å ta en beslutning. Motpartens risiko vil da være begrenset til svingningene i markedskurs denne uken. Dersom boet ikke trer inn og oppfyller gjenkjøpsdelen, avregner motparten de verdier han besitter - likvider eller verdipapirer - i sitt erstatningskrav mot konkursboet for misligholdt termindel.

Når det gjelder forholdet til pantelovgivningen, antas det at manglende gjennomføring av enkelte formkrav for pant i lovgivningen ikke vil frata en gjenkjøpsavtale dens rettsvern i konkurs, så lenge avtalen er godt dokumentert, er en balansert og gjensidig bebyrdende avtale på markedsvilkår og ikke reduserer ensidig aktivsiden hos den part som senere går konkurs.

NY 50-ØRE



Advers



Revers

Som den tredje mynten i den nye myntrekken, ble 50-øren i ny utforming satt i omløp 16. september i år.

Mynten er preget i bronse og er 18,5 mm i diameter, dvs. 1,5 mm større enn 25-øren var. Den «gamle» 50-øren på 22 mm vil være gyldig som betalingsmiddel i ett år, til 16. september 1997. Norges Bank vil imidlertid innløse den frem til 16. september 2007.

Myntens data er:

Diameter: 18,5 mm

Tykkelse: 1,7 mm

Vekt: 3,6 g

Legering: 97% kobber, 2,5% sink, 0,5% tinn

Preg:

Advers:

Kongekronen. Under motivet: Den Kongelige Mynts merke (hammer og bergsjern) og myntdirektørens merke, JEJ (Jan Erik Johansen).

Revers:

Fabeldyr fra portalen på Urnes stavkirke.

I omskrift til høyre for motivet: 50 ØRE · NOREG · 1996

Mellom motivet og skriften: Formgiverens signatur.

Rand:

Glatt

Formgiver:

Grazyna Jolanta Lindau

DE NYE 5- OG 1-KRONEMYNTENE FÅR HULL

Norges Bank har besluttet at de nye 5- og 1-kronemyntene skal utformes med hull. Denne endringen i de opprinnelige planene ble foretatt for å eliminere muligheten for å forveksle myntene innbyrdes i den nye myntrekken. Etter erfaringene med utskiftningene hittil, ble det ansett at slik forvekslingsfare kunne ha oppstått mellom 20-kronen og den nye 5-kronen. Videre vil hull i 5- og 1-kronemyntene lette gjennomføringen av myntutskiftingen, idet det ikke vil være forvekslingsfare mellom nye og gamle mynter, selv om det skulle være en viss parallellsirkulasjon i overgangsperioden. Av håndteringsmessige og andre praktiske årsaker bør det ikke være mer enn omkring 12 mm forskjell i diameter mellom største og minste mynt i myntrekken. Det aktuelle området for størrelsesvariasjon blir da ca. 30-18 mm, og det vil ikke være til å unngå at noen av de nye myntene blir liggende nær noen av de gamle i størrelse. Det var derfor opprinnelig planlagt en periode på to år for å trekke inn én valør før en annen med sammenlignbar størrelse kunne introduseres.

Den nye 1-kronen planlegges nå utgitt i 1997

og den nye 5-kronen i 1999, som er en fremskynding på to år i forhold til de opprinnelige tidsplanene.

Endringene i utformingene har vært drøftet med Forbrukerrådet, Norges Blindforbund og Norsk Pensjonistforbund, som alle sterkt har anbefalt løsningen med hull for 5- og 1-kronemyntene. Norges Bank har også vurdert andre utforminger, som manglekantede mynter, bimetall (en ring i ett metall presset sammen med en senterplate i et annet) samt å bygge spesielle kjennetegn inn i preget. Så vel sentralbanken som de forespurte institusjonene kom imidlertid til at hull er den beste løsningen for publikum.

Dette innebærer økte produksjonskostnader i forhold til mynter uten hull. Men samtidig får vi en meget brukervennlig myntrekke, med mynter i tre ulike legeringer og med hull i de to midterste valørene.

20- og 10-kronemyntene er i en nysølvlegering, de nye 5- og 1-kronemyntene blir i kobbernikkel som i dag, og den nye 50-øren - lansert 16. september i år - er i bronse.

NYE ARBEIDSNOTATER FRA NORGES BANK

Norges Banks arbeidsnotater inneholder hovedsakelig forskningsarbeider og utredninger som ikke nødvendigvis har fått sin endelige form, og utgis blant annet for at forfatteren kan motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Arbeidsnotatene kan fås ved henvendelse til Norges Bank, Biblioteket, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tom Bernhardsen: «Devaluation Expectations and Macroeconomic Variables: A Critical Evaluation of the Literature». Arbeidsnotat 1996/5, 38 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-094-6

Arbeidsnotatet tar for seg sammenhengen mellom devaluering forventninger og makroøkonomiske forklaringsvariable og kritiserer økonometriske metoder brukt i tidligere studier på dette feltet. Den avhengige variabelen, devaluering forventningene, viser seg ofte å være stasjonær, mens flere av forklaringsvariablene er ikke-stasjonære. De ikke-stasjonære forklaringsvariablene må derfor kointegrere dersom de skal ha signifikant effekt på devaluering forventningene. Imidlertid blir standard testmetoder (t-tester) gale, da fordelingen til t-observatorene tilhørende ikke-stasjonære variable har lengre haler enn normalfordelingen. I notatet simuleres riktige kritiske verdier for t-observatorene. Da kan en teste hvorvidt de ikke-stasjonære variablene har signifikant effekt på devaluering forventningene og dermed hvorvidt de ikke-stasjonære variablene kointegrerer. På bakgrunn av dette kritiseres tidligere studier, som i liten grad undersøker variabelenes tidsserieegenskaper og hvorvidt ikke-stasjonære variable kointegrerer. I tidligere litteratur konkluderes det for ofte med at ikke-stasjonære variable har signifikant effekt på devaluering forventningene.

Tom Bernhardsen: «A Test of Uncovered Interest Rate Parity for some EMS Countries». Arbeidsnotat 1996/6, 26 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-095-4

I notatet testes udekket renteparitet for fem europeiske land. Basert på antagelsen om rasjonelle forventninger, udekket renteparitet og investorenes devaluering forventninger estimeres investorenes subjektive devalueringssannsynligheter. En kan dermed teste hvorvidt investorenes subjektive devalueringssannsynligheter er konsistente med det antall devalueringer som inntraff i perioden. For en rekke av landene er investorenes subjektive devalueringssannsynligheter kun konsistente med «vesentlig flere» devalueringer enn det antall devalueringer som faktisk inntraff. Det må da skyldes ikke-rasjonell atferd eller at investorene krever en risikopremie. I notatet legges det vekt på hvorvidt resultatene er sensitive overfor forutsetningen om investorenes devaluering forventninger. En fordel med denne testen er at vi kjenner den eksakte fordelingen til testobservatoren under nullhypotesen. I «standardtesten», der en estimerer sammenhengen mellom endringer i valutakursen og rentedifferansen til utlandet, er derimot fordelingen til testobservatoren ukjent og avviker vesentlig fra normalfordelingen.

B. Gabriela Mundaca, Ole Bjørn Røste og Siri Valseth: «The dynamics of the correlations between the short- and long-run interest rates in the Nordic countries and Germany». *Arbeidsnotat 1996/7*, 31 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-096-2

Vi tallfester tidsvarierende samvariasjoner mellom kortsiktige (3 måneders) og langsiktige (10 års) renter for de nordiske land og Tyskland, anvendt på daglige data fra 1993-1994, og med bruk av en autoregressiv betinget heteroskedastisk modell. Vi beregner også den tidsvarierende korrelasjonen mellom norske og utenlandske renter. Et viktig biprodukt av analysen er estimater på den tidsvarierende volatiliteten for slike renter, for hvert av landene. Vi finner at norske og svenske (både kortsiktige og langsiktige) renter er sterkest korrelert. Den tidsvarierende korrelasjonen mellom norske og tyske obligasjonsavkastningsrater var relativt lav, noe som er overraskende idet en viktig målsetting for norske pengemyndigheter har vært å tilnærme og følge tyske renter i perioden etter bruddet med valutakursbåndregimet høsten 1992. For alle land utenom Tyskland har korrelasjonen mellom

kortsiktige og langsiktige renter vært positiv. Dette kan indikere at tysk monetær politikk har vært mer troverdig enn pengepolitikken i de nordiske landene i denne perioden. Tyske renter har også hatt minst betinget varians, fulgt av de norske.

B. Gabriela Mundaca: «A Drift of the 'Drift Adjustment Method'», *Arbeidsnotat 1996/8*, 13 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-097-0

Vi viser hvorfor det å ta regresjon av realiserte rater for depresieringen av valutakursen innenfor et valutakursbånd med hensyn på en gitt informasjonsmengde, medfører et såkalt «Peso-problem». Dette oppstår selv om regresjonen er betinget (*ex-post*) av at det ikke gjøres endringer i sentralpariteten (à la drift adjustment-metoden). En slik prosedyre gir generelt inkonsistente estimater. En alternativ tilnærming, som gir konsistente estimater på forventet depresiering innenfor valutakursbåndet og dessuten på forventet endring av sentralparitet (eller realignment), foreslås.

AUKSJONSKALENDER FOR STATSOBLIGASJONER OG STATSSERTIFIKATER

2. HALVÅR 1996

Statsobligasjoner

For 2. halvår 1996 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statsobligasjoner:

Offentliggjøring:	mandag	kl. 12.00	26.8	4.11
Auksjon:	mandag	kl. 10.00	2.9	11.11
Oppgjør:	torsdag	kl. 10.00	5.9	14.11

Statssertifikater

For 2. halvår 1996 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statssertifikater:

Offentliggjøring:	torsdag	11.7	15.8	12.9	10.10	14.11	12.12
Auksjon:	mandag	15.7	19.8	16.9	14.10	18.11	16.12
Oppgjør:	onsdag	17.7	21.8	18.9	16.10	20.11	18.12

Auksjonene av statsobligasjoner og statssertifikater kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

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

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

Periode	D-lånsranne % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1994									
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	0,2	4,7	5,23	0,1	5,18	3,6
Mars	01.-15.	7,0	3,6	0,1	-	-	5,6	4,99	3,0
	16.-31.	7,0	3,4	0,3	6,5	4,74	1,0	4,88	3,1
April	01.-15.	7,0	3,4	0,2	11,5	4,66	-	-	7,5
	16.-30.	7,0	3,4	0,1	13,3	4,54	-	-	3,0
Mai	01.-15.	7,0	3,4	0,1	8,7	4,55	-	-	4,7
	16.-31.	7,0	3,2	0,3	22,8	4,60	-	-	7,6
Juni	01.-15.	7,0	3,4	0,0	14,3	4,58	-	-	4,6
	16.-30.	7,0	3,4	0,3	9,2	4,60	-	-	7,0
Juli	01.-15.	7,0	3,8	0,1	0,3	-	5,0	4,80	3,1
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	11,8	4,63	0,0	-	5,6
August	01.-15.	7,0	3,8	0,1	2,2	4,61	0,6	4,60	4,3
	16.-31.	7,0	3,6	0,2	8,4	4,66	0,0	-	2,6
September	01.-15.	7,0	3,8	0,0	2,0	4,67	0,7	4,72	3,3

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

Renter på D-lån og på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten)

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
-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 viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 01.09.94 (Se rundskriv nr. 11/18. august 1994) Forskriften gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til sikkerhet for D-lån. Som sikkerhet aksepteres fastrenteinnskudd i Norges Bank og verdipapirer som er pantsatt til fordel for Norges Bank. Beregningsgrunnlaget for D-lån settes lik forvaltningskapitalen fratrukket D-lån. 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. Pantesikkerheten vil kunne endres daglig.

f.o.m. 01.09.96 (Se rundskriv nr. 5/23. august 1996) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994 om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Filialer i Norge av finansinstitusjoner utenfor EØS-området gis adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Som sikkerhet for D-lån aksepteres også verdipapirer denominert i norske kroner og registrert i VPS som er utstedt eller garantert av utenlandsk stat innenfor OECD-området, med unntak av stater som har reforhandlet sin utenlandske statsgjeld de siste 5 år. Videre aksepteres bankers eierandeler i verdipapirfond som etter sine vedtekter kun kan investere i norske statspapirer.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

f.o.m. 8.4.92 (Se rundskriv nr. 3/8. april 1992) Det gis adgang til å legge ut obligasjonslån med avdragsfri periode på inntil 10 år mot tidligere 5 år. Endringen berører ikke kommunale og fylkeskommunale lån.

Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitusjoner. Balanse
4. Forretnings- og sparebanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
6. Private kredittforetak. Balanse
7. Private finansieringsselskaper. Balanse
8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
10. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

Verdipapirstatistikk

12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi

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

Kreditt- og likviditetsutvikling

20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 23b. Sammensetningen av pengemengden
24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
25. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

26. Nominelle rentesatser i norske kroner
27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet
28. Effektive renter på norske obligasjoner
29. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer
30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner
31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner
32. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform
33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum

Resultat- og kapitaldekningsdata

34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker
35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker
36. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
37. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

Valutakurser

38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer

Merk:

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

39. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

40. Utenriksregnskap for Norge
41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

Internasjonale kapitalmarkeder

42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt. Prosent av samlede internasjonale fordringer
44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument
45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

Valutahandel

46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
48. Motpostene til Norges Banks valuta-transaksjoner med bankene

Standard tegn:

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

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/5 1996	30/6 1996	31/7 1996
Fordringer på utlandet	153 865	151 481	173 303	184 541	175 743
Internasjonale reserver	141 521	143 696	163 148	170 626	164 445
Plassering av Statens Petroleumsfond	–	–	1 981	1 985	1 996
Andre fordringer på utlandet	12 344	7 785	8 174	11 930	9 302
Fordringer på norske finansinstitusjoner	5 292	10 097	24 880	6 000	10 275
Utlån til private banker	5 660	10 069	24 905	6 030	10 317
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	192	83	30	25	13
Avsetning tap på utlån til banker	-560	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	14 245	18 831	13 478	12 576	13 122
Ihendehaverobligasjoner	9 778	11 669	10 233	10 230	10 227
Andre verdipapirer	3 913	6 388	2 821	1 929	2 383
Andre fordringer	554	744	424	417	512
Fordringer på andre norske sektorer	1 034	1 265	1 060	1 041	1 135
Verdipapirer og utlån	616	594	540	539	539
Andre fordringer	418	671	520	502	596
Varebeholdning produksjonbedrifter	112	40	51	43	43
Varige driftsmidler	2 364	2 281	2 258	2 262	2 254
Kursreguleringer	–	–	179	1 051	1 253
Kostnader	–	–	2 263	2 700	3 288
Elendeler i alt	176 912	183 995	217 462	210 214	207 113
Gjeld til utlandet	13 005	8 627	9 501	12 765	10 115
NOK-gjeld til IMF	6 577	4 400	4 363	4 401	4 443
Annen gjeld til utlandet	6 428	4 227	5 138	8 364	5 672
Sedler og mynt i omlop	40 454	42 069	38 311	40 696	39 089
Innenlandske innskudd	90 874	102 711	132 401	117 888	117 624
Statskassen	82 624	94 912	121 419	104 095	105 611
Statens Petroleumsfond	–	–	1 981	1 985	1 996
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	3 544	3 022	3 005	3 496
Private banker	1 102	979	2 709	5 579	3 447
Andre finansinstitusjoner	2 149	3 162	3 160	3 100	2 960
Andre norske sektorer	174	114	110	124	114
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	0	2 264	2 772	3 173
Annen innenlandsk gjeld	486	221	203	226	196
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 662	1 576	1 592	1 578	1 563
Fond	30 431	28 791	28 791	28 791	28 791
Kursreguleringer	–	–	–	–	–
Inntekter	–	–	4 399	5 498	6 562
Gjeld og egenkapital i alt	176 912	183 995	217 462	210 214	207 113
Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:					
Valuta solgt på levering	326				
Valuta kjøpt på levering	326				
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	319				
Futures solgt	0				
Futures kjøpt	4 591				

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/5 1996	30/6 1996	31/7 1996
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	2 926	2 488	2 248	2 066
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 976	6 120	5 991	5 850
Lån til IMF	653	673	671	755	748
Bankinnskudd i utlandet	3 506	4 376	3 603	2 742	1 116
Utenlandske statskassaveksler	17 195	8 678	6 965	8 470	10 443
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	107 370	121 590	122 410	126 746
Utlån utenlandske banker	21 068	9 787	20 236	26 265	15 729
Opptjente, ikke forfalte renter	3 202	3 626	3 171	3 444	3 458
Totalt	141 521	143 696	165 129	172 611	166 441

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Statlige låneinstitutter. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 545	6 810	5 996	4 597	4 000
Utlån i alt	181 210	180 803	179 536	183 946	176 959
Herav:					
Til publikum	175 729	176 663	175 439	175 328	171 716
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 531
Andre eiendeler	11 059	12 762	8 952	11 949	10 041
Eiendeler i alt	200 355	203 916	198 025	204 033	194 531
Ihendehaverobligasjonslån	16 304	16 869	11 078	12 396	12 531
Herav:					
I norske kroner	15 607	16 166	10 387	11 744	11 872
I utenlandsk valuta	697	703	691	652	659
Andre lån	155 000	154 487	155 019	155 141	151 205
Herav:					
Statskassen	154 097	153 598	153 860	153 538	149 900
Annen gjeld m.v.	18 896	22 455	21 538	25 987	20 538
Aksjekapital, fond	10 155	10 105	10 390	10 509	10 257
Gjeld og egenkapital i alt	200 355	203 916	198 025	204 033	194 531

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)¹⁾

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Kassebeholdning	23 292	3 121	3 340	3 014	3 798
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank ²⁾	5 413	4 365	2 289	4 023	4 228
Innskudd i forretnings- og sparebanker	10 083	12 128	7 313	15 265	17 316
Innskudd i utenlandske banker	21 667	17 383	14 329	22 749	19 930
Statssertifikater	14 722	24 657	17 539	19 639	21 751
Andre sertifikater	15 025	16 375	15 435	20 304	18 626
Stats- og statsbankobligasjoner	33 320	35 671	29 590	32 103	32 629
Andre ihendehaverobligasjoner	20 583	21 350	20 963	22 355	24 123
Lån til utlandet	24 187	22 610	24 033	27 944	31 105
Utlån til publikum	491 770	501 468	518 037	529 917	549 826
Herav:					
I utenlandsk valuta	28 787	29 264	29 147	27 952	27 995
Utlån til private finansinstitusjoner	14 962	14 126	10 094	19 247	22 395
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	39 896	53 747	29 498	50 951	29 764
Andre eiendeler ³⁾	45 378	46 246	42 503	55 092	27 473
Eiendeler i alt	740 298	773 247	734 963	822 603	830 959
Innskudd fra publikum	454 160	453 219	457 095	468 545	475 762
Herav:					
I utenlandsk valuta	20 838	19 644	18 517	22 147	18 789
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	12 427	12 138	9 647	11 392	12 320
Innskudd fra private finansinstitusjoner	27 493	24 476	23 376	30 340	28 832
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v.	37 064	53 179	37 580	61 294	37 279
Innlån i form av banksertifikater	15 780	22 122	17 816	29 086	31 844
Lån og innskudd fra Norges Bank	1 291	7 511	10 474	7 372	6 238
Lån og innskudd fra utlandet	48 037	47 900	38 259	58 837	72 264
Annen gjeld	96 730	103 346	90 963	99 982	106 996
Aksje-/grunnfondskapital	20 816	20 835	21 084	22 313	22 676
Avsetninger, fond etc.	20 503	20 533	20 875	30 623	31 825
Nettoinntekt	5 996	7 988	7 7672	2 819	4 923
Gjeld og egenkapital i alt	740 298	773 247	734 963	822 603	830 959
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	53 632	47 371	47 378	60 764	63 509
Gjeld overfor utlandet	69 210	68 513	60 854	83 530	97 864

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

²⁾ For. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	111 492	11 794	11 580	12 455	12 307
Foretak ²⁾	155 162	157 456	165 264	167 520	176 511
Husholdninger ³⁾	325 116	332 218	341 193	349 942	361 008
Utlån til publikum i alt	491 770	501 468	518 037	529 917	549 826
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	34 500	30 108	31 813	31 707	35 933
Foretak ²⁾	115 727	120 013	124 509	131 212	123 116
Husholdninger ³⁾	303 933	303 098	300 773	305 626	316 713
Innskudd fra publikum i alt	454 160	453 219	457 095	468 545	475 762

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 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996 ²⁾	30/6 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 405	9 633	5 121	10 115	8 865
Sertifikater	4 377	3 617	3 222	4 655	3 874
Stats- og statsbankobligasjoner	2 037	1 991	1 919	2 224	1 592
Andre ihendehaverobligasjoner	12 161	13 034	12 999	13 462	14 714
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	373	743	631	436	459
Publikum	61 819	62 460	62 289	64 808	62 998
Andre	9 332	9 172	9 913	9 850	12 683
Andre eiendeler	7 017	3 737	3 995	5 934	2 863
Eiendeler i alt	103 521	104 387	100 089	111 484	108 048
Sertifikater	12 175	11 551	9 394	18 103	18 317
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	37 495	41 069	39 327	39 328	35 712
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	29 322	25 869	26 718	27 922	29 901
Andre innlån	12 107	10 892	10 532	11 845	12 304
Egenkapital	8 668	8 666	7 676	7 898	7 857
Annen gjeld	5 364	6 340	6 442	6 388	3 957
Sum gjeld og egenkapital	103 521	104 387	100 089	111 484	108 048

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

²⁾ Posterings er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996 ^{3),4)}	30/6 1996 ^{3),4)}
Kassebeholdning og bankinnskudd	768	935	1 069	675	889
Sertifikater	19	49	12	22	10
Ihendehaverobligasjoner	17	13	14	13	13
Utlån ¹⁾ (brutto)	30 987	32 653	34 539	28 306	28 269
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	27 326	28 909	30 487	24 898	26 308
Utlån til andre sektorer (netto)	422	434	442	2 035	651
Andre eiendeler ²⁾	-337	-291	-204	-343	964
Eiendeler i alt	31 454	33 359	35 430	28 673	30 145
Sertifikater	3 415	3 610	3 881	2 575	2 060
Ihendehaverobligasjonslån	500	1 110	1 160	280	270
Lån fra andre enn banker	10 278	11 547	13 755	4 905	4 464
Lån fra banker	9 407	8 710	7 490	13 153	15 335
Annen gjeld m.v.	3 823	4 280	4 698	3 646	3 810
Kapital, fond	4 031	4 102	4 446	4 114	4 206
Gjeld og egenkapital i alt	31 454	33 359	35 430	29 673	30 145

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

²⁾ Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

³⁾ Posterings er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter.

⁴⁾ Tallene fremviser en omstrukturering på kreditmarkedet ved årsskiftet 95/96 da enkelte utlåns- og innlånsposter ble overført fra finansieringsselskaper til forretningsbanker.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	11 599	12 846	8 746	8 796	8 541
Norske sertifikater	18 403	16 617	17 144	19 988	22 451
Utenlandske statskassèveksler og sertifikater	2 858	2 681	3 539	4 073	2 396
Norske ihendehaverobligasjoner	71 965	72 780	75 683	75 362	74 245
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	14 076	18 007	20 808	26 227	32 157
Norske aksjer og andeler	16 666	19 066	18 648	19 095	19 271
Utenlandske aksjer og andeler	4 130	5 078	5 908	7 161	8 570
Utlån til publikum	61 333	59 027	57 163	52 007	51 479
Utlån til andre sektorer	1 782	1 568	1 499	2 013	1 094
Andre spesifiserte eiendeler	19 364	19 854	21 843	21 127	25 355
Eiendeler i alt	222 176	227 524	230 981	235 849	245 559

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 755	2 515	2 466	2 859	2 830
Norske ihendehaverobligasjoner	34 189	35 104	35 866	36 547	37 728
Utlån til publikum	6 310	6 080	5 870	5 640	5 480
Andre spesifiserte eiendeler	12 419	12 941	13 627	13 964	14 493
Eiendeler i alt	56 672	56 640	57 829	59 009	60 531

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 60% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 657	8 287	8 161	7 899	8 350
Norske sertifikater	8 289	8 053	6 881	6 739	8 439
Utenlandske sertifikater	453	633	1 147	897	540
Norske ihendehaverobligasjoner	13 463	15 371	16 704	16 586	16 735
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 221	6 630	6 970	7 219	7 495
Norske aksjer	8 130	8 005	8 018	8 827	9 360
Utenlandske aksjer	3 298	3 326	3 575	3 828	3 410
Utlån til publikum	4 222	4 046	4 052	3 980	3 853
Utlån til andre sektorer	525	516	421	288	108
Andre spesifiserte eiendeler	15 788	15 042	14 898	14 190	14 790
Eiendeler i alt	69 046	69 909	70 827	70 453	73 080

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 11a. 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 11b. 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 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	42 058	58 910	58 919	61 046	67 996
Offentlige finansinstitusjoner	103	314	323	309	285
Forettnings- og sparebanker ¹⁾	1 749	2 417	5 060	5 515	5 646
Forsikringsselskaper m.v.	24 735	25 631	30 289	31 554	33 398
Øvrige finansinstitusjoner	401	341	343	353	300
Kommuneforvaltning og -foretak	88	125	185	195	835
Stallig eide foretak m.v.	4 905	5 029	5 406	5 405	6 845
Verdipapirfond ²⁾	10 657	11 478	12 667	14 591	16 748
Øvrige ikke-finansielle foretak	49 580	50 847	57 049	60 157	60 415
Husholdninger	27 329	27 270	31 625	33 571	33 808
Utlandet	62 793	77 945	96 067	105 156	122 224
Ufordelt	122	3	1 405	1 583	3 254
I alt	224 519	260 312	299 338	319 434	351 753

1) Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

2) Aksje-, obligasjons- og rentefond m.v.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Sparebanker	2 495	5 193	5 649	5 657	5 717
Forretningsbanker	8 393	12 563	12 578	12 578	12 600
Forsikringselskaper	883	956	1 196	1 206	1 206
Andre finansinstitusjoner	1 822	400	288	288	288
Statlig eide foretak	5 155	5 329	5 376	5 187	5 531
Øvrige ikke fin. selskaper	22 431	25 216	27 234	25 702	25 560
Utlandet	653	1 615	1 657	1 927	1 249
Ufordelt	10	0	768	33	509
I alt	41 841	51 271	54 746	52 578	52 662

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.¹⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Utstedersektor	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Forretnings- og spare- banker	Forsik- ringssel- skaper m.v.	Øvrige finans- inst.	Kommunal forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Forretningsbanker	-2 240	394	229	7	-0	-142	113	1 625	39	27
Forsikringselskaper	-249	-340	-436	0	0	2 420	-223	-1 146	15	11
Andre finansinstitusjoner	0	50	3	0	0	-43	-6	-4	-0	-0
Statlig eide foretak	92	204	-65	-11	2	-270	-255	258	51	5
Øvrige ikke fin. selskaper	-192	1 900	-729	-23	50	-3 644	-3 163	7 105	711	2 015
Utlandet	2	-1 302	-6	0	0	45	82	1 195	-66	-50
Ufordelt	5	-347	174	-0	-0	387	180	-174	0	225
I alt	-2 612	559	-830	-27	52	-1 246	-3 272	8 859	750	2 233

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom elersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Stats- og trygdeforvaltningen ³⁾	42 870	40 539	39 837	39 736	38 836
Norges Bank	7 590	9 753	11 890	10 083	9 942
Statsbanker	19 600	19 808	5 464	3 152	2 640
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	56 265	47 257	59 927	65 156	63 144
Forsikringselskaper m.v.	115 962	119 405	134 816	132 183	132 938
Øvrige finansinstitusjoner	28 014	19 152	17 424	15 014	13 943
Kommuneforvaltning og -foretak	5 806	6 216	6 482	6 701	6 446
Statlig eide foretak m.v.	3 308	2 420	2 865	2 490	2 209
Verdipapirfond ²⁾	16 317	11 507	12 531	14 189	14 131
Øvrige ikke-finansielle foretak	27 111	21 803	20 292	21 416	20 646
Husholdninger	7 783	8 052	9 087	8 595	8 546
Utlandet	10 562	8 570	12 160	9 227	9 870
Ufordelt	68	49	716	537	1 799
I alt	341 256	314 530	333 491	328 481	325 090

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 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Statsforvaltningen	98 439	110 839	123 565	118 382	121 929
Statsbanker	21 978	17 724	14 765	12 702	12 702
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	51 426	54 790	53 431	56 572	55 141
Private kredittforetak	62 122	53 029	51 518	48 795	44 797
Andre finansinstitusjoner	2 072	1 568	2 340	2 330	2 280
Kommuneforvaltning og -foretak	44 844	43 628	42 779	42 559	41 959
Statlig eide foretak m.v.	7 896	8 026	8 956	8 979	9 871
Øvrige ikke-finansielle foretak	15 103	16 333	15 792	16 282	16 518
Husholdninger	96	840	1 124	1 096	1 089
Utlandet	540	1 040	1 100	2 554	2 594
Ufordelt	921	0	1 154	0	747
I alt	305 438	307 818	316 525	310 250	309 629

1) Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS¹⁾. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Første halvår 1996									
	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Forretnings- og spare- banker	Forsik- rings- selsk- aper m.v.	Ovrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Statsforvaltningen	-2 432	2 110	-115	-233	350	-594	184	-1 329	443	-1 617
Statsbanker	-2 579	-424	1 277	-5	-170	-95	-	-93	28	-2 061
Forretnings- og sparebanker	-501	2 106	460	6	-281	-417	22	75	238	1 709
Kredittforetak	-440	-380	-1 717	-3 056	35	-774	-124	-585	319	-6 723
Andre finansinstitusjoner	0	-129	-80	131	-47	46	-34	50	3	-60
Kommuneforvaltning og -foretak	-298	1 023	-1 505	-89	-69	1	-20	-244	380	-819
Stallig eide foretak m.v.	122	720	844	-4	44	-854	6	-92	10	796
Øvrige ikke-finansielle foretak	262	98	368	-34	76	-285	-9	98	116	691
Husholdninger	0	-9	-14	0	-8	10	-18	-0	4	-35
Utlandet	0	-5	467	-18	0	38	12	0	0	494
Ufordelt	0	14	707	0	5	20	0	1	0	747
I alt	-5 865	5 125	693	-3 303	-65	-2 904	19	-2 120	1 541	-6 878

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	660	1 084	2 034	2 419	2 470
Norges Bank	1 361	1 519	2 410	6 388	1 617
Statlige låneinstitusjoner	974	334	438	100	770
Forretningsbanker og Postbanken	228 304	20 335	29 491	25 007	31 315
Sparebanker	5 837	6 244	8 335	7 867	8 628
Kredittforetak	1 291	750	635	726	946
Finansieringsselskaper	31	19	49	12	22
Livsforsikringselskaper	18 403	16 617	17 144	19 988	22 451
Skadeforsikringselskaper	8 289	8 053	6 881	6 739	8 439
Andre sektorer ¹⁾	17 806	19 171	27 147	29 436	26 653
Sum, pålydende verdi	82 956	74 126	94 166	98 022	103 311

¹⁾ Tallene ovenfor er hentet fra institusjonenes balanseoppgaver, mens denne posten er residualbestemt og inneholder derfor også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Statssertifikater	25 500	40 000	40 500	33 000	33 000
Banksertifikater	15 780	21 800	17 758	29 555	32 015
Kreditsertifikater	7 370	5 760	7 605	8 681	9 065
Finanssertifikater	3 440	3 610	5 305	2 595	2 110
Lånesertifikater	20 903	21 471	25 260	29 280	26 171
Herav utstedt av:					
Statsbanker	13 334	13 329	15 616	17 862	14 148
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	4 109	3 757	2 784	4 528	5 586
Statsforetak	395	400	2 300	2 250	900
Andre foretak ¹⁾	3 065	3 985	4 560	4 640	5 537
Utlandet	1 150	1 525	1 594	200	350
I alt	74 143	94 166	98 022	103 311	102 711

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Forretningsbanker	0,6	0,4	0,8	0,8	0,8
Sparebanker	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Lån med garanti	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	1,6	1,8	2,0	1,8	1,1
Bank	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Markedslån i alt	4,1	4,2	4,5	4,3	3,6

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1989								
Desember 1990	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
Desember 1991	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
Desember 1992	830,0	1 096,8	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
Desember 1993	818,6	1 095,3	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
Desember 1994	819,9	1 099,9	538,0	-0,5	-0,5	0,5	0,5	-4,3
1994								
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	1 095,2	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	3,0
August	869,7	1 118,9	615,8	4,4	3,9	6,2	3,8	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	892,7	1 144,4	613,5	5,7	5,5	5,1	7,4	3,6
1996								
Januar	895,0	...	620,7	5,6	...	7,0	6,0	1,3
Februar	893,7	...	627,9	4,9	...	8,6	3,9	0,3
Mars	901,7	...	641,0	5,3	...	8,9	3,6	6,8
April	910,2	...	636,2	6,1	...	6,4	4,9	10,5
Mai	914,0	...	636,1	6,1	...	5,7	7,9	11,5
Juni	919,8	...	635,9	6,5	...	4,9	8,9	4,0

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 22. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1994		1995		1/1-30/6 1995		1/1-30/6 1996 ¹⁾	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	28 590	6,9	48 346	11,0	22 378	5,1	32 954	6,7
Statlige låneinstitutter ²⁾	- 3 306	- 1,9	- 744	- 0,4	- 603	- 0,3	- 3 477	- 2,0
Private finansieringsselskaper	5 359	28,8	6 233	26,0	3 107	12,9	- 4 125	- 13,6
Skadeforsikringsselskaper	- 179	- 4,1	- 166	- 4,0	- 100	- 2,4	- 130	- 3,3
Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser	- 5 486	- 7,3	- 11 424	- 16,5	- 3 964	- 5,7	- 1 921	- 3,3
Kredittforetak	- 2 575	- 4,6	241	0,5	- 922	- 1,7	- 566	- 1,1
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	3 038	4,3	4 909	6,7	- 1 581	- 2,1	4 608	5,9
Markedslån	- 500	- 11,1	500	12,5	100	2,5	- 200	- 4,4
Annen kreditt	- 17	- 2,7	- 23	- 3,8	55	9,0	- 55	- 9,3
Sum ⁴⁾	24 924	3,0	47 872	5,7	18 470	2,2	27 088	3,0

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 23 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1994		1995		1/1-31/5			
	Beløp	%	Beløp	%	1995		1996	
					Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	56,3	10,2	21,3	3,6	1,5	0,2	-23,8	-3,9
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-16,6	-3,0	-1,5	-0,3	-3,9	-0,7	0,3	0,1
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	-4,1	-0,7	-1,3	-0,2	-0,9	-0,1	-2,9	-0,5
Forretnings- og sparebankenes kreditttilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	21,2	3,8	39,9	6,8	12,2	2,1	23,6	3,8
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-4,0	-0,7	-1,0	-0,2	-0,2	-0,0	-2,4	-0,4
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	-14,3	-2,4	5,8	0,9
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-14,4	-2,6	2,0	0,4	6,8	1,2	-0,1	-0,0
Endring i pengemengden i alt	35,9	6,5	30,0	5,1	2,2	0,4	5,8	0,9
Memo: Oljeskatter	24,5	4,5	27,8	4,7	12,7	2,2	14,7	2,4

Fotnoter står under tabell 24 b.

Tabell 23 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
							1989	29 203
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								
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	296 546	87 427	420 222	220 359	640 581	52 106	8,9
April	35 504	292 377	81 586	409 467	220 960	630 427	38 160	6,4
Mai	35 524	291 083	78 868	405 475	216 449	621 924	33 673	5,7
Juni	37 483	304 139	82 114	423 736	218 406	642 142	30 056	4,9

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og 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, korrigeret for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) 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 kreditttilførsel 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 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer				Beholdning	
	Året				pr. 31/12	pr. 31/12
	1992	1993	1994	1995	1994	1995
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	14,9	4,8	5,8	12,8	320,8	333,4
Obligasjoner m.v. ²⁾	-1,6	-1,0	-0,2	-0,9	9,7	10,0
Aksjer m.v. ³⁾	1,7	7,2	4,6	3,4	91,0	102,1
Forsikringskrav	18,4	16,5	16,8	18,4	264,8	285,9
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	0,4	1,9	7,5	3,7	78,3	82,0
Fordringer i alt	33,7	29,4	34,5	37,5	764,5	813,5
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	5,8	11,9	19,8	25,9	316,1	341,2
Lån i Statlige låneinstitutter og Norges Bank	9,7	-6,7	-0,8	0,6	128,6	126,6
Lån i private kredittforetak og finansieringsselskaper	-18,0	-2,4	0,2	0,4	43,3	43,3
Lån i forsikringselskaper	3,4	-5,6	-4,6	-4,1	45,6	41,8
Annen gjeld ⁵⁾	1,3	-1,4	-0,8	1,0	83,3	83,4
Gjeld i alt	2,2	-4,2	13,8	23,8	616,9	636,3
Netto	31,5	33,5	20,6	13,6	147,6	177,2

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, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

⁵⁾ Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og pålopte, ikke betalte renter.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/-inndragning-	1/1-31/12		1/1-30/8	
	1994	1995	1995	1996
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	48 371	26 308	20 297	-30 415
Stats- og statsbankpapirer	-29 629	-30 555	-22 228	- 2 301
Valutamarkedet	- 1 771	1 019	3 921	31 316
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	- 2 455	- 1 620	2 843	3 313
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	- 1 934	113	1 462	241
D-lån	- 2 982	1 553	-773	- 2 419
F-lån	- 8 066	3 354	-3 826	1 425
Annen sentralbankfinansiering	- 1 393	- 314	-252	- 488
Reserver i alt	441	- 142	1 444	672
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	1 075	975	1 420	747
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	- 634	- 1 117	24	- 75

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 26. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1995								
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
Juni	5,0	4,9	5,0	4,9	5,3	5,2	6,5	4,5
Juli	5,0	4,9	5,1	5,0	5,4	5,4	6,5	4,5
August	5,0	4,9	5,1	5,0	5,6	5,5	6,5	4,5

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerente.
NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1995											
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
Juni	3,3	3,9	3,7	3,9	5,8	0,5	5,9	5,5	4,4	0,4	1,5
Juli	3,3	3,9	3,6	3,8	5,8	0,6	5,6	5,6	4,4	0,6	1,6
August	3,2	3,9	3,5	3,9	5,8	0,5	5,3	5,5	4,4	0,6	1,7

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner ¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1995						
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	5,8	6,2	6,7	7,0
Mai	5,3	5,6	6,0	6,3	6,9	7,1
Juni	5,6	6,0	6,2	6,7	7,0	7,3
Juli	5,8	6,1	6,3	6,7	7,0	7,5
August	5,8	6,1	6,3	6,7	7,0	7,5

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på statsobligasjoner ¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1995											
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	8,5	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	-0,3	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	8,2	6,6	7,2	-0,4	0,2
Mai	6,6	7,5	7,5	6,5	8,3	3,3	8,2	6,8	7,4	-0,2	0,3
Juni	6,7	7,6	7,3	6,6	8,2	3,2	8,1	7,0	7,4	-0,1	0,4
Juli	6,6	7,5	7,2	6,5	8,0	3,3	8,0	7,0	7,3	-0,0	0,5
August	6,4	7,4	7,0	6,4	7,8	3,2	7,9	6,7	7,2	0,0	0,6

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)¹⁾

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ²⁾			
	Kortsiktige utlån		Mellomlange og lang-siktige utlån	Utlån i alt	Kortsiktige utlån		Mellomlange og lang-siktige utlån	Utlån i alt
	I alt	Herav kasse-kreditter			I alt	Herav kasse-kreditter		
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		7,7
Sum banker		8,8		9,7		10,1		7,5
2. kvartal 1996								
Forretningsbanker		9,2		7,0		9,6		7,1
Sparebanker		9,7		7,1		9,9		7,2
Sum banker		9,4		7,1		9,7		7,2

¹⁾ Som følge av omlegging av bankstatistikken 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 innlektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)¹⁾

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
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
2. kvartal 1996				
Forretningsbanker	3,3	4,6		3,6
Sparebanker	3,2	4,5		3,7
Sum banker	3,2	4,5		3,6

¹⁾ Som følge av omlegging av bankstatistikken i 1996 er løpetidsfordeling av utlånsmassen falt bort.

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
2. kvartal 1995	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
2. " "	6,0	6,3	6,1

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
2. kvartal 1995	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
2. " "	6,9	7,1	7,0

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	2. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	7,4	7,3	7,1	6,6
Rentekostnader	4,5	4,8	4,7	4,4
Netto renteinntekter	2,9	2,5	2,4	2,2
Sum andre driftsinntekter	1,0	1,1	1,2	1,2
Andre driftskostnader	2,4	2,4	2,5	2,3
Driftsresultat før tap	1,4	1,2	1,2	1,1
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	-0,3	-0,7	-0,1
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	1,4	1,8	1,3
Kapitaldekning i prosent	12,4	11,9	10,9	11,1
Herav:				
Kjemekapital	7,3	8,4	7,0	7,5

¹⁾ Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	2. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	8,0	7,7	7,7	7,1
Rentekostnader	3,9	4,0	4,0	3,8
Netto renteinntekter	4,1	3,8	3,7	3,3
Sum andre driftsinntekter	0,5	1,0	1,1	1,1
Andre driftskostnader	3,0	3,0	2,9	2,9
Driftsresultat før tap	1,6	1,7	1,9	1,5
Bokførte tap på utlån og garantier	0,4	0,2	0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,3	1,6	1,4	1,2
Kapitaldekning ²⁾	15,8	15,4	14,8	14,4
Herav:				
Kjemekapital ²⁾	11,9	12,4	11,6	11,9

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	2. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	6,6	5,8	5,9	4,8
Sum andre driftsinntekter	2,3	2,1	2,4	2,5
Andre driftskostnader	5,3	4,8	5,0	4,0
Driftsresultat før tap	3,6	3,1	3,3	3,2
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,6	0,4	0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	3,0	2,5	2,8	3,7
Kapitaldekning ²⁾	14,7	13,7	13,4	16,0
Herav:				
Kjemekapital ²⁾	12,5	12,1	11,7	14,8

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ Gjelder alle finansieringsselskaper.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1994	1995	2. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	7,6	7,4	7,4	6,8
Rentekostnader	6,5	6,5	6,4	5,9
Netto renteinntekter	1,2	0,9	1,0	0,9
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,2	0,2	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,8	0,7	0,8	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	0,8	0,6
Kapitaldekning ¹⁾	18,5	18,8	19,8	18,8
Herav:				
Kjemekapital	15,9	14,9	16,3	15,3

¹⁾ Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 38. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronkurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1995										
August	101,42	8,2684	438,90	113,21	147,45	127,59	9,941	6,7037	87,72	6,3396
September	101,41	8,2495	437,89	112,92	146,43	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	6,1967	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	102,53	8,2872	440,94	113,83	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	8,2506	436,82	112,92	140,71	127,03	9,837	6,0579	93,04	6,4050
Mars	101,85	8,2355	435,00	112,61	139,70	127,05	9,814	6,0704	95,47	6,4278
April	101,91	8,2100	431,37	111,80	137,21	127,14	9,844	6,0576	96,65	6,4996
Mai	102,21	8,2009	429,01	111,14	138,28	126,79	9,959	6,1879	96,68	6,5758
Juni	102,12	8,1846	427,68	110,91	139,88	126,19	10,073	6,0019	97,82	6,5312
Juli	101,78	8,1921	428,69	111,19	140,59	126,60	10,021	5,9033	97,14	6,4503
August	102,01	8,2262	432,47	111,87	143,14	126,66	9,933	5,9439	96,84	6,4091

¹⁾ Kursen på norske kroner mot et veid gjennomsnitt av valutaene til våre 16 viktigste handelspartnere. Basiskursene i denne indeksen er valgt slik at indeksverdien 18. oktober 1990 er lik verdien til den daværende kursindeksen. Stigende verdi angir svakere krone. Den enkelte valutas vekt er fastsatt på grunnlag av de ulike lands betydning som konkurrent til norsk industri. Vektene oppdateres årlig.

²⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørsvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1995					
August	1,4446	2,2652	3,440	65,479	94,61
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	70,654	101,78
1996					
Januar	1,4612	2,2355	3,424	72,294	105,63
Februar	1,4663	2,2520	3,439	72,111	105,73
Mars	1,4777	2,2561	3,424	71,662	105,89
April	1,5068	2,2820	3,393	71,231	107,31
Mai	1,5328	2,3215	3,384	69,337	106,28
Juni	1,5271	2,3553	3,389	71,258	108,82
Juli	1,5047	2,3377	3,386	72,619	109,27
August	1,4820	2,2969	3,415	72,760	107,83

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1993	1994	1/1-31/5	
			1994	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
Oljevirkksomhet 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
Oljevirkksomhet	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
Oljevirkksomhet	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 41. 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
Forsikringselskaper	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 sammensettning 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 «finanstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1994 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer¹⁾. Milliarder USD

	1993	1994	1995	1. kvartal		Utestående 31. mars 1996
				1995	1996	
Total	317	277	677	260	52	8 010,1
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	171	-0,4	258	71	33	2 414,2
banker (og ufordelt)	147	277	419	190	19	5 595,9

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendinger i fremmed valuta
- tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt.
Prosent av samlede internasjonale fordringer.

	Desember			1. kvartal	
	1993	1994	1995	1995	1996
Amerikanske dollar (USD)	34,0	32,8	31,9	30,7	32,1
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	12,0	11,9
Sveitsiske franc (CHF)	2,9	3,0	3,0	3,2	3,0
Japanske yen (JPY)	9,7	10,6	10,9	11,7	10,4
Britiske pund (GBP)	3,0	3,1	2,9	2,9	2,9
Franske franc (FRF)	3,8	3,3	3,9	3,8	3,7
Italienske lire (ITL)	2,4	2,4	2,8	2,3	2,9
ECU	2,4	2,1	1,8	2,3	1,8
Ufordelt ¹⁾	30,1	31,0	31,1	31,1	31,3
Totalt i mrd. USD	6 514,3	7 110,9	8 063,2	7 718,1	8 010,1

¹⁾ Inkluderer andre valutaer enn de som er med i tabellen, og også fordringer hos banker i andre land enn hjemlandene til de syv valutaene som er spesifiserte.

Kilde: BIS

Tabell 44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1993	1994	1995	1. kvartal	
				1995	1996
Emisjoner av obligasjoner	481	429	467	104	183
– av dette med flytende rente	70	96	79	16	35
Bankuttlån	137	236	370	60	37
Annen internasjonal opplåning	8	5	4	1	–
Samlet opplåning	626	670	841	165	220

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1993	1994	1995	1. kvartal	
				1995	1996
OECD-området	86,3	87,7	87,7	90,5	87,2
Ikke-OECD land	9,9	10,5	10,2	8,1	10,1
Internasjonale institusjoner og andre land	3,8	1,8	2,1	1,4	2,7

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1995 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
April	0,0	39,5	15,1	-31,8	22,8	46,2	76,0	31,1	107,8
Mai	0,0	39,5	12,7	-30,2	22,0	45,6	79,0	32,9	109,2
Juni	0,0	39,5	12,9	-29,7	22,7	44,9	82,0	31,9	111,7
Juli	0,0	35,6	13,9	-23,9	25,6	45,0	77,2	31,0	101,1

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6	30/9	31/12	31/3	30/6
	1995	1995	1995	1996	1996
Valutaaktiva, spot	102 566	102 321	96 047	86 012	86 325
Valutapassiva, spot	107 297	113 388	94 832	102 451	110 052
1. Spotbalanse, netto	-4 731	-11 062	1 215	-16 439	-23 727
2. Terminbalanse, netto	6 784	9 888	3 603	11 777	23 627
3. Opsjonsposisjon mot NOK	1	108	2	-83	14
4. Totalposisjon (1+2+3)	2 054	-1 066	4 820	-4 745	-86

¹⁾ F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

Aret	Uke i 1996																	
	1995	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	1-36	
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	3	-2,35	-2,37	-3,23	0,00	-3,12	-0,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-33,52
1. Spot	3	2,60	-2,37	-3,23	0,00	-3,12	-0,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-33,52
2. Termin	0	-4,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anvendt av bankene til å dekke opp, divs. motposter:																		
B. Utlendet																		
1. Spot ¹⁾	-10	-0,35	-1,26	-2,14	-2,67	1,98	-1,35	-2,70	0,35	-4,00	0,07	-0,43	-4,42	4,28	-2,25	-0,31	-21,11	
2. Termin ¹⁾	-13	1,76	-1,05	-0,48	-1,37	-1,86	-0,27	-1,30	0,38	-0,42	-1,28	1,78	-2,03	0,59	0,52	-2,41	-5,92	
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	3	-2,11	-0,21	-1,66	-1,30	3,84	-1,08	-1,40	-0,03	-3,58	1,36	-2,21	-2,39	3,69	-2,77	2,10	-15,19	
C. Norske sektorer, utenom bankene	11	-0,63	0,04	-0,42	1,45	-4,55	-0,41	0,78	2,00	3,69	4,59	-3,83	5,66	-6,31	0,82	3,38	-8,47	
1. Spot ¹⁾	21	0,85	3,13	-3,71	2,28	-1,23	-2,10	2,95	1,15	3,48	-2,90	-2,35	3,96	-3,84	1,96	1,07	-10,61	
2. Termin ¹⁾	-14	-0,77	-0,21	-0,48	2,69	-3,35	0,17	-3,22	-0,23	3,21	2,72	1,41	1,98	-1,27	-0,99	-0,83	-5,84	
D. Annet	4	-0,71	-2,88	3,77	-3,52	0,03	1,52	1,05	1,08	-3,00	4,77	-2,89	-0,28	-1,19	-0,16	3,14	7,98	
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	-1,36	-1,14	-0,67	1,22	-0,55	1,43	1,91	-2,35	0,31	-4,66	4,26	-1,24	2,03	1,43	-3,08	-3,94	
2. Kurstap spot, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,69	
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	0	-0,32	-0,13	0,05	-0,06	-0,27	-0,13	0,06	0,00	0,00	0,36	-0,10	0,14	0,02	-0,10	-0,23	-0,75	
4. Økning i bankenes totalposisjon	1	-1,07	-0,12	0,11	-1,15	2,44	-0,66	0,40	-0,07	0,78	-2,27	1,03	-1,07	0,97	0,56	1,54	-0,70	
Faktorene bak økningen i bankenes valutaposisjon:	-1	0,01	-0,91	-0,85	2,41	-2,74	2,20	1,43	-2,30	-0,49	-2,77	3,31	-0,33	1,01	0,96	-4,40	-3,18	
A. Som følge av kjøp/salg:																		
nto val.fordr. (spot), utlandet	-6	-0,01	-4,45	0,96	-0,91	-0,03	2,03	-1,65	-1,53	-3,06								
+ nto. val.fordr. (spot), kunder	-4	0,71	2,88	-3,77	3,52	-0,03	-1,52	-1,05	-1,08	3,00								
+ nto. terminpos. (totalt)	11	-2,07	0,42	2,14	-1,39	-0,49	0,91	4,62	0,26	0,37								
B. Som følge av kursendringer:																		
+ nto. valutapos. (termin og spot)	-2	1,37	0,23	-0,18	1,19	-2,19	0,77	-0,48	0,05	-0,80								
= Økning i bankenes totalposisjon	-1	0,00	-0,92	-0,85	2,41	-2,74	2,19	1,44	-2,30	-0,49								
Spesifikasjon:																		
Utlendets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																		
Netto NOK-fordringer på bankene	-3	2,39	-0,81	0,38	-1,29	1,80	-0,40	-1,34	0,12	-0,29	-1,59	2,30	-2,20	0,80	0,80	-1,68	-1,07	
VPS-registrerte aksjer	-5	-0,25	-0,20	-0,79	-0,54	-3,54	-0,03	-0,08	0,33	0,36	0,33	0,18	0,16	-0,23	-0,17	-0,15	-8,72	
VPS-registrerte obligasjoner	-3	-0,28	-0,01	-0,08	0,36	0,08	0,28	0,14	-0,20	-0,49	0,01	-0,60	-0,10	-0,05	-0,05	-0,55	0,37	
VPS-registrerte sertifikater	-1	-0,11	-0,03	0,00	0,09	-0,19	-0,12	-0,03	0,13	0,00	-0,04	-0,10	0,11	0,07	-0,07	-0,03	3,50	
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-13	1,76	-1,05	-0,48	-1,37	-1,86	-0,27	-1,30	0,38	-0,42	-1,28	1,78	-2,03	0,59	0,52	-2,41	-5,92	
Memo:																		
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-7	0,29	-4,34	0,89	-0,87	0,22	2,14	-1,73	-1,55	-3,08	3,81	0,65	-2,10	3,21	-2,41	1,56	-16,93	

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

²⁾ Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkonsistens i interbank-terminmarkedet.

Norges Banks adresser m.v.

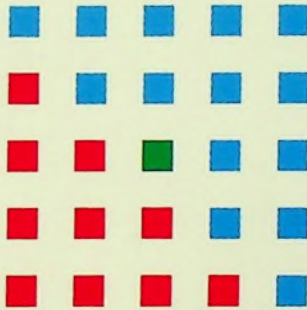
<i>Reg.nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 58 35 01		71 58 35 02

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nbli n	61 25 99 44
0628	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassectr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 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



NORGES BANKS
BIBLIOTEK

Returadresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)