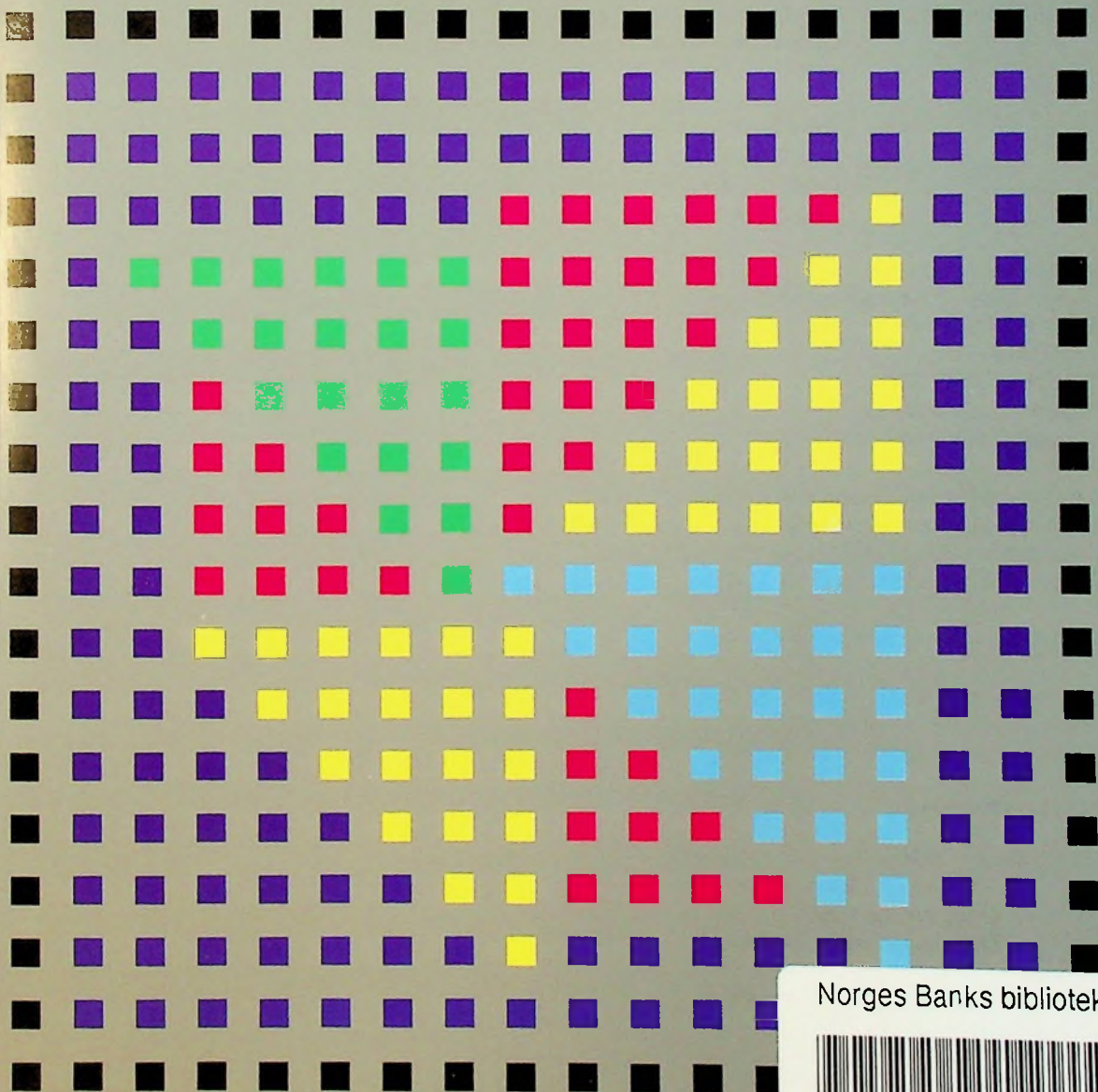


# Penger og Kreditt 1996/4


ARTIKLER

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

⌘NB⌘ NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013302VPA

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal  
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år  
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.99.00043  
eller ved henvendelse til:  
Norges Bank, Abonnementsservice  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 Oslo  
Telefon: 22 31 63 40  
Telefaks: 22 41 31 05  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

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

Redaksjonens adresse:  
Norges Bank, Informasjonsavdelingen  
Boks 1179 Sentrum  
0107 Oslo  
Telefaks: 22 31 64 10  
Telefon: 22 31 60 00  
Internett: [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

Omslag og grafisk utforming: Christensen / Lund AS  
Sats og trykk: Falch Tidsskrift AS  
Teksten er satt med 10<sup>1</sup>/<sub>2</sub> 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

## UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

### Korreksjoner til Penger og Kreditt 4/96

I tabellene på side A 167 og A 185 er det blitt noen feil. De korrekte tabellene er gjengitt på dette arket. Tallene som er rettet, er markert med en ring.

**Tabell 1.1 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1996, 1997 og 1998<sup>1)</sup>. Prosentvis endring fra foregående år**

	1996	1997	1998
Finansdepartementet	1 <sup>1/4</sup>	2 <sup>1/2</sup>	-
Statistisk sentralbyrå	1,3	2,3	1,8
OECD <sup>1)</sup>	1,7	2,4	-
IMF	2,0	2,5	-
Norges Bank	1 <sup>1/4</sup>	2 <sup>1/2</sup>	2 <sup>1/2</sup>
Private institusjoner <sup>3)</sup>	1		
høyeste anslag	1,6	3,5	3,3
laveste anslag	1,2	2,2	2,2
gjennomsnitt	1,3	2,6	2,6

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

2) Konsumdeflator

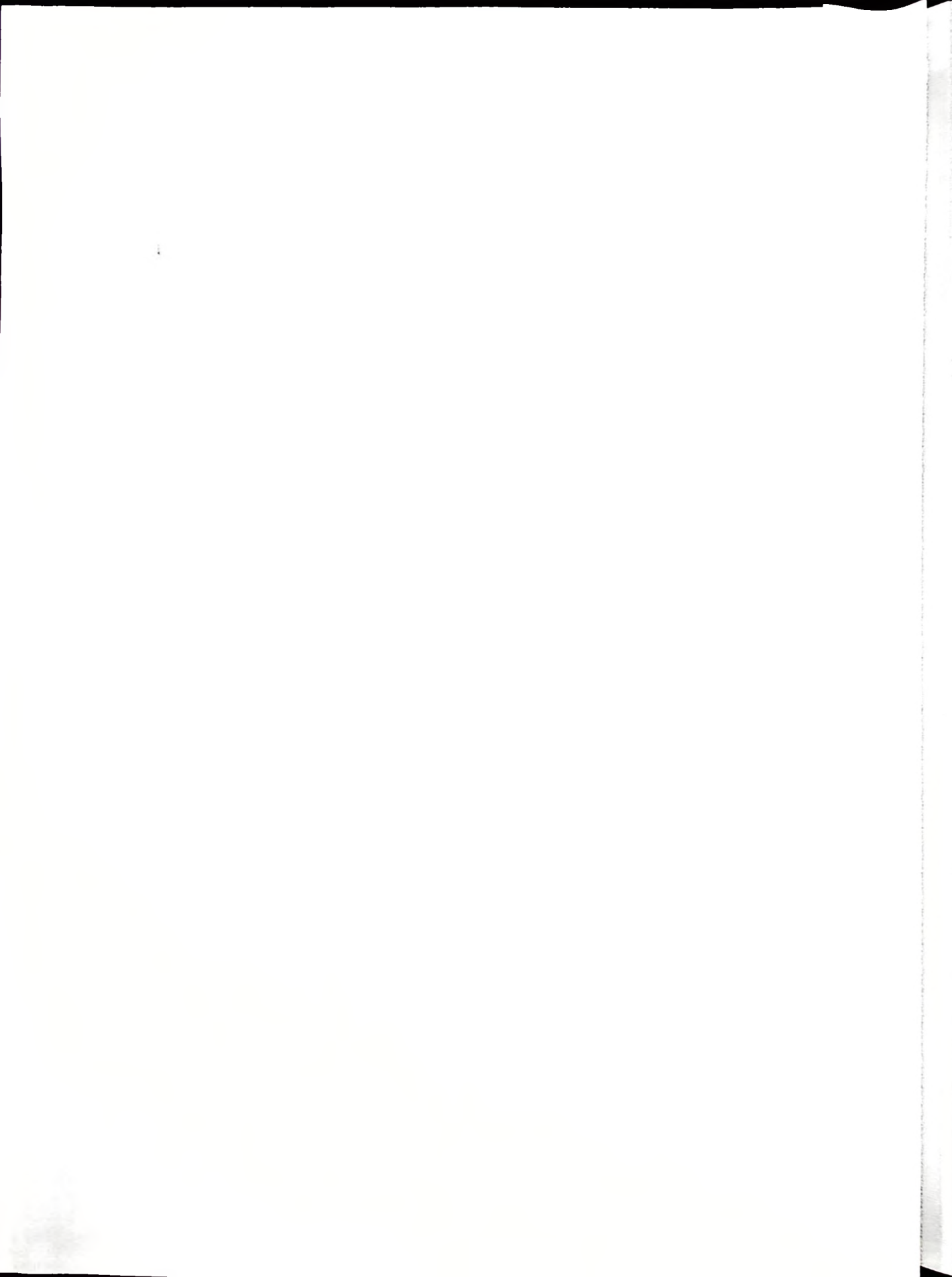
3) Basert på anslag fra 13 institusjoner for 1996 og 1997 og fra 8 institusjoner for 1998.

	1996	1997	1998-2000 <sup>1)</sup>
<b>Realsøkonomi</b>			
Privat konsum	4 <sup>1/2</sup>	3 <sup>1/2</sup>	2 <sup>1/4</sup>
Offentlig konsum	2	1	1 <sup>3/4</sup>
Bruttoinvesteringer i alt	2 <sup>1/2</sup>	7	-2 <sup>1/4</sup>
Påløpte oljeinvesteringer	0	8	-16 <sup>1/2</sup>
Fastlands-Norge	4 <sup>1/2</sup>	5 <sup>1/2</sup>	1 <sup>1/2</sup>
Bedrifter	6 <sup>1/4</sup>	5 <sup>1/4</sup>	1 <sup>3/4</sup>
Boliger	-2 <sup>1/4</sup>	9 <sup>3/4</sup>	2 <sup>3/4</sup>
Offentlig forvaltning	6 <sup>1/2</sup>	3	-1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4	3 <sup>1/4</sup>	2
Eksport	9 <sup>1/2</sup>	6	3 <sup>1/2</sup>
Olje, gass og rørtransport	18 <sup>1/2</sup>	6 <sup>1/2</sup>	3 <sup>1/4</sup>
Tradisjonelle varer	9 <sup>3/4</sup>	6 <sup>3/4</sup>	4 <sup>1/2</sup>
Import	3 <sup>1/4</sup>	6 <sup>1/2</sup>	1
Tradisjonelle varer	6	5	2
BNP	5 <sup>1/2</sup>	3 <sup>1/2</sup>	2 <sup>1/4</sup>
Fastlands-Norge	3 <sup>1/2</sup>	3	2
<b>Arbeidsmarked<sup>3)</sup></b>			
Sysselsetting, AKU	3	1 <sup>1/2</sup>	1
Arbeidsstyrke, AKU	2 <sup>1/2</sup>	1	1 <sup>1/2</sup>
Arbeidsledighetsrate, AKU	4 <sup>1/4</sup>	4	3 <sup>1/4</sup> <sup>2)</sup>
<b>Priser og lønninger</b>			
Konsumpriser	1 <sup>1/4</sup>	2 <sup>1/2</sup>	3 <sup>2)</sup>
Årslønn	4 <sup>1/4</sup>	4 <sup>3/4</sup>	5 <sup>1/4</sup>
Importpris tradisjonelle varer	0	1	2
Eksportpris tradisjonelle varer	-2	1 <sup>1/2</sup>	1 <sup>3/4</sup>
Råoljepris i kroner (nivå)	132	125	131
<b>Utenriksøkonomi</b>			
Eksportoverskudd, mrd kroner	98	93	137 <sup>2)</sup>
Driftoverskudd, mrd kroner	79	81	142 <sup>2)</sup>
Driftoverskudd i prosent av BNP	7 <sup>3/4</sup>	7 <sup>1/2</sup>	11 <sup>1/2</sup> <sup>2)</sup>
<b>Memo</b>			
Husholdningenes sparinger	7	6 <sup>1/4</sup>	6 <sup>3/4</sup>

1) Gjennomsnittlig årlig vekst

2) Ved utgangen av perioden

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



## INNHold

### Del A

- A 161 Forventninger og risiko  
*Leder*  
Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:
- A 163 Inflasjonsrapport – perspektiver mot århundreskiftet  
*Temaer utdypet i egne rammer:*
- A 169 – Grunnlaget for fremskrivningen  
A 172 – Virkninger av et mer markert konjunkturforløp  
A 181 – Utviklingen i arbeidsstyrken
- A 186 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar  
*Tema utdjupa i eiga ramme:*
- A 199 – Kjelder til valutastraumar

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

### Del B: Artikkelstoff og tabelldel

- B 251 Utfordringer i betalingsformidlingen mot år 2000  
*Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik*
- B 258 Felles valuta i EU - virkninger for norsk økonomi  
*Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik*
- B 264 Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen  
*Arne W. Eidshagen og Pål Winje*
- B 270 Valutastrømmer og utenriksregnskap 1995 og 1. halvår 1996  
*Asbjørn M. Enge og Jon Petter Holter*
- Brev og uttalelser fra Norges Bank:
- B 273 Det økonomiske opplegget for 1997  
*Brev av 14. oktober til Finansdepartementet*
- B 278 Forslag om endring av forskriften for Statens Petroleumsfond  
*Brev av 31. oktober til Finansdepartementet*
- B 280 Utformingen av penge- og valutapolitikken  
*Brev av 22. november til Finansdepartementet*
- B 284 «Finansstatistikk» - nyttig publikasjon for makroanalyse av finansnæringen  
B 285 Nye arbeidsnotater og reprints fra Norges Bank  
B 286 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene  
B 288 Tabeller
- I-V *Innholdsfortegnelse for årgang 1996*

### Redaksjonen avslutter:

Del A: 13. desember 1996

Del B: 6. desember 1996

Tabelldelen: 9. desember 1996



## FORVENTNINGER OG RISIKO

Norsk økonomi er inne i en langvarig konjunkturoppgang. For fjerde året på rad er det høy vekst i produksjonen og sysselsettingen, kapasitetsutnyttningen øker, yrkesdeltakingen stiger og arbeidsledigheten faller. Etter en viss avmatning av veksten gjennom 1995, har økonomien i år vokst sterkere og med større bredde enn tidligere i oppgangen. Økningen i sysselsatte personer i år ser ut til å bli høyere enn i noe år i etterkrigstiden.

Norges Bank legger denne gangen fram en inflasjonsrapport som også inneholder en fremskrivning av den økonomiske utviklingen til år 2000. Denne fremskrivningen viser en noe lavere vekst i siste del av 1990-årene, men likevel fortsatt økt kapasitetsutnyttning og et gradvis fall i arbeidsledigheten til nærmere 3 prosent i 2000. Samtidig viser anslagene en gradvis økning i pris- og lønnsveksten, opp mot henholdsvis 3 og 5½ prosent pr. år ved slutten av beregningsperioden.

Slår disse anslagene til, innebærer de at næringslivets timelønnskostnader vil øke om lag 6 prosent mer enn hos våre handelspartnere gjennom siste halvdel av 1990-årene. Dette vil i så fall kunne stille den tradisjonelle konkurranseutsatte sektoren i Norge overfor store utfordringer.

Anslagene er basert på de erfaringer vi har for pris- og lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i Norges Banks modell for norsk økonomi. I løpet av 1990-årene har vi imidlertid sett tendenser til endringer både i lønns- og prisdannelsen. Lønnsmoderasjon har gitt lave nominelle lønnstillegg, spesielt i de første årene av 1990-tallet, men likevel en betydelig reallønnsvekst. Økende internasjonal og nasjonal konkurranse kan samtidig ha bidratt til et press nedover på produktprisene, slik at endringer i økonomien ikke lenger slår like lett ut i prisstigning som tidligere. Skulle disse forholdene gi lavere pris- og lønnsvekst enn Norges Banks anslag viser, vil det føre til at vi lettere kan opprettholde næringslivets konkurransevne overfor utlandet, og til at økonomien vil kunne fortsette å vokse mer uanstrengt.

Det finnes imidlertid også usikkerhetsmomenter som trekker i den andre retningen. Det er en betydelig risiko for et mer markert konjunkturløp, med en sterkere vekst i etterspørselen de

nærmeste par årene, etterfulgt av et kraftigere omslag i økonomien som følge av enda høyere pris- og lønnsvekst og behov for gjeldskonsolidering i husholdningene og bedriftene.

Selv om usikkerheten går begge veier, er det for planleggingsformål viktig å være oppmerksom på at risikoen vi utsetter oss for, ikke er symmetrisk. De kostnadene vi påføres ved eventuelt å overvurdere faren for press i økonomien, er i dagens situasjon trolig små: Skulle det vise seg at presstendensene er overvurdert, er det relativt enkelt å justere den økonomiske politikken raskt, slik at den tilpasses utviklingen. Skulle vi derimot undervurdere presstendensene, risikerer vi store svingninger i økonomien i årene fremover.

Våre og andre lands erfaringer viser at slike svingninger kan få meget kostbare og varige følger, blant annet i form av tapt konkurransekraft, feilinvesteringer og varig høyere arbeidsledighet.

Oppgangen i 1980-årene var åpenbart påvirket av urealistiske forventninger om den fremtidige inntekts- og formuesutviklingen for ulike aktører i økonomien. Det er ellers vanskelig å forklare hvordan husholdninger og bedrifter kunne sette seg i så stor gjeld som de gjorde. Mest slående i så måte var kanskje utviklingen i boligmarkedet. I en situasjon med press i markedet og med historisk høye boligpriser, valgte mange husholdninger likevel å kjøpe bolig. En forklaring kan være at mange samtidig ventet at boligprisene skulle fortsette å stige, eller i alle fall ikke gå vesentlig ned.

Tilsvarende var den økonomiske politikken tilpasset et langt høyere nivå på oljeprisen - og dermed på nasjonens inntekter fra petroleum - enn det som var realiteten etter oljeprisfallet i 1986.

Erfaringene fra 80-årene tilsier at en i utforming av den økonomiske politikken bør ta tilbørlig hensyn til risikoen for fremtidige svingninger i økonomien. I denne sammenhengen er det også vesentlig at den økonomiske politikken ikke i seg selv gir opphav til svingninger eller til urealistiske forventninger om vekst i befolkningens fremtidige inntekter og formue.

*Kjell Storvik*

## NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

Norges Banks inflasjonsrapport sikter mot å gi et bilde av prisstigningen de nærmeste 12-18 månedene. I rapporten som presenteres her, trekkes i tillegg opp et perspektiv fram mot århundreskiftet.

Hovedvekten i rapporten er lagt på pris- og kostnadsutviklingen med bakgrunn i en analyse av den realøkonomiske utviklingen. I en leder foran rapporten oppsummerer sentralbanksjefen Norges Banks vurderinger av situasjonen.



- 1** UTSIKTER FOR INFLASJONEN
- 1.1 Nytt siden sist
  - 1.2 Utsiktene for pris- og kostnadsutviklingen
  - 1.3 Inflasjonsforventninger

- 2** UTVIKLINGEN I NORSK ØKONOMI FRAM MOT 2000
- 2.1 Hovedtrekk
  - 2.2 Nærmere om internasjonale rammebetingelser
  - 2.3 Nærmere om innenlandsk etterspørsel
  - 2.4 Utenriksøkonomien
  - 2.5 Produksjon og arbeidsmarked
  - 2.6 Lønnsvekst og konkurranseevne

Utdyping:

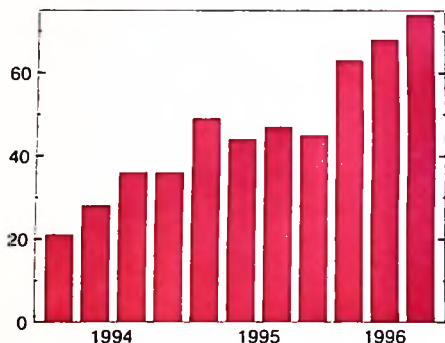
- *Grunnlaget for fremskrivningen*
- *Virkninger av et mer markert konjunkturforløp*
- *Utviklingen i arbeidsstyrken*

Redaksjonen avsluttet 12. desember

Veksten i norsk økonomi har forsterket seg i 1996 etter tre år med konjunkturoppgang. Anslagene i denne rapporten tyder på at aktiviteten i økonomien kan holde seg høy fram mot århundreskiftet, men veksttakten ser ut til å avta noe. BNP-veksten for Fastlands-Norge anslås til  $3\frac{1}{2}$  prosent i år og 3 prosent neste år, og om lag  $1\frac{3}{4}$  prosent ved århundreskiftet. Ledigheten kan komme ned i  $3\frac{1}{4}$  prosent ved utgangen av 1990-årene.

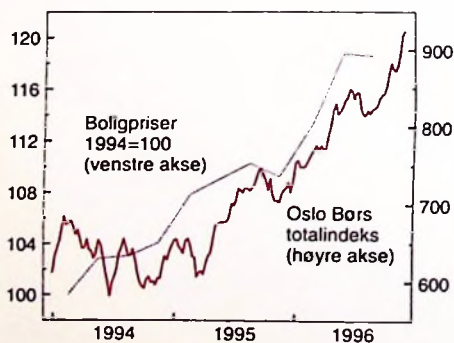
Lønnsveksten fremover kan bli høyere enn vi har opplevd tidlig på 1990-tallet. Lønnsveksten er anslått å øke fra  $4\frac{1}{4}$  prosent i år til  $4\frac{3}{4}$  prosent neste år og kan bli enda noe høyere enn dette i årene 1998-2000. Den økende lønnsveksten i fremskrivningene bidrar til å øke prisveksten, men fortsatt moderat vekst i prisene internasjonalt ser ut til å kunne dempe inflasjonstendensene. Vi anslår konsumprisveksten til  $1\frac{1}{4}$  prosent i år og  $2\frac{1}{2}$  prosent neste år og i 1998. Deretter ligger det an til en konsumprisvekst på rundt 3 prosent i 1999 og 2000.

**Figur 1.1** Sysselsatte personer. Endringer fra samme kvartal året før. Tusen personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå, AKU

**Figur 1.2** Formuespriser



Kilde: ECON og Oslo Børs

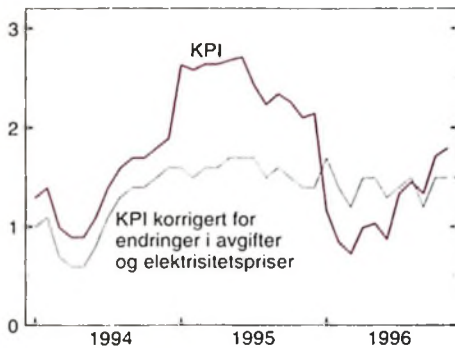
## 1.1 Nytt siden sist

I siste inflasjonsrapport pekte vi på at aktiviteten i økonomien hadde tatt seg ytterligere opp i løpet av 1996 etter tre år med vekst. Sysselsetningsveksten så også ut til å bli høyere enn vi hadde lagt til grunn tidligere. Vi anslo videre at den underliggende lønns- og prisveksten ville tilta i 1997, etter høy lønnsvekst også i 1996.

Kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) for tredje kvartal og de siste korttidsindikatorne bekrefter dette bildet:

- Både veksten i bruttoproduktet og i etterspørselen fra Fastlands-Norge økte kraftig fra andre til tredje kvartal. I de første tre kvartalene i år var BNP for Fastlands-Norge 3,3 prosent høyere enn ett år tidligere. Korrigert for lav elektrisitetsproduksjon, var den underliggende veksten om lag  $3\frac{3}{4}$  prosent.
- Sysselsettingen har vokst med  $3\frac{1}{2}$  prosent det siste året, og yrkesdeltakingen er nå høyere enn noen gang tidligere. Det vil ifølge Arbeidsdirektoratet kunne bli mangel på arbeidskraft innen flere yrkesgrupper i løpet av neste år.
- Forbruksveksten holder seg sterk, og husholdningenes kjøp av varige forbrugsgoder har vokst mer enn på mange år.
- Aksjekursene på Oslo Børs har økt med 28 prosent så langt i år, og boligprisene har steget med 8 prosent.

**Figur 1.3** Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgiftsendringer og elektrisitetspriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Som ventet har konsumprisveksten tatt seg opp i løpet av høsten blant annet som følge av økte strømpriser. I november var elektrisitetsprisene nesten 15 prosent høyere enn for ett år siden. Tolvmånedersveksten har økt fra 1,3 prosent i september til 1,8 prosent i november. Tjenestepriene har gjennomgående økt mer enn vareprisene i år, og lå i november 2,4 prosent høyere enn året før. Dersom konsumprisindeksen korrigeres for økning i strømprisene og avgiftsendringer i år, var prisveksten 1,5 prosent i november.

Siden siste inflasjonsrapport har det også skjedd visse justeringer i den økonomiske politikken:

- I salderingsproposisjonen er det lagt til grunn at den innstrammende effekten av finanspolitikken neste år vil bli om lag som foreslått ved fremlegget av budsjettforslaget i oktober. Noe høyere utgifter på enkelte områder er blitt motvirket ved reduserte utgifter på andre områder, og gjennom noe høyere skatter og avgifter. Dersom dette budsjettopplegget går gjennom i Stortinget, vil finanspolitikken isolert sett kunne bidra til en innstramming i etterspørselen tilsvarende 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge.
- Den 5 november satte Norges Bank ned signalrentene med 0,5 prosentpoeng. Etter rentenedsettelsen falt rentene i pengemarkedet med om lag  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng, og tremåneders eurokronerente falt til et nivå i rundt  $\frac{4}{4}$  prosent. Flere banker har satt ned sine utlånsrenter med om lag  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng.

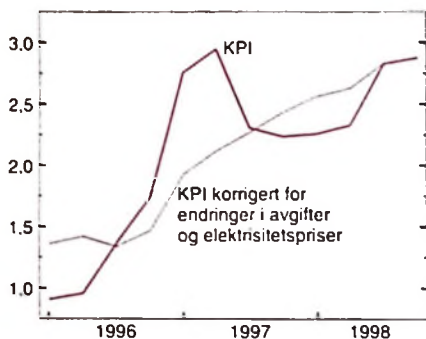
## 1.2 Utsiktene for pris- og kostnadsutviklingen

Veksten i lønningene i år ser ut til å bli om lag som vi la til grunn sist. Industrilønningene vil øke med om lag  $\frac{4}{2}$  prosent, mens det ser ut til å bli noe lavere vekst i offentlig sektor og i de øvrige næringene. Samlet legger vi fortsatt til grunn en lønnsvekst på  $\frac{4}{4}$  prosent i år. Dette er  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng høyere enn anslått for ett år siden, og på linje med anslaget i forrige inflasjonsrapport

Et noe strammere arbeidsmarked, fortsatt relativt god lønnsomhet i bedriftene samt økning i konsumprisveksten trekker i retning av høyere lønnsvekst til neste år. Vi anslår imidlertid nå en lønnsvekst på  $\frac{4}{4}$  prosent i 1997 mot 5 prosent sist. Bakgrunnen for dette er at kvartalsvist nasjonalregnskap indikerer en noe svakere lønnsomhetsutvikling i industrien i 1996 enn vi tidligere hadde anslått.

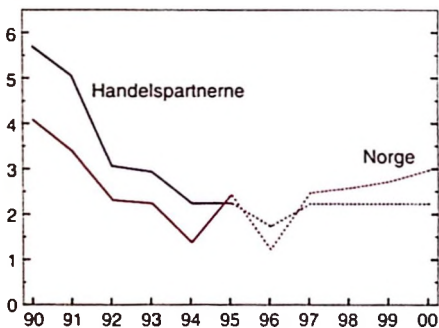
På tross av en viss avdemping av veksttakten i norsk økonomi i resten av fremskrivningsperioden, vil kapasitetsutnyttningen fortsatt være høy og ledigheten vil falle noe. Basert på erfaringene for hvordan lønnsdannelsen virker – slik dette er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell – kan lønnsveksten anslås å øke til rundt  $\frac{5}{4}$  prosent i årlig gjennomsnitt i perioden 1998-2000. I så fall vil lønnsvekst-

**Figur 1.4 Konsumprisveksten. Anslag for KPI totalt og for KPI eksklusive avgiftsendringer og elektrisitetspriser. Årsvekst. Prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 1.5 Konsumprisvekst i Norge og blant våre handelspartnere. Årsvekst. Prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå, OECD og Norges Bank

en i Norge fra 1996 til 2000 samlet kunne bli om lag 6 prosent høyere enn hos våre handelspartnere.

Den økende lønnsveksten bidrar i fremskrivningen til å øke konsumprisveksten, mens fortsatt lav vekst i prisene på internasjonale varer og tjenester vil kunne virke dempende. Som i siste inflasjonsrapport anslår vi konsumprisveksten til 1 $\frac{1}{4}$  prosent i år og 2 $\frac{1}{2}$  prosent neste år. Korrigert for endringer i elektrisitetspriser og avgifter, tar den *underliggende* veksten i konsumprisene seg opp fra gjennomsnittlig 1 $\frac{1}{2}$  prosent for inneværende år til 2 $\frac{3}{4}$  prosent i 1998. Vi anslår en prisvekst på rundt 3 prosent de to siste årene i fremskrivningsperioden. Prisveksten vil i så fall være nærmere 1 prosentpoeng høyere enn hos våre handelspartnere.

I første halvdel av 1997 kan tolv månedersveksten i konsumprisveksten komme opp i 3 prosent. Dette skyldes dels at elektrisitetsprisene økte gjennom høsten i år, og dels at virkningen av reduserte bilavgifter fra januar 1996 faller ut av tolv månedersveksten. Vi legger til grunn at elektrisitetsprisene vil falle gjennom 1997, og dette vil i så fall føre til lavere prisstigning fra og med tredje kvartal 1997. Fra juli 1997 vil også bortfallet av momskompensasjonen i 1996 ikke lenger bidra til tolv månedersveksten.

Avgiftsopplegget som er presentert i salderingsproposisjonen, vil anslagsvis kunne bidra med 0,1 prosentpoeng til konsumprisindeksen i 1997. Vi legger nå også til grunn noe høyere priser på oljeprodukter enn i siste inflasjonsrapport. Som en teknisk forutsetning forutsetter vi at avgifter inflasjonsjusteres i resten av fremskrivningsperioden.

*Norske importpriser* har i flere år vist moderat vekst og således bidratt til å dempe den innenlandske prisveksten. Dette har blant annet reflektert lav internasjonal prisstigning og en viss appresiering av den importveide kronekursen i fjor. Samtidig har lav innenlandsk kostnadsvekst trolig bidratt til å begrense prisveksten for import som konkurrerer med norsk produksjon. For inneværende år ventes om lag uendrede importpriser for tradisjonelle varer. Prisveksten internasjonalt ventes å ta seg noe opp neste år samtidig som lønnsveksten i Norge tar seg opp. Vi legger til grunn at dette vil føre til økte importpriser. Vi anslår en vekst i importprisene på 1 prosent neste år, stigende til 2 prosent utover i fremskrivningsperioden.

I fremskrivningsperioden har vi lagt til grunn at endringer i bedriftenes *prismarginer* ikke vil gi noe vesentlig bidrag til konsumprisveksten. Innenlandsk etterspørsel er nå på et høyt nivå, og fortsatt sterk vekst kan gi bedriftene anledning til å øke påslaget på prisene, og således stimulere prisveksten. Høy kapasitetsutnyttning i mange bedrifter kan peke i samme retning. Erfaringsmessig vil også eksportører til Norge og norske importører øke sine prismarginer i en oppgangskonjunktur. På den annen side vil økt konkurranse innenlands og fra utenlandske bedrifter i noen grad begrense mulighetene for økte prismarginer.

**Tabell 1.1** Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1996, 1997 og 1998<sup>1)</sup>. Prosentvis endring fra foregående år

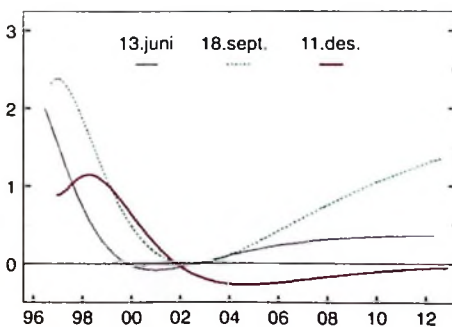
	1996	1997	1998
Finansdepartementet	2 1/4	2 1/2	–
Statistisk sentralbyrå	1,3	2,3	1,8
OECD <sup>2)</sup>	1,7	2,4	–
IMF <sup>2)</sup>	2,0	2,5	–
Norges Bank	1 1/4	2 1/2	2 1/2
Private institusjoner <sup>3)</sup>	1		
høyeste anslag	1,6	3,5	3,3
laveste anslag	1,2	2,2	2,2
gjennomsnitt	1,3	2,6	2,6

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

2) Konsumdeflator

3) Basert på anslag fra 13 institusjoner for 1996 og 1997 og fra 8 institusjoner for 1998.

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



Kilde: Norges Bank

Anslagene for pris- og lønnsutviklingen i årene fremover, spesielt den fortsatt høye reallønnsveksten på om lag 2 1/2 prosent pr. år i perioden 1996-2000, er kritisk avhengig av de historiske erfaringer om lønnsdannelsen som er bygget inn i RIMINI-modellen. Dersom den underliggende lønnsdannelsen varig påvirkes av lønnsmoderasjon, kan lønnsveksten bli lavere enn lagt til grunn i disse fremskrivningene.

På den annen side er det også en risiko for et mer markert konjunkturforløp enn skissert i denne rapporten. Et slikt forløp kan bli utløst av en sterkere etterspørselsvekst i den nærmeste tiden fremover og høyere pris- og kostnadsvekst enn anslått i denne rapporten.

### 1.3 Inflasjonsforventninger

Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå for andre og tredje kvartal viser at det nå er et klart flertall bedrifter som venter høyere priser på egne produkter de neste 12 måneder. Dette gjelder både for produkter rettet mot hjemmemarkedet og for eksportprodukter.

Ved inngangen til inneværende år var det om lag like mange bedrifter som ventet prisoppgang fremover som de som ventet prisnedgang. Bedriftenes synes altså nå å ha forventninger om en sterkere vekst i produktprisene enn ved inngangen til 1996.

Terminrentekurven kan gi informasjon om inflasjonsforventninger i finansmarkedene. En må imidlertid være forsiktig med å trekke sterke konklusjoner på grunnlag av norske terminrenter alene. Blant annet må endringer i norske renter i stor grad ses i sammenheng med utenlandske renter. Som det fremgår av figur 1.6, har differansen mot tyske terminrenter falt siden midten av september, og rentedifferansen er nær null på 5 års sikt og videre fremover. Dette kan indikere at norske renter på lang sikt forventes å bli om lag som tyske renter. I den grad nominelle renteforskjeller reflekterer inflasjonsforskjeller, kan figur 1.6 tolkes som at det på lang sikt ikke forventes store forskjeller mellom prisstigningen i Norge og i Tyskland.

Norges Bank samler inn opplysninger fra 13 private institusjoner om deres prisanslag for årene fremover. For 1997 venter institusjonene en prisvekst på 2,6 prosent, som er på linje med vårt eget prisanslag. Prisanslagene varierer fra 2,2 prosent til 3,5 prosent. Åtte av institusjonene har også gitt prisanslag for 1998. Anslagene varierer fra 2,2 til 3,3 prosent med 2,6 prosent som gjennomsnitt.

De offentlige norske og utenlandske institusjonene venter også høyere prisstigning neste år. Statistisk sentralbyrå er den eneste av disse som også har gitt anslag for 1998. Byrået venter at prisveksten vil reduseres noe dette året.

**Tabell 2.1** Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1996	1997	1998 -2000 <sup>1)</sup>
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	2
Privat konsum	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Offentlig konsum	2	1	1 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Pålopte oljeinvesteringer	0	8	-16 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Eksport	9 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	6	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Herav:			
Olje, gass og rørransport	18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Tradisjonelle varer	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Import	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1
Tradisjonelle varer	6	5	2
BNP	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
BNP, Fastlands-Norge	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3	2

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig årlig vekst

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 2.1 Hovedtrekk

Anslagene i denne rapporten peker i retning av fortsatt høy aktivitet i økonomien i resten av 1990-tallet, men det ser ut til at veksten i BNP for Fastlands-Norge kan avta til i gjennomsnitt 2 prosent i perioden 1998-2000 etter en vekst på 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent i år og 3 prosent neste år. Den svakere konjunkturutviklingen i 1998-2000 skyldes en svakt økende spare-rate hos husholdningene, samt at investeringene flater ut og eksportveksten modereres. Det ser også ut til at vi kan få betydelig nedgang i oljeinvesteringene i de to siste årene av perioden.

Etter en økning på drøye 60 000 personer i år, reduseres veksten i sysselsettingen i fremskrivningen til drøye 30 000 personer neste år og til rundt 20 000 personer som årlig gjennomsnitt i 1998-2000. En betydelig del av sysselsettingsveksten i de siste årene har blitt motsvart av at flere personer har kommet inn på arbeidsmarkedet. Vi legger til grunn at det fortsatt vil skje en viss vekst i yrkesdeltakingen i tiden fremover. Ledigheten<sup>1</sup> vil likevel reduseres fra rundt 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> i år til noe under 4 prosent neste år. Mot slutten av fremskrivningsperioden kan AKU-ledigheten falle til 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent. Den registrerte ledigheten ved arbeidskontorene kan komme under 3 prosent i 2000.

Driftsoverskuddet øker i fremskrivningen fra 7<sup>3</sup>/<sub>4</sub> prosent av BNP i 1996 til over 11 prosent i 2000. Dette skyldes i hovedsak økte oljeinntekter, men renteinntektene fra de store overskuddene vil også bidra betydelig til bedringen på driftsbalansen. Norges fordringer på utlandet øker i fremskrivningen fra 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prosent av BNP ved utgangen av 1996 til over 40 prosent i 2000.

I perioden 1992-95 økte innenlandsk etterspørsel med drøyt 10 prosent. I år anslår vi at innenlandsk etterspørsel vil vokse med ytterligere 4 prosent. Dette er den høyeste veksten siden 1985-86. Deretter anslås en viss avdemping av veksttakten ned til 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent i 1997 og videre ned til om lag 2 prosent mot slutten av tiåret. Det er særlig veksten i privat konsum som nå driver den innenlandske etterspørselen. Den høye konsumveksten er et resultat av høy sysselsettingsvekst og høy reallønnsvekst, som samlet gir en vekst i realdisponibel inntekt i 1996 på 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub> prosent. Den høye inntektsveksten medfører også, sammen med relativt

<sup>1</sup> Korrigerede AKU-tall som er sammenliknbare med gamle definisjoner.

## Grunnlaget for fremskrivningen

Det er to viktige grunnlag for fremskrivningen. Det er for det første den løpende konjunkturstatistikk, som er sentral for å vurdere situasjonen i økonomien og som er utgangspunkt for våre anslag. For det andre er fremskrivningene basert på erfaringer som er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI.

På midten av 1980-tallet førte sprikende informasjon og mangler ved den løpende statistikken til at man ikke i tide tok hensyn til de indikatorer som pekte i retning av en overoppheting av økonomien. Det tok for eksempel lang tid før det kraftige fallet i husholdningenes sparing ble avdekket. I Nasjonalbudsjettet som ble lagt fram i oktober 1984, var det opprinnelig lagt til grunn en vekst i privat konsum på 2,5 prosent for 1985. I Nasjonalbudsjettet året etter var anslaget for 1985 økt til 6 prosent, og det ble lagt til grunn en konsumvekst på 3,5 prosent for 1986. De endelige nasjonalregnskapstallene viste en vekst i 1985 og 1986 på henholdsvis 9,9 og 5,6 prosent.

Siden midten av 1980-årene har det skjedd betydelige forbedringer i statistikk-grunnlaget, og i våre anslag legger vi til grunn at den løpende statistikken gir et rimelig bilde av den underliggende utviklingen i norsk økonomi. Det er imidlertid også nå knyttet en viss usikkerhet til om den løpende statistikken gir et korrekt bilde. Et viktig usikkerhetsmoment er omleggingen av Arbeidskraftundersøkelsen fra første kvartal i år, som innebærer at tallene for 1995 og 1996 ikke er direkte sammenliknbare. Statistisk sentralbyrå har foretatt en første korreksjon av tallene, men det kan likevel ikke utelukkes at AKU-tallene undervurderer eller overvurderer den faktiske veksten i sysselsettingen og utviklingen i arbeidsstyrken.

Kvartalsberegningene i nasjonalregnskapet foretas på et mindre detaljert nivå enn de årlige nasjonalregnskapstallene og er mer summariske. Dette skyldes blant annet at statistikk-grunnlaget er mindre fullstendig på kvartalsba-

sis enn på årsbasis, og behovet for at det kvartalsvise nasjonalregnskapet er aktuelt når det publiseres. I ettertid vil det imidlertid kunne bli korreksjoner. Ved publisering av tallene for tredje kvartal ble for eksempel veksten i BNP for Fastlands-Norge for første halvår i år i forhold til i fjor justert opp fra 3,3 prosent til 3,7 prosent.

De kvartalsvise nasjonalregnskapstallene indikerer en lagernedgang i norsk økonomi hittil i 1996. Isolert sett kan en lagernedbygging innebære et tidlig signal om ytterligere økning i produksjonen eller om høy kapasitetsutnyttning og økende press i økonomien. Det finnes imidlertid ikke løpende lagerstatistikk som kan bekrefte en slik utvikling. I nasjonalregnskapet beregnes lagerinvesteringene som forskjellen mellom produksjon og import på den ene siden og leveransene til vareinnsats, eksport, konsum og investeringer på den andre siden. En mulig forklaring på de foreløpige regnskapstallene kan således være at de undervurderer produksjonen og importen eller overvurderer etterspørselen. Denne usikkerheten gjør det vanskeligere å fastslå hvor sterk oppgangen i inneværende år er, på samme måte som - men trolig i mindre grad enn - i 1980-årene.

De historiske erfaringer som er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI, er blant annet basert på kvartalsvise nasjonalregnskapstall fra 1970-tallet fram til 1993. Hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet i 1995 innebærer at det foreløpig ikke finnes nye kvartalsvise tall lenger tilbake enn fra 1993. De gamle nasjonalregnskapstallene er heller ikke ført fram til 1996. Følgen av dette har vært at anslagene som nå legges fram, er basert på erfaringsgrunnlaget fra det gamle nasjonalregnskapet fram til 1993. Erfaringsgrunnlaget i RIMINI omfatter dermed ikke de aller siste årene hvor det blant annet kan ha skjedd forandringer i lønnsdannelsen. Dette øker usikkerheten i anslagene.

lave realrenter, at boliginvesteringene igjen ser ut til å ta seg opp i løpet av de nærmeste årene, med en anslått vekst i 1997 på noe under 10 prosent. Veksten i husholdningenes forbruk og boliginvesteringer går deretter ifølge fremskrivningen noe ned mot århundredskiftet, til henholdsvis om lag  $2\frac{1}{4}$  prosent og  $2\frac{3}{4}$  prosent årlig.

Vi venter at den sterke etterspørselsveksten og lave realrenter sammen med fortsatt relativt god lønnsomhet også vil bidra til et høyt nivå på bedriftsinvesteringene gjennom hele perioden, etter en samlet investeringsvekst på i gjennomsnitt 5 prosent per år i 1996 og 1997. Mot slutten av perioden ventes særlig et fall i oljeinvesteringene å bidra til en avdemping av etterspørselsimpulsene rettet mot norsk økonomi. En relativt stram finanspolitikk i tråd med anslagene i Nasjonalbudsjettet 1997 vil virke i samme retning.

Usikkerheten knyttet til makroøkonomiske beregninger vil alltid være stor, og den vil øke desto lengre fram i tid anslagene skal gå. Det er også knyttet usikkerhet til om vi har et riktig bilde av den løpende utviklingen, jf ramme om grunnlag for fremskrivningen. Anslagene i denne rapporten er basert på de historiske erfaringer som er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI, blant annet når det gjelder lønnsdannelsen. Samarbeidet mellom partene i arbeidslivet og vilje til lønnsmoderasjon kan trekke i retning av lavere lønnsvekst enn anslått. Økningen i lønnsveksten i år tyder imidlertid på at et strammere arbeidsmarked vil gjøre det vanskeligere å få til moderat lønnsvekst fremover.

De forutsetninger som er gjort om arbeidstilbudet, er også avgjørende for lønnsutviklingen. Det kan ikke utelukkes at de høye yrkesfrekvenser vi nå har, innebærer at fleksibiliteten i tilbudet av arbeidskraft er redusert, slik at fortsatt sysselsetningsvekst vil føre til et sterkere press i arbeidsmarkedet, og dermed trolig også til høyere lønnsvekst enn vi har anslått. En ujevn utvikling i arbeidsmarkedet, med etterspørselspress i enkelte regioner og mot enkelte yrkesgrupper, vil også kunne forsterke mulighetene for økt lønns- og prisstigning.

Ved særlig rask økning i sysselsettingen og betydelig nedgang i ledigheten kan det oppstå knapphet på ulike typer av arbeidskraft selv om ledigheten fortsatt er høy. Arbeidsdirektoratet<sup>2</sup> peker på at det vil kunne oppstå mangel på arbeidskraft innen flere yrkesgrupper i løpet av 1997, blant annet innen deler av offentlig sektor, industri og bygg- og anleggsvirksomhet.

Det er også betydelig usikkerhet knyttet til etterspørsels- og konjunkturutviklingen fremover. Vi vil blant annet kunne få høyere vekst i etterspørselen dersom finanspolitikken neste år blir mer ekspansiv enn det som nå er lagt til grunn.

<sup>2</sup> Kvartalsrapport om arbeidsmarkedet Nr. 4/96



Det er videre en klar mulighet for at husholdningenes etterspørsel kan vise et mer markert forløp enn referansebanen antyder. På kort sikt ligger forholdene til rette for økt konsumvekst, og husholdningene vil kunne ha stor tillit til sin egen og landets økonomiske situasjon. Økningen i boligprisene har gitt husholdningene betydelige formuesgevinster samtidig som realrenten etter skatt for husholdningene med uendrede nominelle renter vil synke til rundt 2 prosent neste år. En enda sterkere konsumvekst i begynnelsen av perioden enn vi her har anslått, kan bli avløst av behov for konsolidering og økende sparerater mot slutten av perioden. En slik utvikling vil eventuelt kunne bli forsterket ved at redusert konsumvekst innebærer lavere aktivitet, lavere sysselsetting og dermed lavere inntekter for husholdningene.

Samtidig er investeringsnivået relativt høyt, og tegn til svakere utvikling på hjemmemarkedet eller svekket lønnsomhet vil kunne gi betydelige fall i investeringene.

Et mer markert konjunkturforløp vil kunne innebære høyere pris- og kostnadsvekst først i perioden, etterfulgt av et mer markert omslag mot slutten av fremskrivningsperioden med lavere vekst i økonomien og muligheter for at ledigheten igjen begynner å øke, jf nærmere omtale i rammen om virkninger av et mer markert konjunkturforløp.

Fallet i oljeinvesteringene i 1999 og 2000 innebærer et betydelig omstillingsbehov knyttet til oljevirksomheten innenfor horisonten av disse fremskrivningene. Vi har lagt til grunn at det vil skje en moderat omstilling til leveranser til eksport. Dersom pris- og kostnadsnivået skulle bli høyere enn lagt til grunn på grunn av et mer markert konjunkturforløp, vil disse omstillingene kunne bli vanskeliggjort. De negative virkninger på aktivitetsnivået av fallet i oljeinvesteringene vil i så fall kunne bli sterkere enn anslått.

**Tabell 2.2** Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra foregående år

	1996	1997	1998
USA <sup>1)</sup>	2 1/2	2 1/4	2
Japan	3 1/2	1 1/2	3 3/4
Tyskland	1 1/4	2 1/4	2 1/2
Frankrike	1	2 1/4	2 1/2
Storbritannia	2 1/4	3	3
Sverige	1 1/2	2	2
Finland	2 1/2	3 1/2	3 1/2
Danmark	1 3/4	2 1/2	3
Norges handelspartnere	1 3/4	2 1/2	2 1/2

<sup>1)</sup> Anslagene er basert på den nye beregningsmåten for BNP

Kilde: Norges Bank, OECD og Consensus Forecasts

## 2.2 Nærmere om internasjonale rammebetingelser

Veksten hos våre viktigste handelspartnere ventes å øke fra 1 3/4 prosent i år til 2 1/2 prosent neste år. Den høyere veksten skyldes at den økonomiske oppgangen i Japan og Europa i inneværende år ventes å fortsette i 1997. I resten av fremskrivningsperioden (1998-2000) legger vi til grunn at veksten hos våre handelspartnere etablerer seg rundt det langsiktige vekstpotensialet i disse landene på rundt 2 1/2 prosent.

På kort sikt er usikkerheten først og fremst knyttet til virkningen av at mange land samtidig strammer inn finanspolitikken etter mange år med store budsjettunderskudd. Også i land der den realøkonomiske utviklingen har vært svak, gjennomføres det nå betydelige innstramminger. Dette har gitt grunnlag for lettelser i pengepolitikken. I flere av landene der underskuddene har vært særlig store, har bud-

## Virkninger av et mer markert konjunkturforløp

Det er flere likhetstrekk, men også en del forskjeller, mellom den vekstperioden vi nå er inne i og de sterke konjunkturoppgangene vi opplevde midt på 1970- og 1980-tallet. Begge de to foregående konjunkturoppgangene ble avløst av nedgang i den økonomiske aktiviteten, redusert sysselsetningsvekst og økt ledighet. Tilbakeslaget etter den siste oppgangen ble vesentlig sterkere og mer varig enn etter oppgangen midt på 1970-tallet. BNP- og sysselsetningsveksten har over tid vært omtrent like sterk denne gangen, jf. figur 1 og 2 nedenfor.

Fremskrivningen som er presentert i denne rapporten, viser et konjunkturforløp der veksten i BNP og sysselsetting fortsatt holdes oppe og ledigheten fortsetter å gå ned ved inngangen til det neste århundret.

Erfaringene fra de siste to tiårene viser at økonomien vil være sårbar for «sjokk» i en situasjon med høy kapasitetsutnyttning og prestendenser i deler av arbeidsmarkedet. Det er dermed også en risiko for at den konjunkturoppgangen vi nå er inne i, kan bli sterkere enn antatt, eller lede til større svingninger i den økonomiske aktiviteten enn det fremskrivningen nå viser. Slike sjokk er det pr. definisjon vanskelig å ta høyde for i en modellbasert

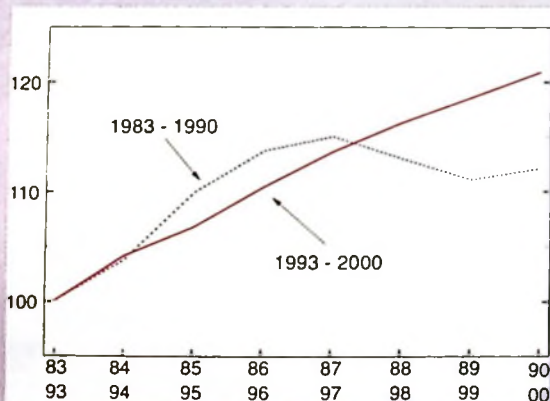
fremskrivning, som må ta utgangspunkt i kjente sammenhenger i økonomien og rimelige forutsetninger om utformingen av den økonomiske politikken.

For å illustrere virkningene av et mer markert konjunkturforløp, har vi valgt å fokusere på usikkerheten i den innenlandske etterspørselen. Figurene 3 og 4 nedenfor viser en utvikling med større endringer i husholdningenes sparing og bedriftenes investeringer enn det som er lagt til grunn i fremskrivningen (kalt «referansebanen» i figuren).

Det er ikke lagt vekt på å vurdere sannsynligheten av den utviklingen vi får ved å foreta disse justeringene. Beregningen er ment å være en illustrasjon av en situasjon der svingningene i den innenlandske etterspørselen blir vesentlig sterkere enn det våre (og andres) anslag tilsier. De utslagene i atferd som er lagt til grunn i denne illustrasjonen, er samtidig klart innenfor de utslagene en så i forbindelse med konjunkturbevegelsene i 1980-årene.

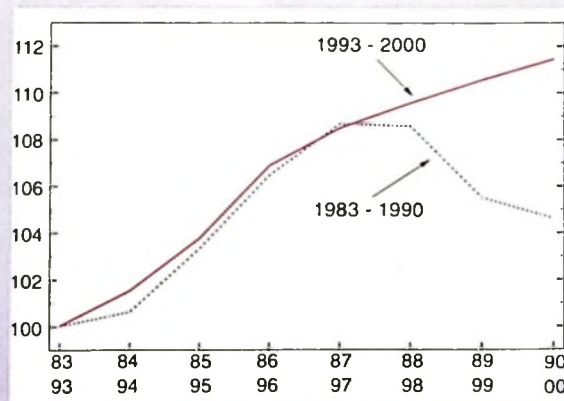
Det er ikke lagt inn endringer i den økonomiske politikken som følge av et annerledes konjunkturforløp, og de internasjonale rammevilkårene er de samme som i modellfremskrivningen (referansebanen). I forhold til fremskrivningen er noe av både privat konsum og

**Figur 1** BNP-Fastlands-Norge. Sammenligning av konjunkturforløpene. Indeks 1983/1993 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2** Sysselsettingen. Sammenligning av konjunkturforløpene. Indeks 1983/1993 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bedriftsinvesteringer skjøvet fram i tid, dog slik at den samlede sparings- og investeringsatferden ikke endres for perioden sett under ett:

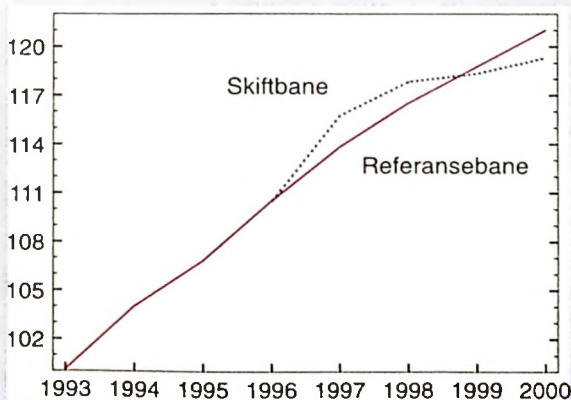
- Husholdningenes sparerate er nedjustert med henholdsvis 2 og 1 prosentpoeng i 1997 og i 1998, og tilsvarende oppjustert med henholdsvis 1 og 2 prosentpoeng i 1999 og i 2000.
- Investeringenes andel av verdiskapningen i bedriftene i Fastlands-Norge er oppjustert med henholdsvis 2 og 1 prosentpoeng i 1997 og i 1998, og tilsvarende nedjustert med henholdsvis 1 og 2 prosentpoeng i 1999 og i 2000.

I denne illustrasjonen øker veksten i innenlandsk etterspørsel og produksjon markert i forhold til referansebanen i 1997. Veksten i BNP for Fastlands-Norge kommer opp i 4,8 prosent. I 1998 ligger fortsatt etterspørsels- og produksjonsnivået høyere enn i referansebanen, mens veksttakten er lavere. De to neste

årene går etterspørselen ned, mens produksjonen og sysselsettingen stagnerer. Ved utgangen av perioden er både produksjon og samlet etterspørsel lavere enn i referansebanen, mens sysselsettingen er tilbake på referansebanens nivå. Samtidig ligger både lønns- og prisnivået om lag 1 prosent høyere enn i referansebanen ved utgangen av perioden. Lønnsveksten kan komme opp i nærmere 6 prosent.

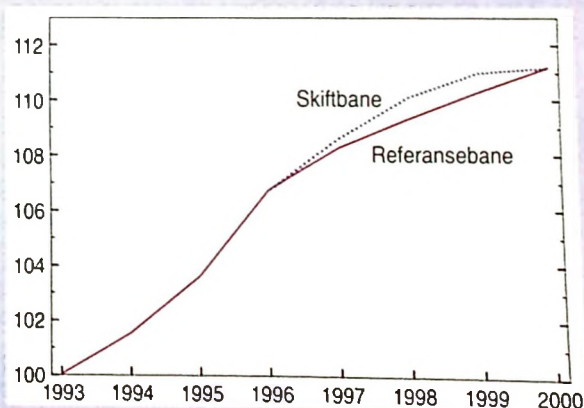
Vi ser også tegn til at dette forløpet leder til en lavkonjunktur i slutten av perioden. Arbeidsledigheten begynner å øke i 2000. Ved slutten av 1990-tallet vil økonomien, med det forløpet illustrasjonene viser, være inne i en periode med stagnasjon i den økonomiske aktiviteten, der ledigheten øker samtidig som pris- og kostnadsveksten er høyere enn blant våre handelspartnere. Kostnadene ved en slik utvikling, i form av blant annet varig høyere arbeidsledighet, vil bli merkbare først etter århundreskiftet. Behovet for fortsatt gjeldskonsolidering i husholdninger og bedrifter vil, sammen med et høyt kostnadsnivå, kunne forsterke en slik lavkonjunktur.

**Figur 3 BNP Fastlands-Norge. Utviklingen i referansebanen og i et mer markert konjunkturforløp. Indeks 1993 = 100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4 Sysselsettingen. Utviklingen i referansebanen og i et mer markert konjunkturforløp. Indeks 1993 = 100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 2.3 Konsumpriser. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra foregående år. Consensus forecast i parentes<sup>1)</sup>**

	1996	1997	1998
USA	3 (2,9)	3 (3,0)	2 3/4
Japan	1/4 (0,1)	1 1/4 (1,2)	1 1/2
Tyskland	1 1/2 (1,5)	1 3/4 (1,8)	1 3/4
Storbritannia	2 1/4 (2,4)	3 1/4 (2,9)	2 1/4
Sverige	3/4 (1,0)	1 3/4 (1,8)	2 1/2
Finland	3/4 (0,8)	2 (1,6)	2
Danmark	2 (2,1)	2 1/4 (2,4)	3
Norges handelspartnere	1 3/4 (1,8)	2 1/4 (2,2)	2 1/4
EU-12-landene <sup>2)</sup>	2 1/4 (2,2)	2 1/4 (2,2)	2

<sup>1)</sup> Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisindeksen fra ulike private institusjoner pr. november 1996.

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

Kilde: Norges Bank og Consensus forecast

sjettinnstrammingen også bidratt til fall i de langsiktige rentene.

I Europa representerer den planlagte gjennomføringen av monetær union (ØMU) et selvstendig usikkerhetsmoment for konjunkturutviklingen. Stadig flere land har presentert budsjetter for 1997 der underskuddet i offentlig sektor ikke overstiger 3 prosent av BNP. Det gjenstår imidlertid betydelig usikkerhet om hvor mange land som oppfyller kravene til å delta i ØMU. Usikkerheten knyttet til ØMU kan blant annet ha betydning for om det blir realisert et tradisjonelt konjunkturforløp i de europeiske landene der eksportveksten mange land har hatt, trekker med seg en økning i investeringene.

Inneværende år ventes prisveksten å bli 1 3/4 prosent hos våre handelspartnere. Den lave prisveksten reflekterer blant annet ekstraordinære forhold i Sverige og Finland, der reduksjon i merverdiavgiften på matvarer og lavere matvarepriser i kjølvannet av EU-medlemskap har bidratt til lav prisvekst. Fremover venter vi at inflasjonen internasjonalt blir liggende rundt 2 1/4 prosent. Bak dette bildet ligger det en antagelse om at pengepolitikken i USA om nødvendig strammes inn for å holde veksten i økonomien innenfor kapasitetsgrensen. I Europa er det ledig produksjonskapasitet og dermed rom for en oppgang i den økonomiske veksten uten at dette vil bidra til at inflasjonen vil tilta i særlig grad.

## 2.3 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

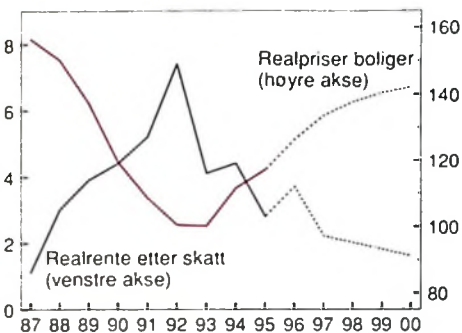
### Husholdningene

For inneværende år anslår vi en vekst i privat konsum på 4 1/2 prosent, hvorav den sterke veksten i bilkjøpene alene står for om lag 1 3/4 prosent. I 1997 ser det ut til at konsumveksten fortsatt blir høy. Vi legger til grunn at bilkjøpene blir liggende om lag på det samme nivået som i år, men at den øvrige konsumveksten tar seg noe opp. Samlet anslås veksten i privat konsum i 1997 til 3 1/2 prosent. I perioden 1998-2000 anslår vi konsumveksten til 2 1/4 prosent.

Husholdningenes realdisponible inntekt har økt med drøye 15 prosent i løpet av siste 5-årsperiode. Dette må blant annet ses på bakgrunn av fallende renteutgifter på gjeld, en kraftig sysselsettingsvekst og høy reallønnsvekst, særlig i 1996. Samtidig har prisveksten vært lav. Husholdningene har dels anvendt inntektsveksten til økt forbruk, og dels til å bedre sin finansielle posisjon.

Husholdningenes netto finansformue økte fra 10 prosent av deres disponible inntekt i 1992 til om lag 40 prosent ved utgangen av 1995. Dette forholdstallet ser ut til å øke ytterligere gjennom 1996, blant annet som følge av kursgevinster på verdipapirer. I tillegg kommer økning i husholdningenes boligformue ved at bruktboligprisene har økt med 30 prosent i samme periode. Dette tilsvarer en formuesgevinst

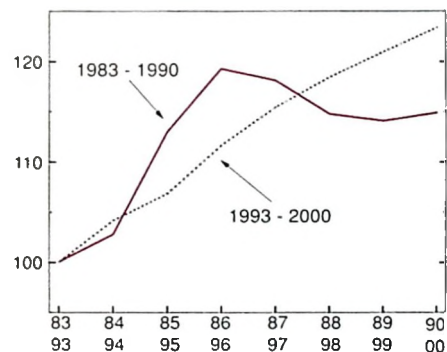
**Figur 2.1** Realpriser boliger og realrente etter skatt<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Nominelle renter er som en teknisk forutsetning holdt uendret i fremskrivningsperioden

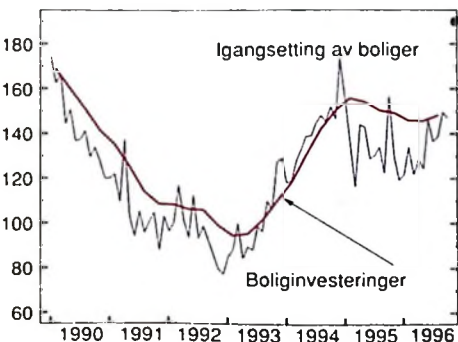
Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

**Figur 2.2** Privat konsum i periodene 1983-1990 og 1993-2000. Indeks 1983/1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 2.3** Igangsetting av boliger og boliginvesteringer. Sesongjustert. Indeks 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

på over 200 milliarder kroner. I inneværende år har brukt-boligprisene økt (nominelt) med om lag 8 prosent. Det er høy etterspørsel etter boliger, og den senere tids reduksjon i rentenivået må antas å stimulere til sterk vekst i boligprisene også fremover. Vi anslår at veksten i boligprisene vil bli vel 8 prosent også neste år. I perioden 1998-2000 anslår vi en mer moderat prisoppgang.

Realrentene for husholdningene er også i ferd med å bli relativt lave. Basert på anslagene i denne rapporten vil realrenten etter skatt falle til 2 prosent neste år dersom en legger til grunn uendrede nominelle rentesatser. Dette vil også kunne bidra til vekst i konsumet fremover.

Vi anslår at husholdningenes samlede sparing svekkes noe i år og neste år for deretter å øke noe mot slutten av fremskrivningsperioden. En betydelig andel av konsumveksten de siste årene har bestått i kjøp av varige forbruks-goder. Betraktes disse innkjøpene som investeringer i stedet for forbruk på innkjøpstidspunktet, vil husholdningenes sparerate få et jevnere forløp i perioden 1995-2000. Vi antar at sparing i realkapital som følge av økte boliginvesteringer, vil ta seg noe opp. Finanssparingen vil trolig svekkes noe i begynnelsen av perioden, men vil deretter ta seg noe opp.

De høye bilkjøpene i inneværende år og en reduksjon i spareraten de siste to årene kan indikere at husholdningene er i ferd med å innta en mindre forsiktig forbruksatferd. En viss økning i kredittveksten kan peke i samme retning. Det er derfor mulig at forbruksveksten i de nærmeste årene vil bli høyere enn veksten i den disponible inntekten, slik at vi vil kunne få et ytterligere fall i spareraten. Lave realrenter og store formuesgevinster kan lede konsumet inn på en bane som ikke er opprettholdbar, jf. erfaringene fra midten av 1980-årene. I så fall vil vi kunne få et fall i konsumet mot slutten av fremskrivningsperioden, jf. drøfting i egen ramme i avsnitt 2.1.

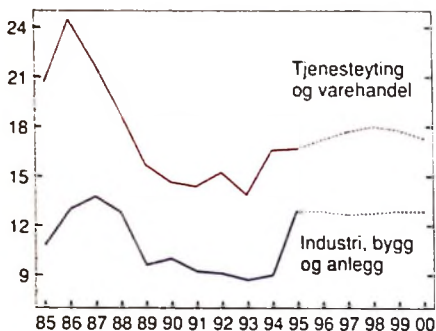
### Boliginvesteringene

Mens boliginvesteringene økte sterkt i 1994, ble det utover i 1995 og begynnelsen av 1996 igangsatt færre byggeprosjekter, til tross for at det var flere faktorer som pekte i retning av økt boligetterspørsel. Husholdningenes inntekter har økt sterkt, husholdningenes finansielle situasjon er bedret og kostnaden ved å bygge nytt er relativt sett blitt lavere. Den lave veksten i byggeaktiviteten i første halvår i år skyldtes trolig midlertidige faktorer som mangel på byggeklare tomter og høyt press i byggebransjen, særlig i Østlandsområdet som følge av store anleggsprosjekter som blant annet Gardermoen.

I andre halvår i år har igangsettingen av nye boliger tatt seg opp igjen. Ordretilgangen på nye boligbygg lå i tredje kvartal 25 prosent over nivået på samme tid i fjor, og ordre-reserven økte med 16 prosent i forhold til andre kvartal. Vi

anslår at boliginvesteringene vil øke fremover. I 1997 anslår vi veksten til nærmere 10 prosent, og til  $2\frac{3}{4}$  prosent årlig for perioden 1998-2000. Et slikt forløp innebærer bygging av i overkant av 20 000 boliger årlig i perioden. Vi legger til grunn en viss økning i gjennomsnittlig boligstørrelse, men boligstørrelsen i år 2000 vil fortsatt være betydelig lavere enn i 1986.

**Figur 2.4** *Investeringsrater. Investeringer i prosent av bruttoprodukt*



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### *Bedriftenes investeringer*

Siden 1993 har det vært sterk vekst i investeringene i Fastlands-Norge, men investeringsraten – forholdet mellom investeringer og produksjon – ligger fremdeles noe lavere enn i 1986-87. Investeringsutviklingen de senere år må ses på bakgrunn av et lavt investeringsnivå i begynnelsen av oppgangsperioden, god markeds- og lønnsomhetsutvikling for norske bedrifter, samt gjennomføringen av enkelte store investeringsprosjekter som metanolfabrikken på Tjeldbergodden og utbyggingen av Gardermoen.

I inneværende år ser investeringsveksten ut til å bli  $4\frac{1}{2}$  prosent. Investeringene vokser sterkest innen bygge- og anleggssektoren og i samferdselssektoren, men industriinvesteringene viser også betydelig vekst.

De relativt lave rentene vil bidra positivt til bedriftenes lønnsomhet, og stimulere investeringsutviklingen fremover. Utbyggingen av Gardermoen og store offentlig vedtatte investeringsprosjekter som nytt Rikshospital og de planlagte gasskraftverkene, vil også i betydelig grad påvirke investeringsveksten. Vi legger til grunn en samlet investeringsvekst for bedriftene i Fastlands-Norge på vel 5 prosent i 1997, fallende til  $3\frac{1}{2}$  prosent i 1998,  $1\frac{3}{4}$  prosent i 1999 og om lag uendret investeringsnivå i 2000.

Investeringsstillingen for industrien peker i retning av lavere vekst i industriinvesteringene i 1997. Forsatt sterk investeringsvekst i verkstedindustrien og metallindustrien motvirkes i noen grad av ferdigstillelsen av metanolfabrikken på Tjeldbergodden. Tjeldbergodden representerer en reduksjon i investeringsnivået på 1 milliard kroner neste år, eller om lag 8 prosent av industriinvesteringene. Samlet anslår vi at bygge-, anleggs- og industriinvesteringene vil øke med  $2\frac{1}{4}$  prosent i 1997. I årene 1998-2000 venter vi avtakende vekst, men det vil fortsatt være et høyt investeringsnivå.

Vi venter fortsatt sterk investeringsvekst innen privat tjenesteyting og varehandel neste år. Igangsettingen av og ordretilgangen for næringsbygg peker i retning av høy investeringsvekst i denne sektoren. Investeringene knyttet til utbyggingen av Gardermoen vil ligge på et høyt nivå i 1997, men det blir ikke ytterligere vekst i disse investeringene neste år. I resten av fremskrivningsperioden vil nedgangen i investeringene knyttet til Gardermoen i noen grad motvirkes ved bygging av to gasskraftverk. Samlet anslår vi at in-

vesteringsveksten i varehandel og tjenesteyting vil falle fra 6 $\frac{1}{4}$  prosent neste år til om lag 0 i 2000.

Investeringene er svært følsomme overfor konjunktursituasjonen. Høyere lønnsvekst enn anslått eller svekket etterspørsel på hjemmemarkedet vil kunne bidra til et fall i investeringene. Svakere utsikter internasjonalt vil også føre til lavere investeringsvekst enn vi har lagt til grunn. Fallet i oljeinvesteringene mot slutten av fremskrivningsperioden vil innebære at kapasitet fristilles og at investeringsbehovet isolert sett reduseres. Dersom kostnadsnivået i Norge blir høyere enn vi har anslått, vil bedriftene i større grad enn hittil kunne velge å foreta sine investeringer i utlandet.

### Offentlig etterspørsel

I disse fremskrivningene har vi tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som er skissert i salderingsproposisjonen for 1997. Dette innebærer at statsbudsjettets underliggende utgifter reelt sett øker med  $\frac{1}{4}$  prosent i 1997 og at budsjettets innstrammende effekt blir om lag 1 prosent av BNP. Vi har forutsatt at kommuneopplegget gjennomføres som foreslått i salderingsproposisjonen. For perioden 1998-2000 legger vi til grunn at den underliggende realveksten i statens og kommunesektorens utgifter blir 1 prosent pr år. Skatte- og avgiftssatsene er forutsatt uendret fra 1997 og gjennom hele perioden. Dette svarer til forutsetningene i de mellomlangsigte fremskrivningene presentert i Nasjonalbudsjettet.

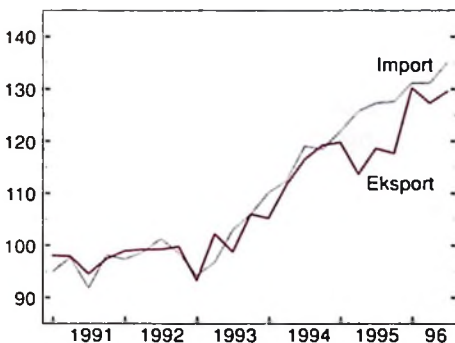
## 2.4 Utenriksøkonomien

Eksporten av tradisjonelle varer økte kraftig i 1. kvartal i år, og har hittil i år holdt seg rundt dette høye nivået. Eksportveksten har vært bredt sammensatt, men har vært sterkest for varegruppene fisk, metaller og maskiner. Veksten i eksporten blir høyere i år enn i 1995, til tross for at våre viktigste handelspartnere har svakere økonomisk vekst i år. Fordelingen av eksportveksten på de tradisjonelle handelspartnere og på andre land viser at veksten i år blir trukket kraftig opp av eksport til Asia og nye markeder i Europa.

Norsk eksport har tradisjonelt vunnet markedsandeler i begynnelsen av en internasjonal konjunkturoppgang. Dette har sammenheng med at vår eksport i stor grad er råvarebasert og leverer innsatsvarer tidlig i konjunkturoppgangen. Oppsvinget i Europa har startet, og vi venter at det fortsetter neste år. Dette vil trekke etterspørselen etter norske varer opp. På den annen side kan veksten bremses av at kapasitetsutnyttelsen er blitt høy i eksportnæringene. Dette kan imidlertid kompenseres av økte investeringer i industrien. Fallet i oljeinvesteringene mot slutten av fremskrivningsperioden vil også frigjøre kapasitet i industrien.

Til tross for antakelsen om økt vekst blant handelspartnere i 1997, anslår vi at økningen i tradisjonell vareeksport

**Figur 2.5** Eksport og import av tradisjonelle varer. Sesongjustert. Indeks 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

avtar fra  $9\frac{3}{4}$  prosent i år til  $6\frac{3}{4}$  prosent neste år. Dette innebærer ny vekst i eksporten gjennom 1997 etter den utflatingen vi har sett etter første kvartal i år. I perioden 1998 til 2000 anslår vi en årlig vekst i eksporten av tradisjonelle varer på rundt  $4\frac{1}{2}$  prosent. Dette er noe i underkant av markedsveksten for norsk eksport og reflekterer blant annet konkurranseevnetapet i fremskrivningsperioden. Vi har imidlertid lagt til grunn at dette delvis motvirkes ved at bedriftene omstiller seg fra leveranser rettet mot norsk oljesektor til eksport.

Norske eksportpriser er i betydelig grad bestemt på internasjonale råvaremarkeder. Disse prisene viser store fluktuasjoner. Prisene for flere viktige eksportprodukter har falt i inneværende år. Dette gjelder blant annet prisen på aluminium hvor den nedadgående trenden fra 1995 fortsatte inn i 1996. Vi venter et fall i prisene for den tradisjonelle vareeksporten på 2 prosent i år. Økt økonomisk aktivitet blant annet i Europa vil trolig bidra til en moderat oppgang i våre eksportpriser i tiden fremover. Potensialet for en sterk prisoppgang på råvarer som for eksempel aluminium vurderes imidlertid som begrenset, fordi ledig produksjonskapasitet kan settes inn.

Den sterke veksten i importen i 1995 reflekterte blant annet kraftig vekst i industriinvesteringene. Fortsatt økning i innenlandsk etterspørsel har bidratt til ytterligere vekst i importen i 1996. Økt import av elektrisk kraft har også gitt et betydelig bidrag til importveksten i år. Vi ser for oss at veksten i innenlandsk etterspørsel vil avta, men samtidig er det grunn til å tro at tendensen til økt internasjonal spesialisering over tid vil føre til noe sterkere vekst i importen enn i den samlede etterspørselen. En eventuell nedgang i industriinvesteringene, og andre importavhengige deler av etterspørselen, vil imidlertid kunne motvirke dette i noen grad.

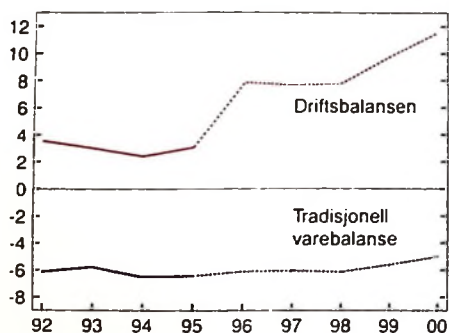
Importprisene ser ut til å bli om lag uendret i år. Vi anslår at importprisveksten blir 1 prosent i 1997, økende til rundt 2 prosent i resten av fremskrivningsperioden.

Det vil være store og økende overskudd i handelen med andre land gjennom fremskrivningsperioden. Det er først og fremst økte eksportinntekter fra petroleumssektoren som vil bidra til handelsoverskuddet. Mot slutten av fremskrivningsperioden vil handelsoverskuddet også kunne styrkes som følge av lavere import til investeringer i oljeindustrien.

Driftsbalansen overfor utlandet påvirkes i tillegg av at underskuddet på rente- og stønadbalansen reduseres etter hvert som Norge bygger opp fordringer på utlandet. Overskuddet på driftsbalansen anslås å øke fra  $7\frac{3}{4}$  prosent av BNP i 1996 til om lag  $11\frac{1}{2}$  prosent ved århundreskiftet. Ved utgangen av fremskrivningsperioden kan Norges nettofordringer på utlandet anslås til 42 prosent av BNP.

Anslag for den langsiktige utviklingen i oljeprisene varierer betydelig. I fremskrivningen har vi lagt til grunn en uendret realpris på 125 kroner per fat fra 1997. Dersom

**Figur 2.6** Driftsbalanse i prosent av BNP og tradisjonell varebalanse i prosent av BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



**Tabell 2.4 Driftsoverskudd og finansinvesteringer etter sektor. Milliarder kroner**

	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Driftsoverskudd:</b>					
Netto innenlandske finansinvesteringer etter sektor:	79	81	86	114	142
- Offentlig sektor <sup>1)</sup>	60	68	74	88	104
- Husholdninger	15	11	12	17	23
- Foretak <sup>2)</sup>	5	2	0	9	15

<sup>1)</sup> Inklusive Norges Bank

<sup>2)</sup> Inklusive olje, sjofart, finansielle foretak og statistiske avvik

Kilde: Norges Bank

oljeprisen reduseres med 10 kroner i forhold til dette, vil overskuddet på driftsbalansen i 1997 reduseres med drøye 10 milliarder kroner og nettokontantstrømmen til staten med rundt 8 milliarder.

### *Kapitalbevegelser og finansinvesteringer*

De store driftsoverskuddene i årene fremover må motsvares av en tilsvarende netto kapitalutgang. Oppbyggingen av Statens petroleumsfond vil utgjøre en betydelig andel av denne kapitalutgangen. Avsetningen til Statens petroleumsfond var om lag 2 milliarder i 1995. For 1996 er avsetningen til fondet anslått til 46 milliarder kroner og i 1997 er avsetningen anslått til 55 milliarder kroner. I nasjonalbudsjettet for 1997 var oljefondet i 2000 anslått til om lag 270 milliarder kroner med en oljepris på 115 kroner per fat. Med våre oljeprisforutsetninger vil fondet kunne bli mer enn 300 milliarder i 2000. Vi legger også til grunn at det blir en betydelig kapitalutgang fra oljesektoren som blant annet reflekterer nedbetaling av gjeld som har finansiert oljeinvesteringene. Fastlandsforetakenes årlige kapitaleksport vil etter disse beregningene bli lav i fremskrivningsperioden.

Overskuddet på driftsbalansen representerer også de samlede netto finansinvesteringer for innenlandske sektorer. Tabell 2.5 viser hvordan vi anslår at disse finansinvesteringene vil fordele seg på de ulike sektorene. Som det fremgår av tabellen, vil det være offentlig sektor som vil stå for den største delen av de samlede netto finansinvesteringene de nærmeste årene.

Sammenliknet med netto finansinvesteringene de seneste årene, forventer vi noe lavere finansinvesteringer i husholdningssektoren fremover, jf avsnittet om privat konsum. Husholdningenes netto finansinvesteringer har avtatt fra 1993 da de var i overkant av 33 milliarder kroner, men anslagene peker i retning av at de vil ta seg noe opp mot slutten av perioden. Tabellen viser at foretakssektorens finansinvesteringer vil kunne avta frem til 1998, for deretter å øke til et nivå på om lag 15 milliarder kroner i 2000.

## **2.5 Produksjon og arbeidsmarked**

### *Produksjonen*

Bruttonasjonalproduktet har økt betydelig i flere år og ligger an til å øke med hele 5 1/2 prosent inneværende år. Den sterke veksten må blant annet ses på bakgrunn av produksjonsutviklingen i petroleumssektoren. Produksjonsveksten i bedriftene i Fastlands-Norge er også sterk, og har i flere år ligget høyere enn det langsiktige vekstpotensialet for norsk økonomi. I de første tre kvartalene av 1996 var BNP for Fastlands-Norge 3,3 prosent høyere enn samme perioden i fjor. Statistisk Sentralbyrå anslår at redusert elektrisitetsproduksjon har trukket veksten ned med 0,3-0,4 prosentpoeng.

For 1996 ventes en økning i BNP for Fastlands-Norge 3 1/2 prosent. Ved utgangen av 1996 ser det ut til at vekstimpulsene fremdeles er sterke, og vi venter fortsatt betydelig produksjonsvekst i 1997. Utover i fremskrivningsperioden vil en avdempning av innenlandsk etterspørselsvekst, noe lavere eksportvekst og fall i oljeinvesteringene føre til at produksjonsveksten i Fastlands-Norge avtar, og mot slutten av perioden ligge noe lavere enn det langsiktige vekstpotensialet i økonomien.

Produksjonsveksten i petroleumssektoren vil også dempes sammenliknet med den svært sterke veksten inneværende år. Petroleumssektoren gjør likevel at BNP øker noe sterkere enn BNP for Fastlands-Norge gjennom hele fremskrivningsperioden.

### Arbeidsmarkedet

I løpet av de siste fire årene har sysselsettingen steget med over 140 000 personer. Om lag halvparten av denne sysselsettingsveksten er kommet i 1996. I samme fireårsperiode har ledigheten ifølge AKU bare gått ned med vel 30 000 personer, fra 6 prosent som andel av arbeidsstyrken i 1993 til om lag 4 1/2 prosent så langt i år. En betydelig del av sysselsettingsveksten er dermed blitt motsvart av at flere personer er kommet inn på arbeidsmarkedet.

Vi så en tilsvarende effekt, men med motsatt fortegn, under konjunkturedgangen på slutten av 1980-tallet. Økningen i ledigheten ble da dempet ved at mange, særlig ungdom, gikk ut av arbeidsmarkedet.

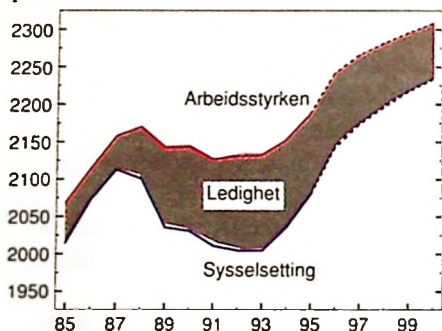
Utviklingen i arbeidsledigheten de nærmeste årene vil blant annet avhenge av hvordan arbeidsstyrken utvikler seg, jf. ramme om utviklingen i arbeidsstyrken. Dersom en legger til grunn uendrede yrkesfrekvenser for de ulike aldersgruppene fra nivået hittil i 1996, tilsier den demografiske utviklingen at arbeidsstyrken vil vokse med om lag 11 000 personer i gjennomsnitt pr år de nærmeste årene.

Vi legger til grunn at det fortsatt vil skje en viss vekst i yrkesdeltakelsen i tiden fremover. På denne bakgrunn ser vi for oss en vekst i arbeidsstyrken på 1 prosent i 1997, og vel 1/2 prosent i gjennomsnitt i perioden 1998-2000.

Produksjonsveksten vi legger til grunn i disse fremskrivningen, innebærer at økningen i sysselsettingen fortsetter, men at veksten vil bli noe mer moderat i tiden fremover sammenliknet med hva vi har sett de siste par årene. Neste år venter vi at sysselsettingen vil øke med drøye 30 000 personer, eller 1 1/2 prosent. I resten av fremskrivningsperioden ser vi for oss en årlig gjennomsnittlig vekst i sysselsettingen i underkant av 1 prosent.

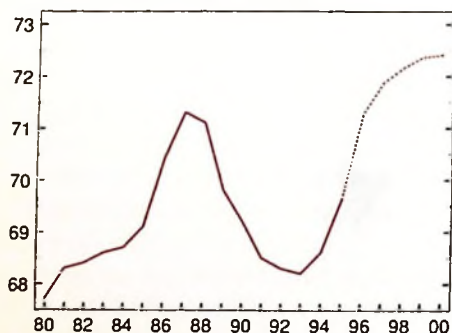
Ifølge tall fra Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse har timeverksveksten hittil i år vært noe lavere enn veksten i antall sysselsatte personer. Dette reflekterer en viss økning i sykefraværet og at kvinner og ungdom, som

**Figur 2.7 Arbeidsmarkedet. Tusen personer**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 2.8 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som andel av befolkningen i alderen 16-74 år. Prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Utviklingen i arbeidsstyrken

Hittil i konjunkturoppgangen er store deler av sysselsettingsveksten blitt motsvart av økt arbeidsstyrke. Også historisk har arbeidstilbudet vist seg å svinge i takt med konjunktorene i økonomien. Når sysselsettingen vokser, er sannsynligheten for å få arbeid større enn når sysselsettingen reduseres. I gode tider vil en dermed typisk se en vekst i arbeidsstyrken, mens arbeidsstyrken reduseres i dårlige tider. Samtidig er det åpenbart en grense for hvor mange som faktisk vil være interessert i arbeid. Det må antas at enkelte grupper, som for eksempel studenter, forholdsvis raskt vil melde seg på arbeidsmarkedet, mens andre først vil være interessert i arbeid ved et høyere lønnsnivå. Et spørsmål som kan reises i dagens situasjon er dermed hvor stor arbeidsstyrken kan bli før ytterligere vekst i etterspørselen etter arbeidskraft vil medføre betydelig høyere lønnsvekst enn hittil.

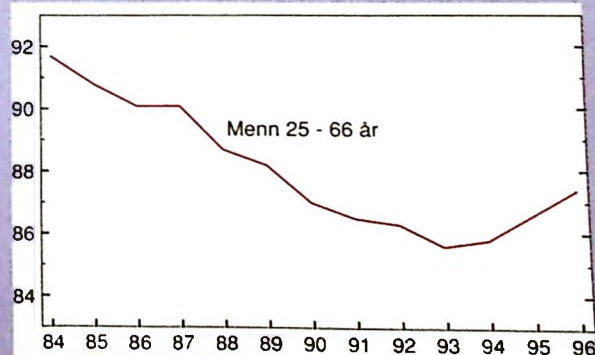
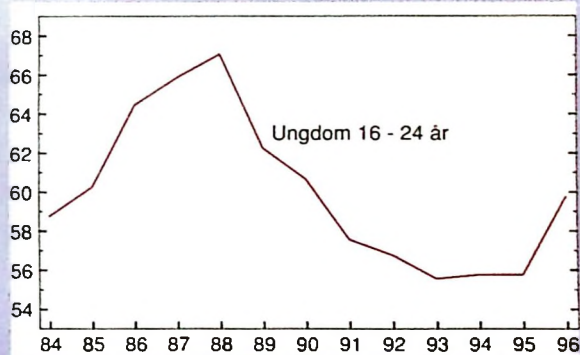
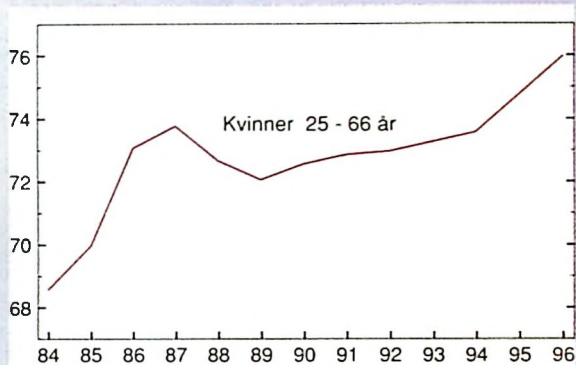
Den demografiske utviklingen er en viktig faktor for arbeidstilbudet. Dersom en legger til grunn uendrede yrkesfrekvenser for de ulike aldersgruppene fra nivået hittil i 1996, tilsier den demografiske utviklingen at arbeidsstyrken vil vokse med om lag 11 000 personer, eller 1/2 prosent, i gjennomsnitt pr. år de nærmeste årene. Ved en sysselsettingsvekst på rundt 1/2 prosent i årene fremover skulle det således ikke være grunn til å tro at det vil bli økt press i arbeidsmarkedet, med mindre endrede regler knyttet til for eksempel arbeidstid eller pensjonsalder reduserer arbeidstilbudet på andre måter.

Dersom arbeidstilbudet skal vokse mer enn dette, må imidlertid yrkesdeltakelsen øke. Det er særlig kvinner som har bidratt til den kraftige veksten i arbeidsstyrken de siste årene. Kvinners yrkesdeltakelse har aldri før vært høyere enn den er nå, men den ligger fortsatt noe lavere enn blant kvinner i Sverige og Danmark. Yrkesdeltakelsen blant kvinner kan derfor fortsatt stige noe.

Det siste året har også ungdom i aldersgruppen 16-24 år økt sin yrkesdeltaking betydelig. Bedringen på arbeidsmarkedet har bidratt til

større muligheter for ungdom og studenter til å arbeide deltid, og til at ungdom på kort sikt i større grad ser på arbeidsmarkedet som et alternativ til utdanning. Yrkesfrekvensen for denne gruppen er fortsatt lav sammenlignet med hva den var midt på 1980-tallet. Det er imidlertid grunn til å tro at utdanningsfrekven-

Yrkesfrekvenser for ulike grupper



Kilde: Statistisk sentralbyrå

sen varig har økt, blant annet som følge av reformene i utdanningssektoren og utbygging av høyskolesystemet. Potensialet for fortsatt vekst i arbeidsstyrken ut over befolkningsveksten for denne aldersgruppen er derfor trolig begrenset.

For menn i alderen 25-65 år er yrkesdeltakelsen fortsatt noe lavere enn det den var på sitt høyeste i forrige konjunkturoppgang. Dette kan blant annet reflektere at yrkesdeltakingen i den eldste delen av denne gruppen har avtatt som følge av innføringen av AFP-ordningen. Videre er den yngste delen av denne gruppen i større grad nå enn tidligere innenfor utdanningssystemet. Det kan således være grunn til å tro at det vil oppstå lønnspress ved lavere yrkesdeltaking for denne gruppen enn i den forrige konjunkturoppgangen.

I fremskrivningen har vi lagt til grunn en yt-

terligere økning i den samlede yrkesfrekvensen, fra vel 71 prosent i 1996 til drøye 72 prosent i 1998. I de to siste årene av fremskrivningene er yrkesfrekvensene om lag konstante. Det er således lagt til grunn om lag den samme fleksibilitet i arbeidstilbudet som det vi har sett hittil i konjunkturoppgangen. Det er imidlertid mulig at endringer i arbeidsmarkedet, som blant annet permisjonsordninger, økte utdanningsfrekvenser og lavere gjennomsnittlig pensjonsalder, gir større utslag enn vi har antatt. I så fall kan det bli vanskelig å øke yrkesfrekvensene fra dagens nivå, og den anslåtte økningen i etterspørselen de nærmeste årene kan dermed føre til mer utbredt mangel på arbeidskraft, høyere lønnsvekst og lavere vekst i sysselsettingen enn det fremskrivningene viser.

tradisjonelt har hatt lavere gjennomsnittlig arbeidstid enn øvrige grupper, har stått for en betydelig del av sysselsetningsveksten. Det er knyttet usikkerhet til utviklingen i gjennomsnittlig arbeidstid de kommende årene. Økt yrkesdeltakelse blant kvinner og ungdom trekker i retning av fortsatt redusert gjennomsnittlig arbeidstid. På den annen side ønsker deltidsansatte å arbeide lengre, og det vil i tiden fremover være sterkest befolkningsvekst i aldersgrupper som har relativ høy gjennomsnittlig arbeidstid. Vi legger i våre fremskrivninger til grunn en nedgang i gjennomsnittlig arbeidstid neste år på 1/4 prosent. For perioden 1998-2000 antar vi uendret gjennomsnittlig arbeidstid.

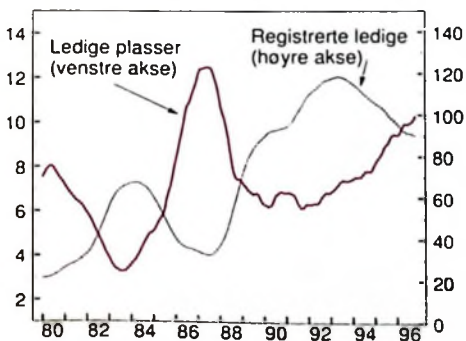
Selv om veksten i arbeidsstyrken fortsatt vil motvirke deler av sysselsetningsveksten, innebærer våre anslag at vi får en jevn og moderat nedgang i arbeidsledigheten. Mot slutten av neste år anslås AKU-ledigheten til noe under 4 prosent. Mot slutten av beregningsperioden kan ledigheten komme ned i 3 1/4 prosent.

## 2.6 Lønnsvekst og konkurransevne

Både i Norge og internasjonalt har det ofte vist seg vanskelig å kombinere sterk vekst i etterspørselen etter arbeidskraft med lav lønns- og prisvekst. Tradisjonelt har lønns- og prisstigningen derfor tatt seg markert opp under konjunkturoppvinger som den norske økonomi nå er inne i. Hittil i konjunkturoppvingen har imidlertid lønnsveksten vært lavere enn hos våre handelspartnere. Lav nominell lønnsvekst har sammen med moderate prisimpulser fra utlandet bidratt til at prisveksten har holdt seg lav. Vi har imidlertid liten erfaring med den situasjonen vi nå er i, med relativt høy ledighet historisk sett, og stor fart i økonomien. Flere forhold kan bidra til høyere lønnsvekst enn det vi har sett i det siste:

- Årets lønnsvekst markerte et foreløpig brudd med den relativt moderate lønnsvekst vi har hatt de siste årene. I noen grad er det grunn til å tro at de siste års moderate oppgjør i hvert fall til en viss grad skyldes den høye ledigheten. Etter hvert som ledigheten reduseres, og det oppstår knapphet på enkelte typer arbeidskraft, vil det å få til fortsatt moderat lønnsvekst bli en stor utfordring for partene i arbeidslivet.
- Strukturelle trekk ved arbeidsmarkedet kan ha endret sammenhengen mellom ledighet og lønnsvekst. Blant annet har trolig en del av arbeidsstyrken andre kvalifikasjoner enn det som for tiden etterspørres i arbeidsmarkedet. En indikasjon på dette er et økende antall ledige stillinger, jf figur 2.9. Til tross for høy ledighet er det i dagens situasjon tegn til mangel på kvalifisert arbeidskraft innenfor helse- og omsorgsarbeid i offentlig sektor, innen deler av industrien og i bygge- og anleggsbransjen.

**Figur 2.9** Antall registrert ledige personer og beholdning ledige stillinger. Sesongjustert. Tusen personer



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 2.9 viser også at beholdningen av ledige stillinger nå er like stor som i 1986. Antallet ledige personer er imidlertid langt høyere nå. Dette er forhold som trekker i retning av at lønnsveksten kan tilta ved høyere ledighetsrater enn det vi har vært vant til tidligere.

- Arbeidsmarkedet har vist seg å være svært fleksibelt hittil i konjunkturoppgangen. Sysselsettingsveksten er for en stor del blitt møtt med økt arbeidsstyrke. Det er særlig kvinner som har bidratt til veksten i arbeidstilbudet. Yrkesdeltakelsen har imidlertid aldri vært høyere enn den er nå. Samtidig er det grunn til å tro at vi har fått en permanent høyere utdanningsfrekvens. Potensialet for fortsatt vekst i arbeidstilbudet er derfor på litt sikt begrenset. Med fortsatt sterk sysselsettingsvekst vil arbeidsmarkedet etter hvert kunne strammes til raskt, også ved relativt høye ledighetsrater.

Vi har som nevnt valgt å legge til grunn en lønnsvekst i tråd med historiske erfaringer for hvordan lønnsdannelsen virker, slik disse er nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Vi har imidlertid som vanlig forutsatt at moderasjonslinjen de siste årene får gjennomslag i det nominelle lønnsnivået. Samlet anslår vi at lønnsveksten i 1997 kan komme opp i  $4\frac{3}{4}$  prosent, etter en vekst på om lag  $4\frac{1}{4}$  prosent i år. Lønnsoverhenget inn i 1997 kan anslås til om lag 2 prosent, arbeidsmarkedet vil bli noe strammere neste år og konsumprisveksten øker. Samtidig er lønnsomheten i bedriftene fortsatt relativt god, selv om enkelte industrisektorer har fått svekket sin lønnsomhet. I bygge- og anleggsbransjen ser for eksempel lønnsomheten ut til å være økende.

Basert på anslag for den realøkonomiske utviklingen, og da særlig utviklingen på arbeidsmarkedet, kan lønnsveksten anslås til om lag  $5\frac{1}{4}$  prosent som et gjennomsnitt for perioden 1998-2000. Et anslått fall i ledigheten fra 4 prosent i 1997 til nærmere 3 prosent ved utgangen av fremskrivningsperioden vil virke lønnsdrivende. På den annen side vil høy lønnsvekst etter hvert også svekke lønnsomheten i bedriftene. Dette vil bidra til å dempe lønnsveksten.

Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere er anslått til om lag  $3\frac{3}{4}$ -4 prosent både i år og i resten av fremskrivningsperioden. Sammenliknet med anslagene for lønnsveksten i Norge vil dette kunne innebære at lønnskostnadene i Norge øker nærmere 6 prosent mer enn hos handelspartnerne i perioden 1996-2000.

## UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

*Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår*

	1996	1997	1998-2000 <sup>1)</sup>
<b>Realøkonomi</b>			
Privat konsum	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Offentlig konsum	2	1	1 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Bruttoinvesteringer i alt	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	-2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Påløpte oljeinvesteringer	0	8	-16 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Fastlands-Norge	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Bedrifter	6 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	5 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Boliger	-2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Offentlig forvaltning	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3	-1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2
Eksport	9 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	6	3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Olje, gass og rørtransport	18 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Tradisjonelle varer	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Import	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1
Tradisjonelle varer	6	5	2
BNP	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Fastlands-Norge	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3	2
<b>Arbeidsmarked<sup>3)</sup></b>			
Sysselsetting, AKU	3	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1
Arbeidsstyrke, AKU	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
Arbeidsledighetsrate, AKU	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	4	3 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> <sup>2)</sup>
<b>Priser og lønninger</b>			
Konsumpriser	1 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	3 <sup>2)</sup>
Årslønn	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	5 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Importpris tradisjonelle varer	0	1	2
Eksportpris tradisjonelle varer	-2	1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Råoljepris i kroner (nivå)	132	125	131
<b>Utenriksøkonomi</b>			
Eksportoverskudd, mrd kroner	98	93	137 <sup>2)</sup>
Driftsoverskudd, mrd kroner	79	81	142 <sup>2)</sup>
Driftsoverskudd i prosent av BNP	7 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	7 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	11 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> <sup>2)</sup>
<b>Memo</b>			
Husholdningenes sparerate	7	6 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	6 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig årlig vekst

<sup>2)</sup> Ved utgangen av perioden

<sup>3)</sup> 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 så å svekkje seg fram til slutten av august. Deretter har det vore ei styrking på vel 2 prosent. Hittil i 1996 har krona appresiert med 2,8 prosent overfor ECU. Noregs Bank har kjøpt valuta for 79 milliardar kroner.

Noregs Bank reduserte 5. november folio- og dagslånsrenta til bankane med 0,5 prosentpoeng, til respektive 4,00 og 6,00 prosent p.a. Bakgrunnen for rentereduksjonen var eit vedvarande appresieringspress på krona i ein situasjon der sentralbanken samtidig selde kroner for store beløp gjennom valutaintervensjonar. Fram til rentereduksjonen kom, styrkte krona seg til 101,15 målt ved ECU-indeksen, det sterkaste nivået sidan kronekursen byrja å flyte i 1992.

Mot tyske mark har krona styrkt seg med 5,4 prosent i 1996. Det meste av styrkinga i høve til tyske mark har skjedd sidan midten av september. Målt med den effektive valutakursen til industrien er krona 1,8 prosent sterkare enn ved årsskiftet. Det meste av denne appresieringa har funne stad i andre halvår.

Frå utgangen av første kvartal i år og fram til rentereduksjonen 5. november har differansen mellom norske og utanlandske pengemarknadsrenter stige så å seie ubrote. Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter auka frå så godt som null ved utgangen av mars til vel 0,8 prosentpoeng tidleg i november. Etter rentenedsetjinga frå Noregs Bank har differansen falle tilbake til eit nivå nær null, og pengemarknadsrentene har falle med om lag 0,5 prosentpoeng for korte renter og 0,8 for lange.

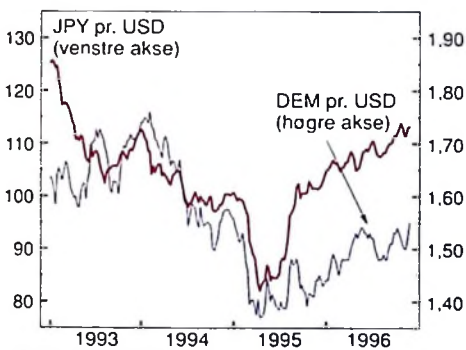
Det er ikkje gjennomført endringar i pengepolitikken i USA, Japan og Tyskland dei siste tre månadene. I dei europeiske land har renteutviklinga elles vore noko blanda. Bank of England har sett opp signalrenta si med 0,25 prosentpoeng til 6 prosent, mens fleire andre europeiske land har gjennomført pengepolitiske lettingar. Banque de France har sett ned intervensjonsrenta med 0,15 prosentpoeng til 3,20 prosent. I Italia har signalrentene blitt sett ned med 0,75 prosentpoeng sidan september. Rentenedgangen har òg halde fram i dei nordiske landa. Sveriges Riksbank har sett ned renta på gjenkjøpsavtalar med i alt 0,8 prosentpoeng, og rentekorridoren for pengemarknadsrentene er regulert ned med 1,0 prosentpoeng, til intervallet 3,75 - 5,25 prosent. Finlands Bank har sidan midten av september sett ned anbudsrenta med 0,25 prosentpoeng til 3 prosent.

Rentene på banklån der låntakarane oppfyller betalingspliktene, fall med knapt 0,1 prosentpoeng i tredje kvartal



1996, til 7,1 prosent. Med unntak av andre kvartal 1990 og fjerde kvartal 1994 har utlånsrentene falle sidan første kvartal 1988. Dei er no på det lågaste nivået for den perioden ein har data for (frå 1975). Innskottsrentene i bankane er omtrent uendra frå andre til tredje kvartal, på knapt 3,6 prosent, men også det er det lågaste nivået som er registrert innanfor dataperioden. Bankane sin rentemargin fall med knapt 0,1 prosentpoeng i løpet av tredje kvartal, til 3,5 prosentpoeng. Rentemargin har falle kontinuerleg sidan utgangen av 1988, men nedgangen har vore etter måten svak i 1996. Kredittveksten er framleis sterk.

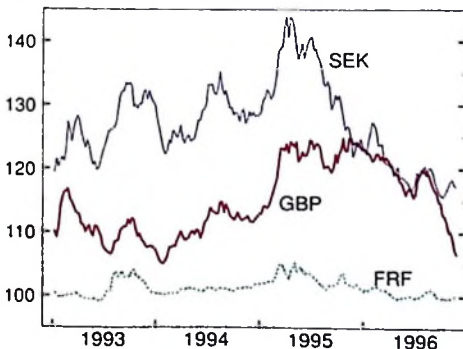
**Figur 2.1** Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.2** Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer målt mot DEM. Veketal.

Veke 1, 1992 = 100



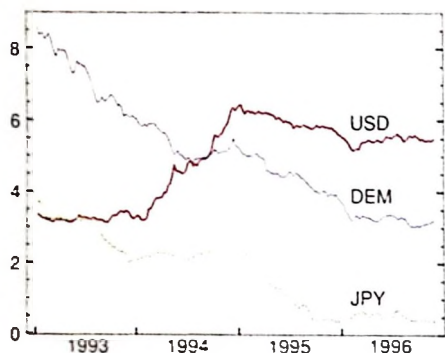
Kjelde: Noregs Bank

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

Det er ikkje gjort endringar i pengepolitikken i USA, Japan og Tyskland dei siste tre månadene. Storbritannia har stramma inn i pengepolitikken, mens fleire andre europeiske land har gjennomført ytterlegare pengepolitiske lettingar. Det har vore ein generell nedgang i dei langsiktige rentene sidan midten av september. I Tyskland var M3-veksten 8,4 prosent målt i årleg rate frå fjerde kvartal i fjor til oktober i år, det same som i september. Sjølv om veksten i M3 har minka gjennom året, er han framleis over målsona, og det er lite sannsynleg at ein vil lukkast med å komme innanfor intervallet på 4-7 prosent vekst for 1996. Tyske pengemarknadsrenter auka med knapt 0,2 prosentpoeng frå midten av september til byrjinga av desember. Rentedifferansen mot Tyskland har falle for fleire kontinental-europeiske land.

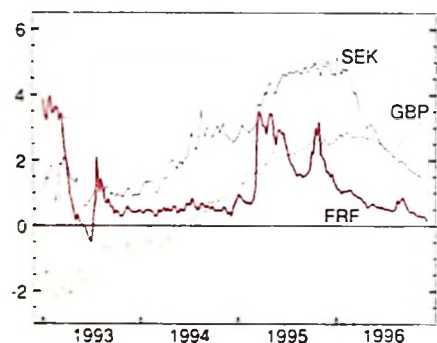
Bank of England sette 30. oktober opp signalrenta si, «minimum lending rate», med 0,25 prosentpoeng til 6,00 prosent. Dette signaliserte ein tilsvarende auke i private bankars «base rate». Tremånaders pengemarknadsrente auka i løpet av november med om lag like mykje. Banque de France har sett ned intervensjonsrenta med i alt 15 basispunkt, til 3,20 prosent. Franske pengemarknadsrenter har falle med om lag 0,2 prosentpoeng dei siste tre månadene. Banca d'Italia har sett ned lombardrenta og diskontoen med 0,75 prosentpoeng sidan september. Tremånaders penge-

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



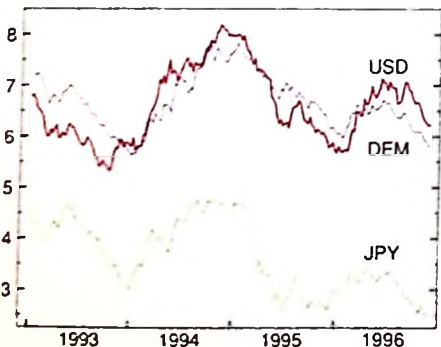
Kjelde: Noregs Bank

**Figur 2.4** Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

marknadsrente har falle med knapt 1,3 prosentpoeng sidan byrjinga av september.

Også i dei nordiske landa har rentenedgangen halde fram. Sveriges Riksbank har sett ned renta på gjenkjøpsavtalar (repora) med til saman 0,8 prosentpoeng sidan midten av september. Rentekorridoren, som bestemmer «golvet» og «taket» for pengemarknadsrentene, blei sett ned med 1,0 prosentpoeng i to omgangar (24. oktober og 5. desember), til 3,75 - 5,25 prosent. Den svenske tremånadersrenta ligg no omtrent  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng lågare enn i midten av september. Finlands Bank har i same periode sett ned anbudsrenta med til saman 0,25 prosentpoeng til 3 prosent. Dei finske pengemarknadsrentene ligg no om lag 0,1 prosentpoeng lågare enn i midten av september.

Amerikanske dollar styrkte seg både mot japanske yen og tyske mark frå midten av september til slutten av oktober. Dei første vekene i november var det ei generell svekking av dollaren i forhold til dei andre hovudvalutaene. Dei siste vekene har dollaren styrkt seg igjen, og kursen målt mot tyske mark var ved byrjinga av desember omtrent 2,5 prosent sterkare enn midt i september. Japanske yen har svekt seg mot amerikanske dollar sidan midten av september og blei i byrjinga av desember notert til det lågaste nivået mot amerikanske dollar sidan sommaren 1992.

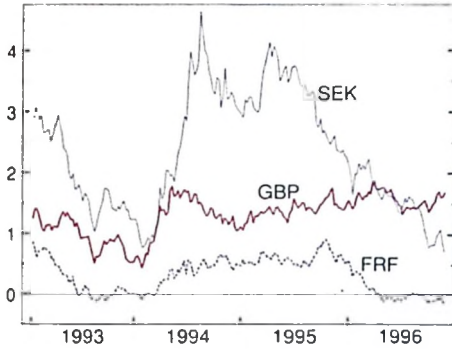
Dei siste månadene har to land gått inn i ERM-samarbeidet. Finland blei medlem i valutakurssamarbeidet 14. oktober. Sentralkursen for finske mark mot ECU blei sett til 5,80661, og sentralkursen mot tyske mark blei sett til 3,04000. Italia gjekk inn i ERM igjen 25. november. Sentralkursen for lire er sett til 990,004 mot tyske mark og 1906,48 mot ECU. Italia trekte seg frå ERM etter sterkt depresieringspress mot liren hausten 1992. Før Italia gjekk ut av ERM, var sentralkursen 802,480 mot tyske mark.

Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i midten av september 2,7 prosent. Fram til byrjinga av desember hadde spennvidda i kursbandet auka til knapt 7 prosent. Dette skuldast i hovudsak at irske pund har styrkt seg med knapt 6 prosent overfor tyske mark. Irske pund er blitt påverka av at britiske pund har appresiert med om lag 9 prosent mot tyske mark sidan midten av september. Den sterke veksten i britisk økonomi og renteauken i slutten av oktober kan ha verka til at aktørane i marknaden ventar ytterlegare pengepolitisk tilstramming i Storbritannia. Irske pund er no den klart sterkaste valutaen i ERM-bandet, mens franske franc er svakast. Avstanden mellom den nest sterkaste og den svakaste valutaen er berre 2,6 prosent.

Dei langsiktige amerikanske rentene har falle med nesten 0,8 prosentpoeng sidan midten av september. Det har òg vore eit fall i japanske langsiktige renter.

Renta på tiårs statsobligasjonar har falle i alle europeiske land dei siste tre månadene, og det har jamt over vore ein tendens til utjamning i forhold til tyske tiårsrenter. I Tysk-

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



Kjelde: Noregs Bank

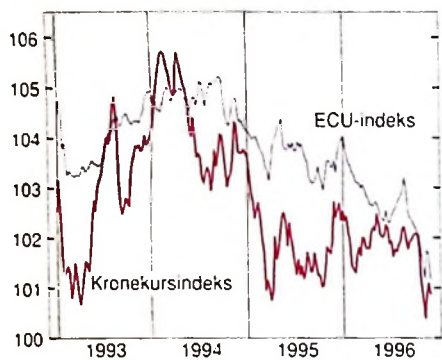
land har rentefallet vore på om lag 0,6 prosentpoeng. I fleire andre europeiske land har nedgangen i langsiktige renter vore sterkare enn i Tyskland. Dei franske rentene har dei siste tre månadene lege omtrent på nivå med dei tyske. Italienske renter har falle mest, med nesten 2 prosentpoeng, men òg spanske renter har falle mykje.

Også i dei nordiske landa har det vore eit klart fall i dei langsiktige rentene. I Sverige har den langsiktige renta falle med vel 1,2 prosentpoeng sidan midten av september, og i Finland har tiårsrenta falle med om lag 0,7 prosentpoeng.

**Oversikt over viktige renteendringar:**

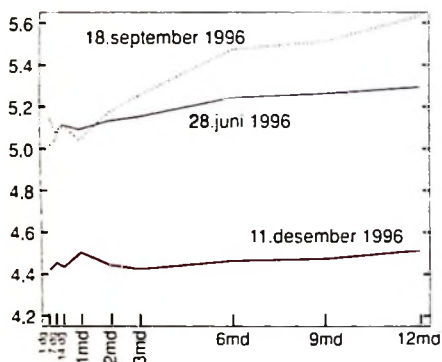
<i>Land/rente</i>	<i>Dato</i>	<i>Endring basis pkt.</i>	<i>Nivå etter endring</i>
<i>Finland</i>			
Anbodsrenta	18.9	-15	3,10
«	9.10	-10	3,00
<i>Frankrike</i>			
Intervensjonsrenta	19.9	-10	3,25
«	31.10	-5	3,20
<i>Italia</i>			
Diskontoen	23.10	-75	7,50
Lombardrenta	23.10	-75	9,00
<i>Storbritannia</i>			
«Minimum lending rate»/Base rate	30.10	+25	6,00
<i>Sveits</i>			
Diskontoen	26.9	-50	1,00
<i>Sverige</i>			
Repo	10.9	-10	5,15
«	24.9	-15	5,05
Diskontoen	1.10	-100	3,5
Repo	7.10	-10	4,95
«	22.10	-10	4,85
Rentekorridor	24.10	-50	4,25-5,75
Repo	24.10	-25	4,60
«	26.11	-25	4,35
Rentekorridor	5.12	-50	3,75-5,25

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



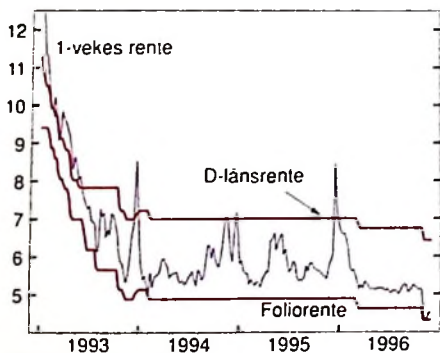
Kjelde: Noregs Bank

**Figur 3.2** Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

## 3 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

### 3.1 Valutamarknaden

Den norske krone styrkte seg mot ECU i første halvår i år, for deretter å svekkje seg fram til slutten av august. Svekinga gjennom juli og august var på vel 1 prosent. Sidan midten av september har kursen gått opp med 1,2 prosent. Hittil i 1996 har krone appresiert med 2,8 prosent. Noregs Bank reduserte 5. november folio- og dagslånsrenta til bankane med 0,5 prosentpoeng, til respektive 4,00 og 6,00 prosent p.a. Bakgrunnen for rentereduksjonen var eit vedvarande appresieringspress på krone i ein situasjon der sentralbanken samtidig selde kroner for store beløp gjennom valutaintervensjonar.

Før rentereduksjonen styrkte krone seg til 101,15 målt med ECU-indeksen, som er det sterkaste nivået sidan krone byrja å flyte i 1992. Krone stabiliserte seg dei første dagane etter rentenedsettinga i området 101,3 - 101,4 etter ei kortvarig svekking til vel 101,6. I andre halvdel av november svekte krone seg til i overkant av 102,1 før kursen igjen styrkte seg. I byrjinga av desember var kronekursen målt mot ECU-indeksen om lag 101,2.

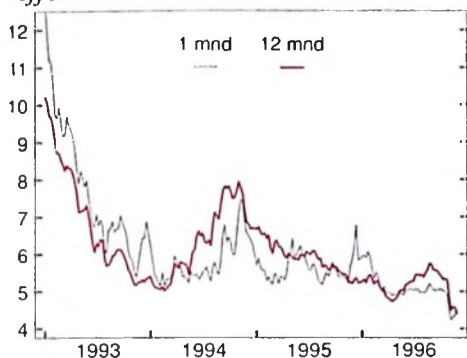
Frå 1. januar og fram til rentereduksjonen i november hadde Noregs Bank kjøpt valuta for til saman vel 71 milliardar kroner. Hittil i 1996 har Noregs Bank kjøpt valuta for til saman 79 milliardar kroner. Noregs Bank har ikkje intervenert gjennom sal av valuta i år.

Mot tyske mark har krone styrkt seg med 5,4 prosent i 1996. Det meste av styrkinga overfor tyske mark har skjedd sidan midten av september. I denne perioden har tyske mark svekt seg ein god del i forhold til fleire av komponentvalutane i ECU (mellom anna britiske pund, irske pund og italienske lire). Målt med den effektive valutakursen til industrien er krone 1,8 prosent sterkare enn ved årsskiftet. Det meste av denne appresieringa har funne stad i andre halvår.

Noregs Bank skal over tid bygge opp fordringar overfor utlandet tilsvarende avsetningane til Statens petroleumsfond. Det siste offisielle anslaget for avsetningar til oljefondet for 1996 er på knapt 46 milliardar kroner (Salderingsproposisjonen 1997), ei oppjustering på heile 21 milliardar kroner i forhold til Revidert nasjonalbudsjett 1996 og på 8 milliardar i forhold til Nasjonalbudsjettet for 1997. Anslaget er basert på ein gjennomsnittspris i 1996 på 134 kroner pr. fat norskprodusert olje. Gjennomsnittleg oljepris (Brend Blend) så langt i 1996 er 132 kroner pr. fat, mens anslaget i Nasjonalbudsjettet for 1997 var på 125 kroner pr. fat.

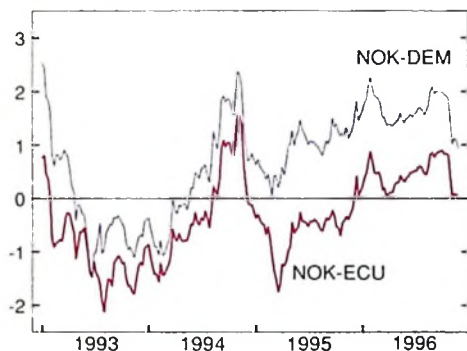
Dersom vi legg til grunn ei avsetning til Statens petroleumsfond på 46 milliardar kroner, har Noregs Bank altså

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



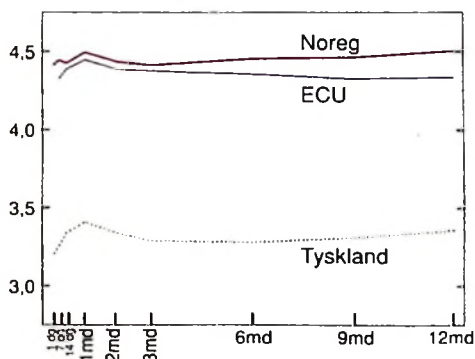
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

**Figur 3.6** Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive pengemarknadsrenter. 11. desember 1996



Kjelde: Noregs Bank

kjøpt valuta for ytterlegare 33 milliardar kroner. Dette skuldast i hovudsak forholda i marknaden, der krona i periodar har vore under appresieringspress. Til samanlikning blei det i 1995 selt valuta for netto 3 milliardar kroner ved intervensjonar og sett av 2 milliardar kroner til petroleumsfondet. Utviklinga gjennom 1995 og 1996 illustrerer såleis at den faktiske fondsavsetninga innanfor eit enkelt år kan avvike mykje frå det samla intervensjonsbeløpet. Over eit lengre tidsrom vil ein ha større høve til å oppnå samsvar mellom intervensjonar og fondsoppbygging.

## 3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

### Renteutviklinga

Noregs Banks rentereduksjon har prega renteutviklinga i den norske pengemarknaden i perioden.

Frå utgangen av første kvartal i år og fram til rentereduksjonen 5. november auka differansen mellom norske tremånaders renter og tilsvarende ECU-renter så å seie ubrote, frå tilnærma null ved utgangen av mars til vel 0,8 prosentpoeng tidleg i november. Etter rentenedsetjinga har differansen falle tilbake til eit nivå nær null.

Frå midten av september til byrjinga av november var dei norske pengemarknadsrentene med kortast løpetid relativt stabile. Pengemarknadsindikatoren (gjennomsnittet av effektive eurorenter med løpetid frå ei veke til tre månader) var ved byrjinga av november vel 5,0 prosent og i midten av september vel 5,1 prosent. Pengemarknadsrentene med lengre løpetid steig med vel 0,1 prosentpoeng i denne perioden, slik at avkastningskurva blei noko brattare (jfr figur 3.2). God likviditet medverka samtidig til at dei kortaste rentene heldt seg nær Noregs Banks foliorente, som dannar golvet i pengemarknaden.

Etter rentereduksjonen har pengemarknadsrentene med kort løpetid falle med om lag 0,5 prosentpoeng. Pengemarknadsindikatoren har såleis falle til eit nivå på knapt 4,5 prosent. Pengemarknadsrenter med lengre løpetid har derimot falle med opp til vel 0,8 prosentpoeng. Dette har verka til at avkastningskurva i pengemarknaden er blitt slakkare igjen.

Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har hatt omtrent den same utviklinga som rentedifferansen mot ECU, men har lege på eit høgare nivå. I byrjinga av juni var differansen 1,4 prosentpoeng. I midten av september hadde nivået auka til om lag 2,0 prosentpoeng. Dette nivået heldt seg stort sett uendra fram til rentenedsetjinga. Sidan har nivået falle til om lag 0,9 prosentpoeng.

### Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank styrer likviditeten i pengemarknaden slik at rentenivået stabiliserer kronkursen.

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

	1996				
	jun	jul	aug	sep	okt
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	12,4	3,8	5,2	3,4	-1,8
Av dette					
D-lån	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
F-lån/innskott	11,7	3,6	5,1	3,3	-1,9
anna finansiering	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
D-lånstilgang, mrd kr	3,4	3,7	3,7	3,8	3,7
Bankane sine likvide reserver i form av folio-innskott i Noregs Bank	5,9	4,4	3,5	4,8	4,9
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	- 4,80	4,60	4,72	4,72	
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	4,59	4,63	4,65	4,67	4,67

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1994	1995	1995	
			1995	1996
			jan	okt
Statssertifikat	52,5	43,5	37,0	41,5
Banksertifikat	19,4	51,2	45,8	81,2
Kreditsertifikat	14,0	18,4	15,8	17,9
Lånesertifikat	43,0	57,3	48,0	58,6
Finanssertifikat	6,1	9,3	6,8	3,1
Utanlandske sertifikat i NOK	0,5	3,7	2,4	1,0
I alt	135,4	183,4	155,7	203,2

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

Kjelde: Noregs Bank

Inntektsoverskottet og opplåninga til staten har gjennom 1996 verka med til å trekkje inn likviditet og redusere likviditetsoverskottet i bankane. På grunn av stor likviditetstilførsel gjennom valutaintervensjonane har Noregs Bank òg brukt F-innskott til å trekkje inn likviditet. Ei viktig kjelde til variasjon i likviditeten er dessutan dei sesongmessige svingingane i inn- og utbetalingane til staten. Noregs Bank motverkar uønskte svingingar i likviditeten til banksystemet gjennom likviditetspåverkande transaksjonar med bankane. Instrumenta som blir brukte til dette formålet, er i hovudsak F-lån og F-innskott.

I september blei det tilført likviditet ved F-lån ti gonger i periodar med underliggjande likviditetsunderskott. Ved eitt enkelt høve blei underliggjande likviditetsoverskott trekt inn av Noregs Bank gjennom F-innskott. Likviditeten i pengemarknaden blei halden relativt rommeleg gjennom månaden. Den faktiske likviditeten i bankane, som er det dei plasserer på foliokonti i Noregs Bank, var i september gjennomsnittleg 4,8 milliardar kroner.

Utover i oktober var det gjennomsnittleg eit markert likviditetsoverskott i pengemarknaden. Dette skuldast særleg valutaintervensjonane. Noregs Bank la ut to F-lån og åtte F-innskott. Den gjennomsnittlege beholdninga til bankane på foliokonto i Noregs Bank var 4,9 milliardar kroner.

I november var det òg eit underliggjande likviditetsoverskott, og Noregs Bank trekte inn likviditet gjennom seks F-innskott. Det blei dessutan lagt ut fem F-lån for å motverke likviditetsverknaden av skatteinnbetalinga i november. Bankane sitt beløp på foliokonti i Noregs Bank var i november i gjennomsnitt 4,9 milliardar kroner.

Dagslånsramma til bankane har vore uendra på sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapital minus dagslånsgjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av dagslånstilgangen i perioden frå midten av september til utgangen av november var i gjennomsnitt 4,9 prosent.

Dei administrerte rentene dannar i praksis ein korridor for dei korte pengemarknadsrentene. Sidan dagslånsrenta dannar taket i korridoren og vanlegvis ligg over pengemarknadsrentene, vil bankane normalt trekkje lite på denne låneretten.

Frå utgangen av første kvartal i år har dei korte pengemarknadsrentene stort sett lege i nedre del av korridoren. I ein situasjon med overskottslikviditet vil desse rentene nærme seg foliorenta. Etter styrkinga av krona denne hausten har Noregs Bank halde ein relativt rommeleg likviditet. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no omtrent 0,3 prosentpoeng høgare enn foliorenta. Om vi korrigerer for marginen bankane tek mellom innlån og utlån, er denne renta tilnærma lik foliorenta.

Noregs Bank har vedteke å innføre ei ordning med gjenkjøpsavtalar i statsobligasjonar og statssertifikat. Transaksjonane vil bli utforma som sals- og tilbakekjøpsavtalar, og

det inneber at Noregs Bank avtaler å kjøpe verdipapir som blir selde tilbake når avtaleperioden er over. Noregs Bank hadde teke sikte på å ta i bruk gjenkjøpsavtalar i løpet av andre halvår 1996. Dei store valutaintervensjonane i haust har resultert i stor likviditetstilførsel og netto inndragingsbehov, slik at det ikkje har vore noko behov for å tilføre likviditet. Det er sendt ut rundskriv til finansinstitusjonene (rundskriv nr 6/1996) om ordninga med gjenkjøpsavtalar. Ein eigen artikkel i dette nummeret av Pengar og Kreditt har ein grundigare omtale av ordninga.<sup>1</sup>

### *Sertifikatmarknaden*

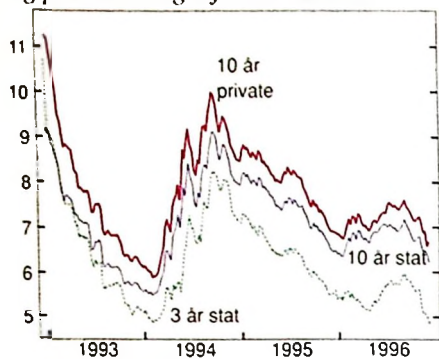
Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av staten si verksemd, men utleggingane blir òg tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. I førstehandsmarknaden blir rentene på statssertifikat fastsette ved auksjon. Det blir normalt gjennomført emisjonar kvar månad, og dei følger eit 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 september (SS44), på 4 milliardar kroner. I tillegg teikna Noregs Bank seg for 500 millionar. Vegd gjennomsnittrente for emisjonen blei 5,32 prosent. I oktober blei lånet utvida med ytterlegare 4 milliardar kroner, til ei gjennomsnittrente på 5,18 prosent. Uteståande behaldning i dette lånet er såleis 8,5 milliardar kroner. I november utvida ein eit sertifikat med forfall i mars (SS42) med 3 milliardar kroner, til ei gjennomsnittrente på 4,39 prosent. Uteståande behaldning i dette lånet blei dermed 11 milliardar. Ved utgangen av november var det i alt 40 milliardar kroner uteståande i statssertifikat.

Frå januar til oktober i år blei det i alt emittert sertifikat for vel 203 milliardar kroner, mens det for same periode i fjor blei emittert sertifikat for knapt 156 milliardar. Stats-, bank- og lånesertifikat er dei dominerande, og står for 89 prosent av det samla emisjonsvolumet. Dei største eigarane av statssertifikat er forretnings- og sparebankar samt forsikringsselskap. Ved utgangen av tredje kvartal 1996 eigde desse til saman knapt 79 prosent av behaldninga. Andre føretak eigde vel 12 prosent, mens hushald og utlendingar er små som investorar i desse papira.

Fram til utgangen av november i år har omsetninga av sertifikat over Oslo Børs vore på knapt 177 milliardar kroner. Omsetninga i statssertifikat dominerer, med vel 72 prosent av totalomsetninga.

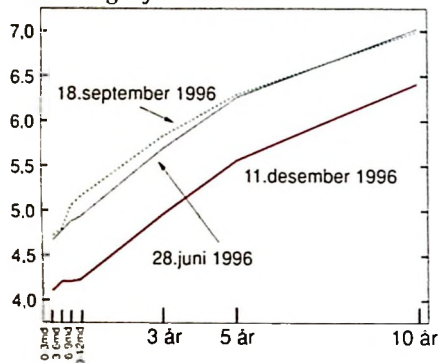
<sup>1</sup> «Gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen», av Arne Eidshagen og Pål Winje

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



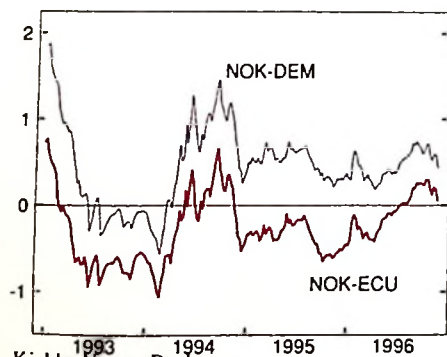
Kjelde: Noregs Bank

**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

Rentene på norske statsobligasjonar har falle med i underkant av 1 prosentpoeng sidan andre halvdel av september, og fallet har vore størst for dei kortaste løpetidene. Det var ein markant reduksjon i obligasjonsrentene i byrjinga av november, i samband med at Noregs Bank sette ned folio-renta og dagslånsrenta med 0,5 prosentpoeng. I slutten av november og byrjinga av desember fall renta først vidare, men auka så igjen. Denne utviklinga var langt på veg ei avspegling av utviklinga i internasjonale obligasjonsrenter, som den siste tida har svinga nokså kraftig.

Europeiske renter har òg falle sidan siste halvdel av september, men noko mindre. Differansen mellom norske og tyske tiårs statsobligasjonar, som var 0,8 prosentpoeng i midten av september, er redusert til 0,5 prosentpoeng 11. desember. Den tilsvarende rentedifferansen overfor teoretisk ECU gjekk i same periode frå 0,3 prosentpoeng til 0,1 prosentpoeng.

Den 11. desember var renta på tiårs norske statsobligasjonar 6,4 prosent, mens tilsvarende rente på tyske statsobligasjonar og ECU-obligasjonar var 5,9 og 6,3 prosent.

### Omsetning

Omsetninga av obligasjonar på Oslo Børs var fram til utgangen av november i år på 984 milliardar kroner, ein liten auke samanlikna med same periode i 1995. Dagleg gjennomsnittsomsetning var i november på 5,4 milliardar kroner, om lag 30 prosent høgare enn gjennomsnittet for året så langt.

Omsetninga i statsobligasjonar, som utgjer i overkant av 80 prosent av totalomsetninga, har fram til utgangen av november vist ein auke på 16 prosent samanlikna med same periode i 1995. Omsetninga knytt til gjenkjøpsavtalar i statsobligasjonar har auka kraftig, og var ved utgangen av november heile ein og ein halv gong så stor som resten av omsetninga for desse papira.

Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på 172 milliardar kroner dei første elleve månadene i år, som var i underkant av 20 prosent av totalomsetninga. Andre obligasjonslån enn statsobligasjonar er i hovudsak emitterte av kredittføretak og bankar.

### Emisjonar

Frå januar til oktober i år blei det emittert obligasjonar for knapt 61 milliardar kroner brutto, mot 45 milliardar kroner for same periode i fjor. Bortsett frå kredittføretak, finansieringsselskap og statsforvaltninga, har alle låntakarsektorar auka bruttoemisjonane sine samanlikna med 1995. Private



**Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden <sup>1)</sup>**  
*Bruttoemisjonar av ihendehavarobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)*

	1994	1995	1995 1996 jan - okt	
Statsforvaltninga	16,0	21,1	18,0	18,0
Statsbankar og statsforetak	3,4	7,5	6,4	7,3
Private bankar og forsikringsselsk.	16,6	9,7	7,0	20,9
Kredittforetak og finansieringsselskap	14,4	9,1	8,4	6,3
Private og kommunar	9,4	7,7	5,3	6,7
Utanlandske låntakarar	0,5	1,0	0,0	1,5
<b>I alt</b>	<b>60,3</b>	<b>56,1</b>	<b>45,0</b>	<b>60,8</b>

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

Kjelde: Noregs Bank

bankar har tredobla bruttoemisjonane i forhold til same periode i fjor, og står for om lag 35 prosent av samla brutto emisjonsbeløp hittil i år. I perioden frå januar til oktober i år har private bankar lagt ut eit større obligasjonsvolum enn staten. Uteståande obligasjonsgjeld for private bankar er likevel berre halvparten så stor som for statsforvaltninga.

Statsobligasjonslånet S466 blei utvida med 3,0 milliardar kroner i november. Den effektive renta blei 5,56 prosent. Totalt uteståande beløp i dette lånet, der det står att fem og eit halvt år av løpetida, er no 22 milliardar kroner. I dei tonegivande statsobligasjonslåna er totalt uteståande beløp 106 milliardar kroner, fordelt på fem lån.

### *Eigarstruktur*

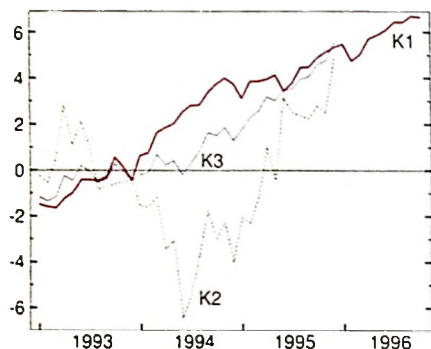
Ved utgangen av september 1996 stod forsikringsselskapa som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på 42,9 prosent av ein samla marknadsverdi på 335,5 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankane sine sikringsfond) hadde ein eigardel på 18,4 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga hadde 12 prosent.

Verdipapirfonda sin eigardel var 4,4 prosent, mens eigardelen til utlendingane og hushalda er på 3,7 prosent og 2,6 prosent.

## 5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

### Kredittindikatorane

**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

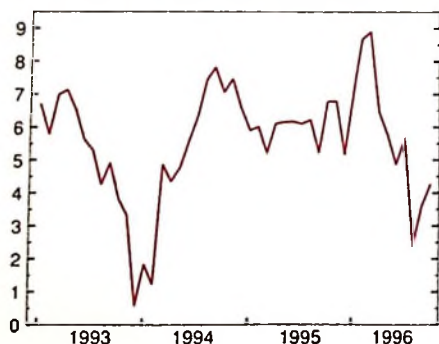
Kredittindikatoren K1, som viser utviklinga i delar av publikum (private og kommunar) si innanlandske bruttogjeld i norske kroner, auka med 6,6 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av oktober. Dette det same som i tolv månadersperioden september 1995 – september 1996 (reviderte tal). Tolvmånadersveksten (faktiske tal) for kreditt i norske kroner var 58,5 milliardar kroner ved utgangen av oktober i år. Ved inngangen til 1996 var årsveksten 5,3 prosent, og veksttakten har stort sett auka jamt sidan oktober 1992, da han var -3,2 prosent.

Den underliggjande veksten (det vil seie veksten i gjennomsnittleg utestående kreditt siste tremånadersperiode i forhold til førre tremånadersperiode, rekna om til årleg rate) var 8,7 prosent ved utgangen av oktober. Dette er 1,3 prosentpoeng høgare enn ved det siste årsskiftet. Den underliggjande veksttakten fall gjennom første kvartal i år og auka gjennom andre kvartal, men blei så redusert igjen i juli og august før ein ny auke i september og oktober.

Tolvmånadersveksten i samla kroneutlån frå dei private kredittinstitusjonane fall frå september til oktober med nesten 0,2 prosentpoeng til 11,2 prosent. Desse låna har i meir enn fire år verka til å auke tolv månadersveksten i kronegjelda til publikum. Private kredittinstitusjonar omfattar private bankar, Postbanken, private finansieringsselskap og kredittforetak. Sidan utgangen av januar er det dei private bankane som har hatt den sterkaste årsveksten i utlåna. Utlånsveksten frå andre kjelder auka frå september til oktober, men er likevel stadig negativ, slik han har vore sidan utgangen av 1993.

Det ligg ikkje føre nye tal for K2, publikum si bruttogjeld i utanlandsk valuta. Det blir likevel vist til oppstillinga i tabell 5.1.

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



Kjelde: Noregs Bank

### Pengemengdeveksten

Publikums likviditet, M2, det vil seie beholdninga av setlar, mynt, bankinnskott og unytta kreditt, auka med 4,2 prosent (eller omtrent 26 milliardar kroner) i tolv månadersperioden fram til utgangen av oktober. Sjølv om veksttakten har stige frå botnpunkta på 2,3 prosent i august og 3,5 prosent i september, er veksten i pengemengda klart lågare enn tidlegare i år, da tolv månadersveksten låg mellom 7 og 9 prosent.

Førebelse tal for oktober viser at den underliggjande veksten i pengemengda da var -0,3 prosent. Dette målet på veksten har svinga kraftig gjennom året, med eit toppunkt på 11,5 prosent i mai og eit botnpunkt på -0,6 i august.

Når det gjeld fordelinga på tilførselskjelder, går det fram av tabell 24a i tabellvedlegget bak i bladet at det i dei ni før-

ste månadene i år var ei sterk inndraging ved sentralstyresmaktene sitt inntektsoverskott. Det var utlån frå bankane som var den dominerande kjelda til pengemengdeveksten. Publikum har dessutan selt valuta netto til bankane, noko som òg fører til likviditetstilførsel.

#### *Endringar i enkelte gjelds- og fordringspostar hos publikum*

På grunn av arbeid med endringar av opplegget for data-behandling i Noregs Bank, har ein ikkje fullstendige tal for endringar i publikum sine gjelds- og kravposisjonar til denne kvartalsrapporten. Tabell 5.1 inneheld likevel eit utval av transaksjonstal, det vil seie behaldningsendringar justerte for omvurderingar.

Av tabellen går det fram at innanlandske bankinnskott og forsikringskrav har auka med 33 milliardar kroner gjennom første halvår. Forsikringskrava stod for omtrent 6 milliardar kroner av auken. Det vi har kalla «andre innanlandske fordringar» auka med 2 milliardar kroner, eller omtrent tilsvarende auken i same periode i fjor. Desse fordringane (og «anna innanlandsk gjeld», jf nedanfor) er samansette av obligasjonar, sertifikat, partar i verdipapirfond, grunnfondsbevis og aksjar (men av ikkje-børsnoterte aksjar inngår berre dei som er registrerte i Verdipapirsentralen (VPS)).

Publikum sine lån frå norske kredittinstitusjonar auka med 28 milliardar kroner i første halvår, ein auke på 4 milliardar i forhold til same periode i fjor. Posten «anna innanlandsk gjeld» (som mellom anna ikkje omfattar kapitalinnskott) fall gjennom første halvår med 2 milliardar kroner, mens han var uendra gjennom same periode i fjor.

Publikum sine krav på utlandet blei reduserte med 4 milliardar kroner i første halvår. Samtidig blei gjelda redusert med 5 milliardar kroner, slik at netto finansinvesteringar overfor utlandet i første halvår var på 1 milliard kroner. På bakgrunn av det store overskottet på driftsbalansen overfor utlandet kan dette verke som ein svært liten kapitalutgang. Noko av forklaringa på dette er at nettofinansinvesteringane i utanriksrekneskapen (som tala er henta frå) for ein stor del er registrerte under ufordelte kapitaltransaksjonar og statistiske avvik, som ikkje inngår i publikumssektoren. Legg vi dette til publikumssektoren, blir netto kapitalutgang vel 17 milliardar kroner.

Førebelse tal viser at hushalda sine finansinvesteringar var på vel 21 milliardar kroner første halvår 1996, samanlikna med 20 milliardar for same periode i 1995. Fordringane auka med vel 33 milliardar kroner (transaksjonstal), mens gjelda steig med vel 12 milliardar kroner.

#### *Kapitalrørsler og valutareservane*

Til og med veke 48 har Noregs Bank netto kjøpt valuta for vel 73 milliardar kroner frå bankane.

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

	1995	1. halvår 1995	1. halvår 1996
<b>A. Transaksjonar i enkelte fordringspostar</b>			
Innanlandske bankinnskott og forsikringskrav	39	27	33
Andre innanlandske fordringar	5	2	2
Fordringar på utlandet	5	3	-4
<b>B. Transaksjonar i enkelte gjeldspostar</b>			
Utlån frå norske kredittinstitusjonar	36	24	28
Annan innanlandsk gjeld	6	0	-2
Gjeld til utlandet	-14	-10	-5

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1995	1996 <sup>2)</sup>
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	3	-73,4
1. Spot	3	-73,4
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-11	-26,7
1. Spot <sup>3)</sup>	-13	-12,0
2. Termin <sup>3)</sup>	3	-14,7
C. Norske sektorar, utanom bankane	12	-41,0
1. Spot <sup>3)</sup>	22	-41,0
2. Termin <sup>3)</sup>	-14	-3,5
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	4	3,6
D. Anna	1	-5,9
<b>Memo: Noregs Banks internasjonale reservar</b>	<b>143,7<sup>4)</sup></b>	<b>192,2<sup>5)</sup></b>

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

2) Veke 1-48 1996.

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

4) Utgangen av året.

5) Utgangen av oktober

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1995 og hittil i 1996. Motstykket til bankane sine sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for knapt 27 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og for 41 milliardar kroner frå norske aktørar. Kundane sine nettokrav i valuta overfor bankane blei reduserte med knapt 4 milliardar kroner.

Dei internasjonale reservane var på 196,2 milliardar kroner ved utgangen av oktober 1996, og verdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var vel 2 milliardar kroner.

## Kjelder til valutastraumar

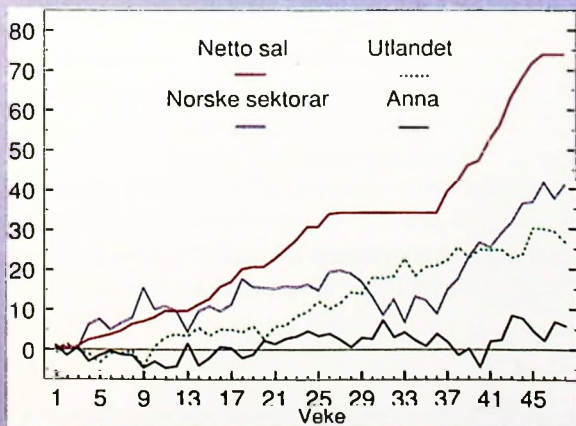
Statistikken over valutahandelen i 1996 (tabell 5.2) viser at Noregs Bank fram til veke 48 har kjøpt valuta for vel 73 milliardar kroner ved intervensjonar. Kjeldene til valutainngang er utlendingar og innlendingar sine kronekjøp, på respektive 27 milliardar (36 prosent) og 41 milliardar kroner (56 prosent). Differansen på knapt 6 milliardar kroner (8 prosent) er ein restpost i statistikken og skuldast kursvinstar for bankane og statistiske korreksjonar (knapt 6 milliardar), reduksjon av den totale valutaposisjonen til bankane (1 milliard) og auke i underskott frå inntekter i valuta (minus knapt 1 milliard). Figur 1 viser utviklinga i totalsalet og dei ulike kjeldene gjennom året.

Utlendingane har nytta både spot- og terminmarknaden ved kronekjøpa sine, i omtrent like stor grad. Dermed har dei for ein stor del oppnådd å investere kroneprovenyet samtidig med valutasala sine. Ei rimeleg tolking av dette mønsteret med omfattande terminhandel er at investeringane i norske kroner har vore kortsiktige og motiverte ut frå god løpande forrenting kombinert med avgrensa valutakursrisiko eller appresieringsforventningar. Hvis denne tolkinga av motiva for valutakjøp er rett, har det ikkje vore naudsynt å ha kronene tilgjengelege for transaksjonsfremål, og truleg ein fordel å investere direkte i kronedenominerte aktiva gjennom terminmarknaden. Når ein kjøper kro-

ner på termin, oppnår ein automatisk ei penge-marknadsplassering i kroner med løpetid fram til forfall av terminkontrakten.

Innlendingane har derimot selt all valuta spot, samtidig som dei har redusert krava sine på bankane i utanlandsk valuta tilsvarande netto vel 4 milliardar kroner. Ei mogeleg forklaring på dette mønsteret er at enkelte bedrifter og hushald har redusert nettoposisjonane sine i utanlandsk valuta samtidig som dei har hatt eit stort behov for å veksle om driftsbalanseoverskott som er tente opp i valuta, til kroner. Samla sett har innlendingar i liten grad nytta terminmarknaden til sal av valutainntekter. Dette er litt overraskande når vi veit at næringslivet tek i bruk stadig meir sofistikerte metodar for risikostyring. Ei mogeleg forklaring er at næringslivet gjennom året har tilpassa seg i samsvar med forventningar om ei svakare kronekursutvikling enn kva som faktisk er blitt realisert.

*Motpostane til Noregs Banks valutaintervensjonar overfor bankane. Veketal.*

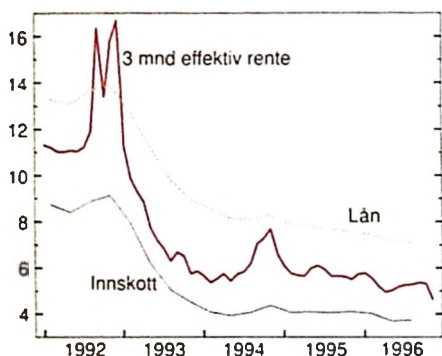


## 6 UTVIKLINGA I FINANSINSTITUSJONANE

### 6.1 Bankane

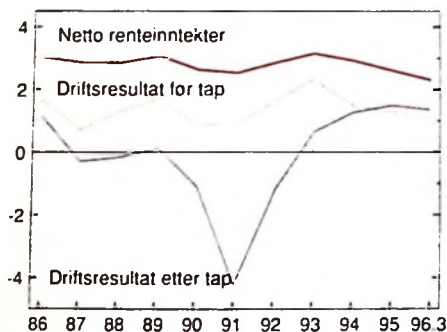
#### Renteutviklinga

**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

Rentene på banklån der låntakarane oppfyller betalingspliktene, fall med knapt 0,1 prosentpoeng i tredje kvartal 1996, til 7,1 prosent. Utlånsrentene har – med unntak av andre kvartal 1990 og fjerde kvartal 1994 – falle sidan første kvartal 1988, og dei er no på det lågaste nivået for den perioden ein har data for (frå 1975). Innskottsrentene er omtrent uendra frå andre til tredje kvartal, på 3,6 prosent. Også desse er på det lågaste nivået innanfor dataperioden. Rentemarginen til bankane fall dermed med knapt 0,1 prosentpoeng i løpet av tredje kvartal, til 3,5 prosentpoeng. Rentemarginen har falle samanhengande sidan utgangen av 1988, men nedgangen har vore relativt svak i 1996.

#### Resultatutvikling og kapitaldekning<sup>2</sup>

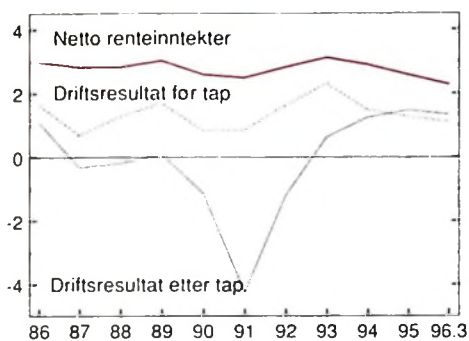
Forretningsbankane sitt resultat av ordinær drift etter tap i tredje kvartal var på linje med resultatet for andre kvartal i år og ei forbetring samanlikna med tredje kvartal i fjor. Resultata til sparebankane var klart svakare enn både kvartalet før og tredje kvartal i fjor. Det er ei større spreiding i resultatata for forretningsbankane enn for sparebankane.

Samanlikna med resultatet for dei tre første kvartala i fjor har bankane hittil i år eit svakare driftsresultat etter tap. I forretningsbankane skuldast dette særleg at tilbakesførte tapsavsetningar er mindre i år. Samtidig har det for begge bankgruppene vore eit fall i rentenettoen, som med få unntak har minka kvart kvartal sidan årsskiftet 1993/94. Dette har skjedd trass i ein nedgang i talet på nullstilte lån. Den viktigaste årsaka er ein markant nedgang i rentemarginen. Bankane har òg finansiert delar av utlånsveksten med innskott frå utanlandske finansinstitusjonar og emisjon av sertifikat og obligasjonar. Dette har auka dei gjennomsnittlege innlånskostnadene til bankane («funding-kostnadene»).

Forretningsbankane sine ordinære driftsresultat før skatt utgjer så langt i år 1,28 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK), ein reduksjon frå 1,55 prosent ved utgangen av tredje kvartal i fjor. Rentenettoen var ved

<sup>2</sup> Tala gjeld morbankar, eksklusive forretningsbankar som er omdanna til utanlandskeigd filial i 1994. For sparebankar gjeld tala dei 30 største.

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



Kjelde: Noregs Bank

utgangen av september på 2,23 prosent av GFK, ein reduksjon på 0,17 prosentpoeng. Eit særskilt trekk ved tredje kvartal er ein viss auke i rentenettoen. I sparebankane var driftsresultatet før skatt etter dei tre første kvartala 1,47 prosent av GFK. Dette er ein nedgang på 0,25 prosentpoeng i forhold til same periode i fjor. Rentenettoen fall med 0,40 prosentpoeng og var på 3,26 prosent av GFK ved utgangen av september.

Driftsresultatet før tap i forretningsbankane var på 1,07 prosent av GFK for dei tre første kvartala i år. Dette er ein nedgang på 0,10 prosentpoeng i forhold til same periode i fjor. Dei tilsvarende tala for sparebankane er 1,43 prosent og 0,38 prosentpoeng. Hittil i år har forretnings- og sparebankane bokført negative tap på høvesvis  $-0,11$  og  $-0,02$  prosent av GFK mot  $-0,40$  og  $0,09$  prosent ved utgangen av tredje kvartal i fjor. Dei ekstraordinært låge tapane dei siste tre åra skuldast at den gunstige utviklinga i norsk økonomi har betra evna hos hushald og føretak til å bere gjeldskostnader.

I begge bankgruppene var GFK høgare ved utgangen av tredje kvartal i år enn ved utgangen av tredje kvartal i fjor. I forretningsbankane auka GFK med 13,3 prosent til 449,0 milliardar kroner. For sparebankane var auken på 9,3 prosent til 245,6 milliardar kroner.

## 6.2 Andre finansinstitusjonar

### Renteutviklinga

Utlånsrentene i kredittføretaka låg uendra på 7,0 prosent frå andre til tredje kvartal 1996. I livsforsikringsselskapa fall utlånsrentene med knapt 0,1 prosentpoeng til i underkant av 6,1 prosent. Utlånsrentene i desse finansinstitusjonane har falle så å seie samanhengande sidan utgangen av 1988.

### Resultatutvikling og kapitaldekning

Kredittføretaka har eit svakare resultat for ordinær drift etter tap dei tre første kvartala i år enn i same periode i fjor. Driftsresultatet etter tap var på 0,68 prosent av GFK. Dette er ein nedgang på 0,20 prosentpoeng i forhold til same periode i fjor og skuldast i hovudsak ein nedgang i rentenettoen på 0,09 prosentpoeng til 0,90 prosent av GFK og lågare bokførte tap.

Resultata for finansieringsselskapa er sterkare for dei tre første kvartala i år enn dei tre første kvartala i fjor: Ordinært driftsresultat før skatt auka med 0,62 prosentpoeng til 3,46 prosent av GFK. Overføring av ein vesentleg del av verksemda frå Elcon Finans til Gjensidige Bank gjer det likevel vanskeleg å samanlikne resultatata for 1996 og 1995. Rentenettoen fall med heile 0,85 prosentpoeng til 4,87 prosent av GFK. Det var særleg ein sterk reduksjon i driftskostnadene saman med kursvinst på verdipapir som blir haldne på langt sikt, som gav den positive resultatutviklinga.

I kredittføretaka auka GFK dei siste tolv månadene med 1,6 prosent, til 105,8 milliardar kroner ved utgangen av september. I finansieringsselskapa fall GFK i den same perioden med 7,9 prosent til 22,7 milliardar kroner.



# UTFORDRINGER I BETALINGSFORMIDLINGEN MOT ÅR 2000

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på konferanse i BBS 17. oktober 1996

## Innledning

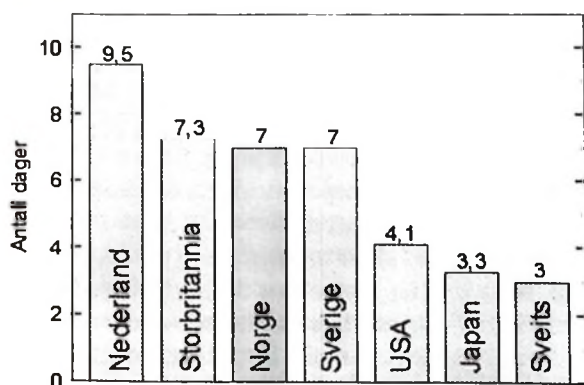
Tittelen på mitt foredrag kan kanskje forlede noen til å tro at jeg skal komme med en oppskrift på hvordan bankene skal tilrettelegge sin forretningsmessige virksomhet innen betalingsformidling de neste tre-fire årene. Det private bankvesen er nok selv best egnet til å utvikle sin egen næringsbaserte virksomhet i konkurranse med andre aktører. For meg er det mer naturlig å se på utfordringene innen betalingsformidlingen sett fra sentralbankens og dermed myndighetenes synsvinkel. Jeg kommer derfor til å legge vekt på de utfordringer innenfor dette feltet som Norges Bank er opptatt av.

Hvorfor er betalingsformidling og betalingssystemer så viktig at alle sentralbanker vi kjenner til, har definert det som et kjerneområde for sitt arbeid? Svaret ligger i den betydning betalingsformidlingen har i den økonomiske virksomhet, og den risiko som oppstår mellom aktørene i denne prosessen.

Betalingsformidlingens og betalingssystemets betydning kan synliggjøres ved å se på betalingsstrømmenes størrelse i forhold til en kjent realøkonomisk størrelse som brutto nasjonalprodukt (BNP).

De daglige beløpene som strømmer gjennom de norske betalingssystemene er godt over 120 milliarder kroner og tilsvarer ca. 1/7 av årlig BNP.

Figur 1. Omsetning i oppgjørssystemene. Antall dager det tar å omsette et beløp tilsvarende BNP



Det tar med andre ord ca 7 dager å omsette hele BNP gjennom systemene. Som vi ser av figur 1, ligger Norge på et gjennomsnittsnivå når det gjelder betalingsstrømmene sett i forhold til BNP. Vi har ennå en vei å gå før vi når tallene for eksempelvis Japan. Imidlertid er det grunn til å regne med at beløpene i betalingsstrømmene vil fortsette å øke i volum. Vi må altså regne med at betalingssystemenes betydning for den økonomiske aktivitet blir stadig større.

Det er vanskelig å se for seg hvordan en velutviklet økonomi, som den norske, kan klare seg uten et velfungerende betalingssystem. En svikt i en del av systemet vil utvilsomt ha alvorlige realøkonomiske konsekvenser. Det er derfor viktig at det er etablert ordninger som gjør at pengeflyten fungerer tilfredsstillende både i forhold til effektivitet og sikkerhet.

Omfanget av den økonomiske aktiviteten og betalingsoverføringene innebærer en finansiell risiko for involverte parter. Betalingsformidlingen skaper risiko ved at bankene gjennom overføringer av betalinger påføres fordringsposisjoner mot hverandre. Med fare for å virke banal våger jeg å trekke frem det helt grunnleggende og særegne ved risikoforholdene i betalingsformidlingen: Når bank A på vegne av en kunde formidler en betaling til en kunde i bank B, skapes det et fordringsforhold mellom A og B som skal gjøres opp i en oppgjørsbank. Inntil oppgjøret har funnet sted, har bank B et tilgodehavende på bank A som den ikke har kunnet foreta en eksplisitt kredittvurdering av – eksponeringen følger automatisk av det forhold at de to bankene deltar i et betalingsformidlingssystem.

Det er ikke uvanlig at norske enkeltbanker bare gjennom formidling av ordinære betalingsoppdrag for sine kunder, den såkalte massebetalingen, bygger opp en eksponering mot andre banker på mange hundre millioner kroner i løpet av en dag. Hundre millioner kroner er mye penger, selv for de større bankene, men enda klarere blir bildet av oppgjørseksponeringene når vi sammenligner posisjonene med bankenes kapitalgrunnlag.

Norges Bank gjennomførte i samarbeid med

bankene i 1994 og 1995 kartlegginger av størrelsen på bankenes posisjoner i BBS-avregningen. Vi har sett på disse posisjonene i forhold til bankenes kapitalgrunnlag, dvs. netto ansvarlig kapital fratrukket ansvarlig lånekapital. Det viser seg at enkeltbanker på enkelte dager kan ha brutto skyldnader som er like store som hele deres kapitalgrunnlag.

I tillegg kommer posisjonene fra de andre betalingsoppkjørene – interbankoppkjør, verdipapiroppkjør og derivatoppkjør. Disse oppkjørene utgjør i samlet omsetning nesten 10 ganger så mye som massebetalingene. Dette tilsier at det må være et sikkerhetsnett på plass for å kunne håndtere situasjoner der en av deltakerne ikke kan møte sine forpliktelser i oppkjøret. Norges Bank – og sentralbanker i sin brede allminnelighet – er svært opptatt av at slike ordninger blir etablert.

Med dette som utgangspunkt vil jeg trekke frem følgende utfordringer i betalingsformidlingen:

- \* Synliggjøre risikoen til aktørene i betalingsformidlingen, og gjøre den håndterbar
- \* Opprettholde tillit til etablerte ordninger
- \* Møte endringene i internasjonale rammebetingelser
- \* Utvikle sikre og effektive transaksjonsløsninger
- \* Redusere kostnadene og få kundene til å bruke de mest effektive betalingsformene.

Disse momentene vil jeg drøfte nærmere i det følgende.

### **Synliggjøre risikoen til aktørene i betalingsformidlingen, og gjøre den håndterbar**

Norges Bank er ikke alene om å være opptatt av risikoen i betalingsformidlingen. I flere år har sentralbankene i G10 landene samarbeidet i Bank for International Settlements (BIS) om å identifisere og redusere risikoen i betalingssystemene. Arbeidene i BIS og Det europeiske monetære institutt, EMI (forløperen for den europeiske sentralbank), har resultert i flere anbefalinger om hvilke prinsipper som skal legges til grunn for utforming av betalingssystemer, slik at risikoen i det finansielle system skal bli minst mulig. Norges Banks arbeid på området går klart i samme retning som utviklingen internasjonalt.

De mest kjente anbefalingene som dette sam-

arbeidet har resultert i, går gjerne under navnet Lamfalussy-standardene. Den første utfordringen jeg har trukket opp, om å synliggjøre risikoen i betalingsformidlingen, korresponderer bra med ordlyden i Lamfalussy-standard nr. 2, der det heter:

*«Den finansielle risiko som er forbundet med ulike avregningssystemer, bør være kjent og forstått av den enkelte deltaker.»*

En synliggjøring av hver enkelts risiko vil gjøre aktørene bevisst sin egen utsatthet og gi insentiver til å redusere denne. Derved vil også faren for smitteeffekter i systemet lettere kunne holdes kontrollert. Bankene må ikke undervurdere sin egen funksjon i betalingsformidlingen, og hvilken effekt en aktørs risiko kan ha på resten av systemet.

Arbeidet med å forebygge faren for slike smitteeffekter, eller systemrisiko, er av kjerneoppgavene til sentralbanken innen området betalings-systemer. *Systemrisiko kan defineres som risikoen for at mislighold av betalingsforpliktelser hos en deltaker i betalingssystemet, fører til at andre finansielle aktører, eller det finansielle system som helhet, får problemer med å møte sine forpliktelser.*

Simuleringer gjort av Norges Bank og bankene i fellesskap, viser at posisjoner som oppstår fra betalingsformidling, kan være så store at dersom enkeltbanker ikke kan gjøre opp for seg i betalingsoppkjøret, kan andre banker få sine posisjoner sterkt forverret. Dette kan igjen medføre problemer for disse bankene med å innfri sine egne forpliktelser i oppkjøret. Slike situasjoner kan true stabiliteten i hele det finansielle system, og kan svekke – ja, i verste fall undergrave tilliten til betalingssystemene.

Arbeidet med å utforme nye rammebetingelser for betalingsoppkjøret er et viktig bidrag til å redusere risikoen på dette feltet. De fleste her er sikkert kjent med de drøftinger som har funnet sted mellom banknæringen og Norges Bank om nye rammebetingelser. I Norges Bank arbeides det med etablering av et nytt brutto oppgjørssystem (NBO) for store betalinger. Dette vil sikre bankene endelig oppgjør av sine posisjoner fortløpende gjennom dagen.

Når oppkjøret skjer bare en gang pr. dag, som i dag, vil bankene i løpet av dagen gi hverandre implisitte likviditetslån alt ettersom posisjonene mellom bankene svinger. Endelige forpliktelser og tilgodehavender beregnes ved å summere alle

posisjonene ved slutten av dagen. Når oppgjøret skjer kontinuerlig gjennom dagen, vil bankene få et synlig og eksplisitt likviditetsbehov som utvikler seg i takt med posisjonene. Et eksempel kan illustrere dette:

La oss ta en bank som som tidlig på dagen har større utbetalinger enn innbetalinger, men som utover ettermiddagen mottar likviditet gjennom innbetalinger. Vi forutsetter for enkelhets skyld at banken ender opp i en null-posisjon dagen sett under ett. Ved ett oppgjør, ved dagens slutt, har banken intet likviditetsbehov. Den har mottatt like mye likviditet som den tidlig på dagen sendte fra seg. Med den skjevfordeling banken har i sin posisjon gjennom dagen, har den før lunsj fått en implisitt kreditt fra de andre deltakerne i systemet.

Denne kreditten må betraktes som en reell risikokilde for de mottakende, og dermed kredittytende, bankene. De kan selv ha ført midlene videre til en kundes konto, og står dermed ansvarlig for pengene. Dette er en risiko som deltakerne i dag har små muligheter til å underlegge en løpende kritisk vurdering.

Ved en overgang til fortløpende oppgjør gjennom dagen vil den samme banken fortsatt ha et likviditetsbehov på formiddagen. Ved at betalingsstransaksjonene tas endelig til oppgjør, må den avleverende bank selv ta ansvar for midlene ved å ha tilstrekkelig likviditet tilgjengelig, enten i form av likvide reserver eller tilgang på lån i sin oppgjørsbank. Risikoen flyttes dermed fra det mer udefinerte «systemet» til bankens oppgjørsbank. Oppgjørsbanken kan på sin side skjerme seg mot denne risikoen ved å kreve sikkerhet for den kreditt den yter.

For å hindre situasjoner hvor enkeltbankers mangel på likviditet fører til situasjoner hvor oppgjøret stopper opp, er det vanlig at oppgjørsbanker tilbyr kortsiktige kredittlinjer. Av hensyn til effektiviteten i systemet vil Norges Bank derfor tilby bankene likviditet gjennom dagen. Slike intradag lån fra sentralbanken vil bli gitt mot sikkerhet, på samme måte som for D-lån.

Kontinuerlig oppgjør gjennom dagen, kombinert med krav om full sikkerhet for lån, stiller større krav til bankenes løpende styring av egen likviditet og risikoeksponering. Informasjonsrutiner blir derfor enda viktigere enn i dag. Utviklingen av et bruttosystem med realtidsoppgjør (RTGS system) i sentralbanken er derfor, i samarbeid med bankene, blitt knyttet til bankenes

eget NICS-system. Målet med dette samarbeidet er i første rekke å få etablert en nødvendig kanal for informasjonsutveksling. Norges Bank har lagt vekt på at likviditetsinformasjonen bør sendes gjennom den kanal som er mest hensiktsmessig for bankene.

Vi er klar over at de nye rammevilkårene for betalingsoppgjøret innebærer et fullstendig regimeskifte for bankene. I stedet for å styre likviditeten på sine foliokonti i sentralbanken mot posisjonen ved slutten av dagen, må bankene gå over til å styre den på kontinuerlig basis gjennom dagen. Fordi dette representerer en betydelig omlegging, vil det bli en innføringsperiode hvor både bankene og vi kan høste erfaringer og foreta løpende evalueringer.

Noen vil kanskje spørre seg hvorfor en slik omlegging er nødvendig, og hvorfor ikke Norges Bank bare kan foreta oppgjør som før, uten å påføre bankene kostnader knyttet til planlegging av likviditet på intradag-basis, og full sikkerhet for helt korte timelån. Til det er å svare at dersom det ikke ble stilt krav til sikkerhet for timelån, ville det innebære at Norges Bank påtok seg en betydelig risiko i gjennomføringen av betalingsoppgjøret.

Banknæringen er vel vant med å vurdere sin risiko i den vanlige forretningsmessige virksomhet. Betalingsformidlingen er en integrert del av bankenes forretningsvirksomhet, og vi kan ikke se noen grunn til at risikoen i betalingsoppgjøret skal behandles annerledes enn risikoen i all annen bankvirksomhet: Risikoen må plasseres hos og kontrolleres av bankene selv. Bare på den måten holdes den samlede risiko på et håndterbart nivå. Å overføre risikoen i betalingsoppgjøret til sentralbanken som oppgjørsbank, vil kunne øke den totale risiko betydelig, fordi det ikke ville være insentiver til stede for aktørene til å begrense risikoen.

## **Opprettholde tillit til etablerte ordninger**

Betalingsystemene har, som nevnt i innledningen, stor betydning for den økonomiske aktivitet. Det er derfor i brukernes og samfunnets interesse at betalingsystemene er utformet slik at deres behov blir ivaretatt. Men brukerne vil uansett ikke benytte et system de ikke har tillit til. Brukerne har tillit til bankene som innskuddsmottakere blant annet fordi det offentlige fører tilsyn med

bankenes soliditet, og fordi innskytternes midler er beskyttet av sikringsfond. Innskytterne må imidlertid også kunne ha tillit til at innskuddsmidlene kan benyttes til å gjøre opp fordringer – de må føle seg trygge på at riktige beløp overføres mellom riktige konti til rett tid.

Norges Bank skal i henhold til sentralbankloven «*fremme effektive betalingsystemer innenlands og overfor utlandet*». Med effektive betalingsystemer har Norges Bank i sitt arbeid lagt til grunn ikke bare kostnadseffektivitet, men også sikkerhet og hurtighet. Det eksisterer i dag ingen formell hjemmel til å gripe inn og regulere betalingsformidlingen, men gitt sitt ansvar har Norges Bank en plikt til å følge med i utviklingen, og bidra til å forbedre eksisterende systemer og frembringe nye. Med den økende omsetning i betalingsystemene og økt oppmerksomhet omkring risikoen knyttet til avregning og oppgjør, er det grunn til å vurdere behovet for lovregulering på dette området. Selv om det formelle grunnlaget for de enkelte sentralbankers innflytelse varierer, er det en tydelig internasjonal trend i retning av at myndighetene engasjerer seg stadig sterkere på dette området.

## Møte endringene i internasjonale rammebetingelser

Uansett hva en måtte mene om de utfordringer vi står overfor i vårt eget land, er vi nødt til å ta hensyn til de internasjonale utviklingstrekk på dette området. De fleste sentralbanker overvåker betalingsystemene ut fra hensynet til finansiell stabilitet og systemenes effektivitet. Fra sentralbankhold har det de senere år vært en betydelig fokusering på risiko, og da spesielt den systemrisiko som ligger innebygget i betalingsystemer som bygger på multilateral avregning.

Som nevnt, har BIS og EMI trukket opp en del grunnleggende prinsipper for betalingsformidling, og har kommet med flere anbefalinger om utforming av betalingsystemer. Disse anbefalingene er knyttet direkte til de særegne risikoforhold innen betalingsformidlingen, og har i stor grad vært retningsgivende for sentralbankenes arbeid med å forbedre systemene. Anbefalingene er også relevante for norske forhold og våre nasjonale systemer, og Norges Bank følger nøye med i det som skjer.

Det har skjedd en sterkere integrering av handel, samarbeid og systemer over landegrensene.

Endringer i et lands betalingsystemer kan i dag ha betydning for forholdene i andre land. Internasjonaliseringen innen finanssektoren har medført at skillet mellom nasjonale og internasjonale betalingsystemer er mindre skarpt enn tidligere. Den økende integrasjonen medfører at smitteeffekter kan forplante seg fra et land til et annet lettere enn før. Det blir dermed vanskeligere å vurdere konsekvenser av problemer i ett lands betalingsystem isolert fra andre land. Historien har vist at konkurser hos banker påfører store tap på tvers av landegrensene, som igjen kan medføre uroligheter innenlands.

Gjennom EØS-avtalen kommer vi ikke utenom å ta hensyn til de rammebetingelser som er gjeldende for bankene innenfor EU. EØS-avtalen betyr at EUs 2. bankdirektiv også gjelder for Norge. Dette direktivet gir utenlandske banker adgang til å konkurrere i det norske markedet på lik linje med norske banker. Konkurransen innenlands skal ikke være diskriminerende i forhold til nasjonalitet.

Det 2. bankdirektiv åpner også for distansedeltakelse i betalingsformidlingen. I denne forbindelse vil sentralbanker bli nødt til å forberede seg på at banker vil kunne ønske å drive betalingsformidling i et land uten å være fysisk etablert med datterbank eller filial. Felles regler som sikrer finansinstitusjonenes soliditet vil i denne sammenheng bli stadig viktigere. Åpenbart blir det minst like viktig å sørge for at risikoen knyttet til selve oppgjøret av betalinger blir synlig og riktig plassert. Det vil selvsagt også være viktig at myndighetenes krav til sikkerhetsnett for betalingsystemene blir likt utformet innenfor EØS-området. Hvis ikke kan vi få en situasjon der banker vil søke seg til land med lave krav til sikkerhet.

Internasjonalt samarbeides det på flere områder for å utvikle avtaler og systemer innen betalingsformidling. Siktemålet er å forbedre sikkerheten i overføringene og redusere både aktørenes risiko og systemrisikoen. Et aktuelt eksempel på dette er TARGET, som oppmerksomheten i disse dager er rettet mot, både fra bankene og sentralbankhold. Det er et viktig poeng at TARGET primært er konstruert som et verktøy for å kunne gjennomføre den felles pengepolitikk i 3. fase av ØMU. Systemet er den nødvendige sammenbindingen mellom ØMU-landenes brutto oppgjørssystemer for å kunne iverksette pengepolitiske tiltak med simultan virkning innenfor

hele pengeunionen. I tillegg vil systemet bli benyttet til å prosessere store interbank- og kundetransaksjoner i euro på en sikker måte.

Foreløpig er det usikkert både hvilken tilknytning sentralbanker i ikke-ØMU land innen EU får til TARGET, og om land utenom EU vil få anledning til å knytte seg til systemet. I Norges Bank arbeides det med å forberede en norsk deltakelse i TARGET dersom EU åpner for det, og vi holder fortløpende kontakt med våre kolleger i andre europeiske sentralbanker om dette spørsmålet.

Samarbeid i banksektoren skjer også gjennom etablering av internasjonale clearingsentraler for valutatransaksjoner. Et eksempel er det engelske ECHO (Exchange Clearing House). Denne clearingsentralen tilbyr produkter som kan redusere bankenes risiko og kostnader ved oppgjør av valutatransaksjoner. ECHO utfører netting av bankenes eksponeringer mot hverandre, og bidrar således til en reduksjon i bankenes utestående oppgjørsposisjoner i de ulike valutaslag.

Et slikt system bidrar til å redusere de deltaende bankers risiko, men forsterker på samme tid knytningen mellom de ulike lands oppgjørssystemer. Det blir dermed enda viktigere å etablere gode sikringsordninger, slik at systemrisikoen ikke kan forplante seg mellom landene. Bank of England fører tilsyn med at ECHO virkelig vil bidra til en risikoreduksjon for deltakerne. Norges Bank var blant de sentralbanker som deltok i rådgivergruppen for Bank of England under etableringen av systemet. Norske kroner inngår nå som oppgjørsv valuta i ECHO-systemet.

En forutsetning for internasjonalt samarbeid på dette området, er at ulike juridiske spørsmål er avklart. I forbindelse med inngåelse av internasjonale avregningsavtaler eller deltakelse i ECHO er det nettinglovgivningen som står sentralt. Med mindre avregningsavtaler står seg rettslig i konkurssituasjoner, oppnås ingen reell risikoreduksjon. Innen EU foreligger nå et endelig forslag til EU-direktiv om rettslig regulering av risiko knyttet til betalingssystemer («settlement finality and collateral security»). På dette området har utviklingen internasjonalt smittet over til Norge, og arbeid med endring av lovverket på dette området er godt i gang også her hjemme. Aarbakke-utvalgets innstilling kommer blant annet med konkrete lovforslag til rettslig regulering av motregning av derivatkontrakter, og vi regner med at Banklovkommisjonens

arbeid vil resultere i nye regler for avregning i betalingsoppgjøret.

## **Utvikle sikre og effektive transaksjonsløsninger**

En måte å møte denne utfordringen på, er å strukturere betalingssystemet og de tilhørende rutiner på en måte som sikrer gjennomføringen av transaksjoner, og stadig gjør betalingsformidlingen mer effektiv. Ønsket om effektivisering må imidlertid ikke skje på bekostning av hensynet til sikkerheten. Med dette menes det at det juridiske grunnlaget må være klarlagt, at det er klare ansvarsforhold mellom involverte parter, at kundene ikke risikerer tap av verdier og at de tekniske løsninger er testet. Norges Bank er positive til at nye teknologier tas i bruk, så lenge dette skjer på en betryggende måte. Vårt utgangspunkt er at videreutviklingen innenfor betalingsformidlingen er noe bankene kan og vil sørge for selv. Ettersom betalingsformidlingen utgjør en så viktig grunnstein i den økonomiske aktivitet, er det imidlertid naturlig at myndighetene overvåker utviklingen på dette feltet.

Norges Bank har tidligere fremhevet behovet for samarbeid og samordning for å få en effektiv ressursutnytting i betalingsformidlingen. Betalingssystemene kjennetegnes av store faste kostnader og fallende gjennomsnittskostnader.

Samordning virker effektivt på den måten at den kan være kostnadsbesparende for bankene. Man må imidlertid være varsom så samarbeidet ikke omfatter områder som naturlig bør være et konkurransefelt for bankene. Der hvor Norges Bank ser det som naturlig med samarbeid, er først og fremst innen betalingsformidlingens infrastruktur. Det må i denne sammenheng skilles mellom den delen av infrastrukturen som består av standarder, ansvarsforhold og regler for transaksjonsutveksling, og den delen som omfatter investeringer i systemer for prosessering av betalingstransaksjoner. Det bør her skje en nøye vurdering av hvorledes konkurranseaspektet kan ivaretas ved en åpen adgang til etablering for nye aktører i markedet. Videre bør man se på om det er deler av det som hittil har vært ansett for å tilhøre infrastrukturen, som med fordel kan gjøres til gjenstand for konkurranse mellom flere tilbydere.

Bankenes pågående arbeid med analyse av hva som faller innenfor den felles infrastruktur, inne-

holder mange interessante elementer. Jeg regner med at foredragsholderne Hope og Kran vil komme nærmere inn på disse forholdene i sine foredrag senere. Jeg vil likevel benytte anledningen til å flagge at vi fra Norges Banks side ser med betydelig interesse på hvilken rolle Bankenes Standardiseringskontor vil få i utformingen av den felles infrastrukturen videre fremover.

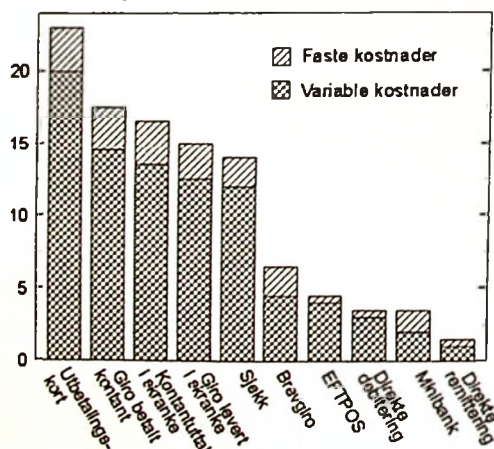
## Redusere kostnadene og få kundene til å bruke de mest effektive betalingsformene

Utviklingen av mer effektive betalingstjenester er som regel undergitt de teknologiske mulighetene og de fremskritt som gjøres der. Innovative tjenestetilbydere innen betalingsformidlingen har utnyttet teknologien, og tilbyr billige og enkelt tilgjengelige betalingsløsninger. Norges Bank er positiv til økt satsing på nye teknologiske løsninger for å effektivisere betalingsformidlingen, men selvfølgelig under forutsetning av at sikkerheten for brukerne blir tilstrekkelig ivare tatt.

Det er fortsatt et potensiale for store kostnadsbesparelser for bankene innen betalingsformidlingen. Tall fra kostnadsundersøkelsen til Norges Bank illustrerer dette. Tallene omfatter forretnings- og sparebanker og Postbanken.

Vi har i figur 2 sammenstilt bankenes enhetskostnader for de ulike betalingstjenestene. Figuren gir et helt klart bilde av at de elektroniske tjenestene kommer ut med de laveste enhetskostnader, mens de helt eller delvis blankettbaserte tjenestene ligger et godt stykke over. Klart dyrest er

Figur 2. Kostnader i betalingssystemet. Kroner pr. transaksjon



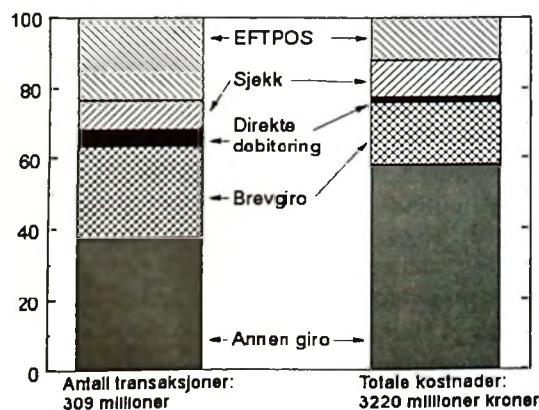
de betalingsformer som involverer både blanketter og kontanter.

I figur 3 ser vi banknæringens totalkostnader for kontantløse betalinger av regninger og varekjøp i butikker. Stolpene viser de ulike betalingsformenes relative utbredelse, sammenholdt med hvor stor andel av totalkostnadene disse betalingsformene legger beslag på. Vi ser raskt at transaksjonene basert på direkte debitering har fått en lett synlig andel av girotransaksjonene. Kostnadsandelen er det imidlertid ikke like lett å få øye på. Det fremgår således med all ønskelig klarhet at direkte debitering – autogiro – er mer kostnadseffektivt enn noen annen gireringsform. Figuren viser også at det fra en kostnadsmessig vurdering er klart mer effektivt å benytte bankkort sammenliknet med bruk av sjekk.

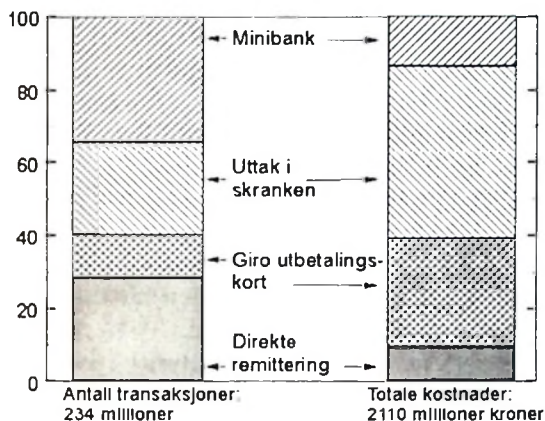
For utbetalinger og kontantuttak, jf. figur 4, er det også entydige resultater: Direkte remittering er klart å foretrekke fremfor giro utbetalingskort, og kontantuttak i minibank er suverent billigere enn kontantuttak over skranke.

Når man summerer totalkostnadene for de betalingsformene jeg nå har vist, kommer man til totalt 5,3 milliarder kroner. Overgang til brevgiro, telegiro og rene elektroniske tjenester vil kunne redusere bankenes kostnader betydelig. Norges Bank har beregnet at innsparingspotensialet er på rundt 2 milliarder kroner. Dette anslaget er selvfølgelig basert på visse forutsetninger, men forutsetningene er etter vår oppfatning langt fra urimelige. Dersom en lykkes i å vri bruken av tjenestene over til elektronisk giro som dominerende betalingsform, vil kostnadsbespa-

Figur 3. Antall transaksjoner og totalkostnader ved regningsbetalinger og varekjøp i butikk. Prosentvis andel av totalen



Figur 4. Antall transaksjoner og totalkostnader ved utbetalinger og uttak av kontanter. Prosentvis andel av totalen



relsen kunne bli enda større. En viktig forutsetning for å få dette til, er selvsagt at de priser som kundene står overfor, reflekterer de relative kostnadene ved de ulike produktene. Som dere vil være kjent med, har Norges Bank i flere sammenhenger påpekt den betydning de relative prisene har for å få til en mer effektiv betalingsformidling. Norges Bank er fortsatt av den oppfatning at gratistjenester og skjev prisstruktur vil lede til et overforbruk som representerer et samfunnsøkonomisk tap.

## Avslutning

La meg til slutt forsøke å oppsummere enkelte hovedutfordringer. Det er her gjort et forsøk på å vise at bankene påfører seg selv og andre aktører i betalingsformidlingen betydelig risiko gjennom sin virksomhet. Denne risikoen bør de selv ta ansvaret for ved å sørge for å identifisere sin egen risiko og utvikle rutiner for å kunne holde eksponeringen under kontroll. Det vil være en farlig vei å gå om Norges Bank tok på seg denne risikoen. Incentivstrukturen ville da bidra til økt total risiko, snarere enn det motsatte. Sentralbankenes rolle må i første rekke være å bidra til at det etableres gode fellesrutiner. Ikke minst gjelder dette rutinene for bankenes oppgjør i sentralbankene.

Betalingssystemenes betydning for den økonomiske virksomhet tilsier også at myndighetene overvåker utviklingen, slik at betalingssystemene kan støtte opp under den finansielle stabilitet. Den videre utviklingen innen betalingsformidlingen bør av hensynet til systemrisiko og brukernes tillit til systemene, skje under en ramme av avtalesamarbeid hos aktørene og rammevilkår fastsatt av myndighetene.

# FELLES VALUTA I EU - VIRKNINGER FOR NORSK ØKONOMI

*Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på Sparebankforeningens konferanse «Samfunn & økonomi» 11. oktober 1996*

## Innledning

Selv om Norge står utenfor EU, vil innføringen av en felles valuta få konsekvenser også for oss. Min oppgave her er å forsøke å belyse noen av de virkningene dette kan få for norsk økonomi.

Jeg tror det innledningsvis er på sin plass å understreke at Norge - i utformingen av den økonomiske politikken i sin alminnelighet - må ha som utgangspunkt at Den økonomiske og monetære union (ØMU) i Europa blir en realitet, selv om flere spørsmål ennå ikke er avklart - blant annet hvilke land som skal delta fra starten av.

Virkningene for norsk økonomi av ØMU vil gå gjennom to kanaler: Den ene vil være de direkte konsekvensene for vår egen pengepolitikk, den andre de indirekte virkningene på vår økonomi av at landene på kontinentet knyttes enda tettere sammen og etablerer et stort og stabilt, samt sterkere økonomisk integrert område. Jeg vil forsøke å behandle disse to spørsmålene adskilt, selv om de selvsagt henger sammen.

Ut fra disse to innfallsvinklene vil jeg for Norges del trekke to hovedkonklusjoner: Gjennom vår kurspolitikk er vi allerede nært knyttet til det europeiske valutasamarbeidet. Det er ikke grunn til å tro at innføringen av en felles valuta i deler av EU isolert sett vil få store konsekvenser for norsk økonomi eller norsk penge- og valutapolitikk. Men i den grad etableringen av ØMU påvirker den økonomiske utviklingen i Europa, vil det selvsagt også ha virkninger for norsk økonomi. Videre vil forholdene i valutamarkedet bli endret ved at euro erstatter flere europeiske valutaer og overtar D-markens rolle som en av de tre ledende internasjonale valutaene.

For det andre vil ØMU innebære en samordning av den økonomiske politikken og en fordypping av det økonomiske samarbeidet som kan legge grunnlag for en mer stabil økonomisk utvikling. Jeg ser derfor etableringen av ØMU som et viktig bidrag til økt økonomisk stabilitet i Europa. Etableringen av en monetær union vil fjerne valutakursfluktasjoner mellom flere av våre handelspartnere. Videre vil pengepolitikken bli

et felles anliggende, der målet for politikken er å legge grunnlag for prisstabilitet. Gjennom stabilitetspakten som det nå arbeides med internt i EU, vil landene også forplikte seg til en langsiktig og stabil innretning av finanspolitikken. For en liten åpen økonomi som den norske vil det åpenbart være fordelene med en slik sterkere stabilitetsorientert økonomisk politikk i våre nærmeste økonomiske omgivelser og hos vår største handelspartner.

Fra Norges Banks side er det naturlig å forfølge disse hovedkonklusjonene med følgende spørsmål: Tilsier innføringen av en felles valuta endringer eller justeringer i innretningen av norsk penge- og valutapolitikk? Det jeg hittil har sagt, peker i retning av at det ikke vil være nødvendig med store justeringer, men la meg likevel drøfte dette spørsmålet nærmere.

## Norsk penge- og valutapolitikk i lys av ØMU

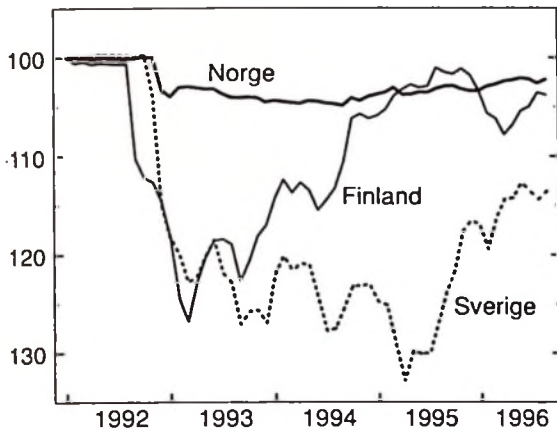
I dag er det operative målet for penge- og valutapolitikken å holde kronkursen stabil overfor europeiske valutaer. Gjennom dette målet bygger vi på en lang tradisjon med kursstabilitet som er viktig for en liten, åpen økonomi som den norske. Videre fungerer valutakursmålet som et anker for inntektsoppgjørene og lønnsfastsettelsen. Ved å holde en stabil kurs mellom kronen og valutaer fra land med lav inflasjon bidrar valutapolitikken til lav inflasjon også i Norge. Norges Banks vurdering er at dette er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til en stabil økonomisk utvikling og høy sysselsetting. Vårt langsiktige mål for pengepolitikken - lav inflasjon - faller således sammen med den europeiske sentralbankens mål om prisstabilitet. Denne strategi for pengepolitikken forutsetter, som vi mange ganger har fremholdt, at finanspolitikken bærer et hovedansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen, og at partene i inntektsoppgjøret er i stand til å levere en moderat kostnadsvekst.

Selv om pengepolitikken fortsatt er rettet inn mot stabilitet i valutakursen, er det viktige for-



skjeller fra det regimet vi hadde fram til desember 1992. Dagens regime kan best karakteriseres som en «sturt flyt»: Vi har ingen forpliktelse til å holde kronen innenfor fastsatte svingningsmarginer, og retningslinjene for pengepolitikken slår fast at rentendringer og valutaintervensjoner ikke skal brukes i samme grad som under fastkursregimet for å stabilisere kronekursen. Kronekursen har likevel vært svært stabil siden vi ble tvunget til å oppgi fastkurspolitikken mot slutten av 1992, jf. figur 1. Dette må blant annet ses i sammenheng med de gode fundamentale forholdene i norsk økonomi.

Figur 1. Nordiske valutaer i forhold til ECU. Januar 1992 = 100



Kilde: Norges Bank

Innføring av en felles valuta i Europa tilsier i seg selv ingen endring i det pengepolitiske styringssystemet bortsett fra at vi må ta nærmere stilling til hvilken eller hvilke valutaer kronen skal stabiliseres mot, når euroen innføres. En mulig videreføring av dagens pengepolitiske regime kan være å stabilisere kronen mot euro, og slik at pengepolitikken for øvrig virker innenfor de samme institusjonelle rammer som i dag. Om vi skal stabilisere kronen mot euro, er imidlertid et spørsmål norske myndigheter ikke behøver å ta stilling til nå. Vi vet ennå ikke hvilke land som vil bli med i den monetære unionen, og det er mer enn to år til euroen blir innført. Dette er spørsmål vi må arbeide videre med og ta stilling til fram til ØMU blir en realitet.

La meg for ordens skyld også understreke at spørsmålet om den norske kronens kursordning blir fastsatt av Kongen i statsråd. Det er med an-

dre ord regjeringen - og ikke Norges Bank - som vil måtte treffe den endelige beslutning med hensyn til kronens forhold til de europeiske valutaene.

Dersom vi skulle velge å stabilisere kronen mot euro, vil dette kunne sette større krav til den økonomiske politikken enn dagens valutakurstilknytning. Den fremtidige europeiske sentralbanken vil legge stor vekt på å føre en konsekvent pengepolitikk rettet mot prisstabilitet for å bygge opp tillit til den nye institusjonen. En følge av en slik politikk kan være at euroen blir en «hardvaluta» som styrker seg i forhold til andre europeiske valutaer og dollar og yen. Vi må imidlertid legge til grunn at EU-landene utenfor ØMU vil føre en politikk rettet mot stabilitet, slik de også forplikter seg til gjennom konvergensprogrammene. Det er i utgangspunktet ikke grunn til å tro at kursutviklingen for disse valutaene vil bli særlig forskjellig fra euro.

Uavhengig av hvilken kurstillknytning vi velger, vil det for Norge være nødvendig å føre en økonomisk politikk som gir en stabil økonomisk utvikling og en lav pris- og kostnadsvekst. Norske kroner er en marginal valuta som er sårbar overfor spekulasjoner i valutamarkedet, og over tid vil det uansett ikke være mulig å opprettholde en stabil valutakurs dersom pris- og kostnadsveksten i Norge er høyere enn i omverdenen. Selv om vi har valgt å stå utenfor EU, kan vi ikke velge å være et «utenforland» også i den økonomiske politikken. Snarere kan det være slik at kravene til den økonomiske politikken skjerpes. For å kunne «holde stillingen» utenfor et stort valutaområde er det nødvendig at norsk økonomi på andre områder innrettes mot stabilitet og soliditet. Som en liten og sårbar økonomi har vi ikke råd til å gå på akkord med vår troverdighet.

Det er for tidlig å si om etableringen av ØMU vil kunne danne grunnlag for et mer forpliktende valutakurssamarbeid mellom Norge og EU. Foreløpig har diskusjonen vært konsentrert om utformingen av valutakurssamarbeidet mellom de fremtidige ØMU-land og de land som vil stå utenfor ØMU innen EU. Det synes nå å være oppnådd stor grad av enighet om hvordan et ERM-II samarbeid - basert på frivillig deltakelse - skal se ut. EØS-avtalen omfatter ikke penge- og valutaforhold, selv om artikkel 46 i avtalen åpner for at det kan utveksles «synspunkter om penge- og valutapolitikken». Maastricht-traktaten åpner for at Unionen kan inngå valutasamar-

beid med tredjeland, men dette spørsmålet er ennå ikke blitt diskutert i EU. Vi vet derfor lite om hvilke samarbeidsformer som eventuelt vil kunne bli aktuelle for Norge.

Med det vi vet i dag, tror jeg ikke det er særlig realistisk å regne med at det vil være grunnlag for å inngå et forpliktende fastkursamarbeid der det fastsettes en sentralkurs mellom norske kroner og euro, og der den europeiske sentralbanken forplikter seg til å intervenere til fordel for den norske kronen. Norge har tross alt valgt å stå utenfor EU. Hvis vi ønsker en fastkurstilknytning, vil det derfor mest sannsynlig måtte skje gjennom en ensidig tilknytning lik den vi hadde mot ECU, eventuelt supplert med avtaler om intervensjonsstøtte.

Det kan imidlertid reises spørsmål om hvor klokt det ville være å gå tilbake til et formelt fastkursregime. De erfaringene Norge og flere andre europeiske land gjorde i 1992-1993, viser at det er betydelige problemer knyttet til fastkursregimer i tradisjonell forstand med snevre svingningsmarginer og ubegrensede intervensjonsforpliktelser i en verden med frie kapitalbevegelser. Dersom en valuta blir utsatt for en kraftig spekulasjonsbølge, kan det være svært kostbart å demme opp for denne gjennom intervensjoner og ved å sette opp renten. Erfaringen fra 1992-93 viste at også valutaer fra land som hadde en tilfredstillende økonomisk utvikling - slik som Norge - kan bli utsatt for spekulative angrep. Og så innen EU har man tatt konsekvensen av disse erfaringene. I ERM-II legger man riktignok opp til å fastsette sentralkurser mellom euro og de andre EU-valutaene. Men man tar i utgangspunktet sikte på å beholde vide svingningsmarginer rundt sentralkursen, og den europeiske sentralbanken og de andre sentralbankene vil heller ikke bli pålagt ubetingede intervensjonsforpliktelser.

Så langt har Norges Bank hatt gode erfaringer med dagens valutakursregime med styrt flyt. De gode fundamentale forholdene i norsk økonomi har lagt grunnlag for en stabil kursutvikling for kronen. Slik bør det være også i framtiden.

Til slutt i drøftingen av fremtidig valutakurstilknytning vil jeg peke på at Norge er en del av europeisk økonomi og at vi gjennom EØS-avtalen er underlagt samme rammeverk som EU-landene både for handel og andre viktige økonomiske forhold. EU og vi har derfor felles interesse av økonomisk stabilitet, herunder stabile valutafor-

hold. Med dette som utgangspunkt kan det derfor bli aktuelt med et nærmere samarbeid innenfor valutapolitikken, for eksempel gjennom konsultasjonsordninger eller intervensjonsavtaler. Det er midlertid for tidlig å konkretisere innholdet i et slikt samarbeid.

## **Virkninger av ØMU for norsk økonomi**

ØMU vil påvirke den økonomiske politikken og den økonomiske utviklingen i Europa. Det vil ha konsekvenser også for Norge. Det forhold at EU er vår største handelspartner - 75 prosent av vår eksport og 72 prosent av vår import av tradisjonelle varer er rettet mot EU-land - betyr at den økonomiske utviklingen i EU har stor betydning for norsk økonomi.

I den senere tid har det vært stor oppmerksomhet omkring forberedelsene til ØMU og hvordan de påvirker de europeiske økonomiene. Tilpassning til Maastricht-kriteriene krever blant annet innstramning i de offentlige budsjettene i de fleste EU-land. Hvordan den økonomiske utviklingen i Europa vil bli etter innføringen av en felles valuta, har vært gjenstand for mindre oppmerksomhet - i hvert fall her i Norge.

For medlemslandene vil ØMU innebære fordeler gjennom å eliminere valutakursusikkerhet, redusere kostnader knyttet til valutaveksling og bedre samordning av den økonomiske politikken som vil kunne legge grunnlag for økt økonomisk stabilitet. Men etableringen av ØMU vil også representere nye utfordringer. Blant annet vil ikke medlemslandene lenger kunne bruke valutakursen som virkemiddel i den økonomiske politikken. Gjennom stabilitetspakten vil ØMU-landene videre forplikte seg til å begrense budsjettunderskuddet til 3 prosent av BNP i normal-situasjoner. Begge disse forhold vil legge begrensninger på den økonomiske virkemiddelbruken. Fra ulike hold er det derfor blitt reist spørsmål om dette kan lede til at ØMU blir preget av indre spenninger som kan føre til at man ikke skaper det stabile økonomiske området man ellers sikter mot. I denne forbindelse er det blitt pekt på at EU - i motsetning til USA - ikke har et stort føderalt budsjett som kan brukes til å motvirke økonomiske forstyrrelser som rammer enkeltområder innenfor unionen. Det er også blitt fremhevet at den økonomiske integrasjonen mellom landene er begrenset, til tross for etableringen av det indre marked. For eksempel er det

europiske arbeidsmarkedet preget av stivheter som sammen med språkforskjeller gjør at arbeidskraften er lite mobil, både over landegrensene og innenfor hvert enkelt land. Med andre ord: Vil ØMU representere et optimalt monetært område?

Da Norges Bank ved sentralbanksjef Skånland i 1993 uttalte seg om deltakelse i ØMU, konkluderte en likevel med at fordelene mer enn oppveide ulempene, slik at Norge ikke burde reservere seg mot å delta. Etter den siste devalueringen i 1986, har det i Norge opparbeidet seg en klar og bred forståelse for at kursjusteringer ikke kan løse de mer grunnleggende strukturelle problemene i økonomien - knyttet for eksempel til arbeidsmarkedets virkemåte og systemene for lønnsfastsettelse. De problemer vi i dag ser i Europa med den høye arbeidsledigheten, er i stor grad knyttet til slike strukturelle forhold. Etableringen av ØMU vil likevel stille krav om at hvert medlemsland fører en økonomisk politikk som gir en pris- og kostnadsvekst på linje med de andre landene i ØMU, om en skal legge grunnlag for en stabil sysselsetningsutvikling på lang sikt. Videre vil det enkelte land i hovedsak måtte bruke finanspolitikken som virkemiddel for å motvirke økonomiske forstyrrelser - eller såkalte «asymmetriske» sjokk som rammer enkeltland. Det vil kreve at man i utgangspunktet har en tilfredsstillende budsjettbalanse - noe mange av EU-landene nå strever med å oppnå.

Som jeg var inne på tidligere, vet vi ennå ikke hvilken tilknytning kronen får til den nye euro-

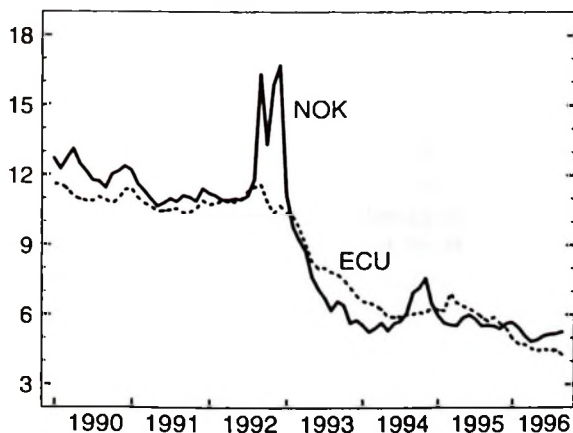
en. Men uansett hva vi velger å gjøre, vil euroen måtte veie tungt i vår valutapolitikk med kursstabilitet som det operative målet i pengepolitikken. Det innebærer at vår pengepolitikk i stor grad vil bli påvirket av den pengepolitikken den fremtidige europeiske sentralbanken fører - selv om det på kort sikt ikke nødvendigvis er noen entil-en sammenheng mellom norske og europeiske renter. Over tid vil det imidlertid ikke være mulig å føre en pengepolitikk som avviker sterkt fra den europeiske, noe den sterke parallelliteten i rentebevegelsene siden 1990 understreker. I perioder - slik som nå - kan vi likevel lene oss litt mot vinden for å støtte opp under den øvrige økonomiske politikken.

Den felles europeiske pengepolitikken vil måtte utformes på grunnlag av den økonomiske situasjonen i ØMU-landene samlet, uavhengig av om den europeiske sentralbanken velger å styre mot et avledet pengemengdemål - slik som i Tyskland - eller direkte mot et inflasjonsmål, som for eksempel i Storbritannia og Canada.

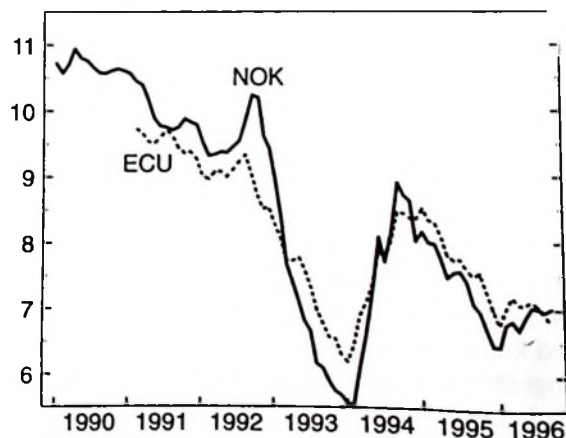
I dag er den pengepolitiske styringen i et flertall av EU-landene rettet mot å stabilisere valutaen mot D-mark. Bundesbanks pengepolitikk bestemmer derfor også pengepolitikken og rentenivået i en stor del av EU. At dette kan medføre problemer, har de siste års erfaringer vist. I forbindelse med gjenforeningen, ble Tyskland utsatt for et etterspørselssjokk som gjorde det nødvendig med en tilstramming av pengepolitikken for å hindre at etterspørselspresset skulle slå ut i tiltakende inflasjon. Andre europeiske land var

Figur 2. Korte og lange renter for norske kroner og for ECU

a. Tremåneders effektive renter



b. Ti års effektive renter



Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

imidlertid på vei inn i en nedgangskonjunktur, som isolert sett skulle tilsi lettelser i pengepolitikken. Resultatet av denne utviklingen var at de andre EU-landene fikk en pengepolitikk som var dårlig tilpasset konjunktursituasjonen, noe som kan ha bidratt til å forsterke og forlenge lavkonjunkturen. En felles pengepolitikk, der politikken utformes på grunnlag av en vurdering av situasjonen i medlemslandene samlet, vil derfor kunne gi grunnlag for en mer stabil økonomisk utvikling i EU. Slik sett, vil jeg legge vekt på en pengepolitikk som er bedre tilpasset den økonomiske utviklingen i hele Europa også vil være en fordel for norsk økonomi. Vi må imidlertid legge til grunn at den europeiske sentralbanken i minst like stor grad som Bundesbank vil føre en pengepolitikk med sikte på å oppnå prisstabilitet.

Også i Norge har konjunkturerne de siste årene vært ute av fase med konjunkturerne i Tyskland. Da vi hadde en lavkonjunktur på slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet, ble pengepolitikken i Europa strammet inn - noe som førte til at rentenivået i Norge ble høyt sett i forhold til vår egen konjunktursituasjon. De siste par årene har det vært en sterk konjunkturoppgang i Norge samtidig som konjunkturedgangen i Tyskland og resten av kontinental-Europa har gitt rentenedgang der. Med etablering av en felles pengepolitikk - som vil måtte bli basert på utviklingen i ØMU samlet - kan problemet med ulike konjunkturfaser kanskje bli dempet. I så fall vil forholdene kunne ligge bedre til rette for en pengepolitikk rettet mot valutakursstabilitet enn hva som er tilfellet i dag. På den annen siden kan vi ikke se bort fra at det er strukturelle forhold ved norsk økonomi - blant annet knyttet til at vår eksport er sterkt råvarebasert og dermed også dollaravhengig - som kan gjøre at konjunkturutviklingen i Norge fortsatt mer systematisk vil være ute av takt med kontinentet.

Innføringen av euro vil også endre forholdene i de internasjonale valutamarkedene. Mens D-marken i dag er liten i forhold til dollar, kan introduksjonen av euro føre til at vi får to mer jevnbyrdige internasjonale valutaer. Euromarkedet vil kunne bli et marked med tilsvarende likviditet og størrelse som det amerikanske, og vil dermed kunne representere et mer attraktivt plasseringsalternativ enn dagens europeiske penge- og kapitalmarkeder. For Norge - som skal plassere en stor utenlandsformue i årene som kommer - kan det være en fordel. Det er også mulig at et

større og dypere euro-marked kan føre til mer stabile, internasjonale valutaforhold ved at store kapitalbevegelser gir mindre utslag i valutakursene. På den annen side kan vi ikke se bort fra at mindre, marginale valutaer blir mer utsatt for spekulasjon når en del sentrale europeiske valutaer forsvinner.

## TARGET

Iverksettelsen av tredje fase av ØMU er en viktig del av rammebetingelsene for norsk næringsliv. Det er derfor viktig at også næringslivet forbereder seg på følgene av innføringen av en felles valuta. Dette gjelder ikke minst bankene. Siden jeg i dag befinner meg i en bankdominert forsamling, vil jeg avslutningsvis benytte anledningen til å si noen ord i tilknytning til etableringen av det felles europeiske betalingsssystemet - TARGET. Presseoppslag i den senere tid viser at det er betydelig interesse for dette spørsmålet i banknæringen.

TARGET er et system som skal knytte sammen de ulike lands realtids brutto oppgjørssystemer. TARGET-systemet vil bli brukt som kanal for euro-transaksjoner mellom kredittinstitusjoner og sentralbanker og vil dermed fungere som kanal for ØMU-sentralbankenes pengepolitiske operasjoner. Videre vil interbanktransaksjoner i euro bli prosessert gjennom TARGET. Det vil gjøre det mulig for banker som deltar i systemet, å låne euro til og fra hverandre med øyeblikkelig oppgjør. Gjennom et felles betalingssystem vil videre systemrisikoen knyttet til betalingsoppgjørene bli redusert. Det er klart at også EU-institusjoner hjemhørende utenfor ØMU-området vil få tilgang til TARGET. På hvilke vilkår dette vil skje, er fortsatt gjenstand for diskusjon - for eksempel gjelder det spørsmålet om adgang til intra-dag kreditt i euro. Dette har ført til uro i enkelte EU-land. Blant annet er det uttrykt en viss frykt for at britiske bankers konkurransemessige stilling og Londons posisjon som finanssentrum kan bli skadelidende.

I Norges Bank har vi nedsatt en arbeidsgruppe som skal analysere nærmere hva etableringen av TARGET vil bety for norske banker. På grunnlag av denne analysen vil vi så diskutere hvilken tilknytning til TARGET som eventuelt vil være ønskelig for norske banker. Vi holder også løpende kontakt med EMI med sikte på å kartlegge hvilke muligheter som finnes for en slik tilknytning,

blant tok jeg nylig opp dette spørsmålet i mitt halvårslige møte med Lamfalussy, EMIs president. I denne forbindelse vil jeg understreke at det innen EU fremdeles er uklart hvordan tilknytningen til TARGET vil bli for kredittinstitusjoner utenfor ØMU. Det er neppe grunn til å regne med at EMI vil gå nærmere inn på spørsmålet om mulige tilknytningsformer for tredjeland før en har fått en nærmere avklaring av disse spørsmålene innen EU. Vi må derfor belage oss på at det kan ta tid før dette spørsmålet blir avklart for Norges vedkommende.

### **Avslutning**

Avslutningsvis vil jeg gjenta hva jeg sa innled-

ningsvis: Norge må innrette seg som om den økonomiske og monetære union blir en realitet om to år og to måneder. Det innebærer at både norske myndigheter og norsk næringsliv må forberede seg på å møte de endringene i rammebetingelsene som innføringen av en felles valuta representerer. Spørsmålet som mange er opptatt av - hvilken valutakurstilknytning Norge skal velge når euroen innføres - er det imidlertid for tidlig å ta stilling til nå. Vi må likevel forberede oss på dette spørsmålet. Det er også viktig å forberede seg på andre måter i tiden framover. For norske myndigheter - herunder Norges Bank - vil det blant annet være viktig å utdype og befeste kontakten med EU-institusjoner for å få informasjon om de forberedelsene som gjøres.

# BRUK AV GJENKJØPSAVTALER I LIKVIDITETSSTYRINGEN

Arne W. Eidshagen, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, og Pål Winje, rådgiver i Økonomisk avdeling, Norges Bank

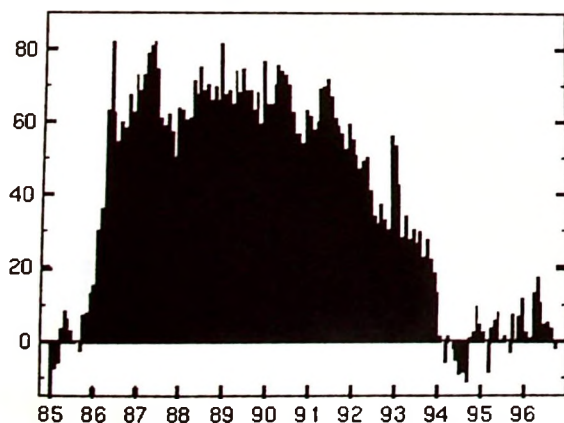
Norges Bank vedtok i juni 1996 å innføre gjenkjøpsavtaler i statspapirer for å tilføre likviditet til pengemarkedet. Retningslinjene for gjenkjøpsavtalene er gitt i Norges Banks rundskriv til finansinstitusjonene nr. 6/31. oktober 1996 (se egen ramme). I denne artikkelen skisserer vi først hovedtrekkene i dagens likviditetsstyringssystem. Deretter begrunnes hvorfor Norges Bank innfører gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen. Til slutt beskrives hvordan Norges Bank i praksis vil bruke gjenkjøpsavtalene.

## Hovedtrekkene ved dagens likviditetsstyringssystem

### Likviditetssituasjonen

Bankenes lån og innskudd i Norges Bank har endret seg betydelig i løpet av det siste tiåret, jf. figur 1. Gjennom annen del av 80-tallet og inn på 90-tallet var Norges Banks lån til bankene på omkring 60 til 70 milliarder kroner. Bakgrunnen for dette var blant annet den betydelige forverringen av betalingsbalansen i forbindelse med oljeprisfallet i 1986. Norges Bank kjøpte kroner for å stabilisere kronkursen og trakk dermed inn kronelikviditet. Når rentenivået samtidig skulle holdes fast, måtte Norges Bank tilføre kronelikviditet til erstatning for den som ble trukket inn ved valutaintervensjonene, og bankenes låneopptak i Norges Bank økte.

Figur 1. Bankenes lån og innskudd i Norges Bank. Milliarder kroner. Jan. 85 - okt. 96



Kilde: Norges Bank

Reduksjonen i bankenes lån i Norges Bank på første del av 90-tallet hang sammen med en netto tilførsel av likviditet fra statlig sektor som skyldtes at underskuddet på statsbudsjettet delvis ble finansiert ved låneopptak i utenlandsk valuta. Siden sommeren 1993 har bankene hatt et likviditetsoverskudd som er blitt trukket inn ved utleggelse av statspapirer, slik at bankenes innskudd og lån i Norges Bank over året balanserer rundt null.

Variasjonene i likviditeten gjennom året følger i stor grad statens periodiske inn- og utbetalinger, men Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet har også betydning. For eksempel har Norges Banks kjøp av valuta i høst medført en relativt stor tilførsel av kronelikviditet til pengemarkedet. De kortsiktige variasjonene i pengemarkedets likviditet blir hovedsakelig motvirket gjennom Norges Banks likviditetspåvirkende transaksjoner med bankene.

### Instrumentbruken

Norges Banks pengepolitiske instrumenter brukes for å etablere et rentenivå i pengemarkedet som er forenlig med det operative målet for pengepolitikken - stabilitet i valutakursen. Rentene på bankenes automatiske dagslåns- og folioinnskuddsordning, som for tiden er henholdsvis 6 og 4 prosent, danner en «korridor» for de korte pengemarkedsrentene. Gjennom å påvirke likviditetsforholdene i markedet kan Norges Bank påvirke de kortsiktige pengemarkedsrentene innenfor denne korridoren. Ved lite likviditet i pengemarkedet, presses rentene opp mot D-lånsrenten. Ved rommelig likviditet faller renten ned

mot folioinnskuddsrenten. I hovedsak bruker Norges Bank fastrentelån (F-lån) og fastrenteinnskudd (F-innskudd) for å påvirke likviditetsforholdene. Rentene på F-lån og F-innskudd fastsettes vanligvis ved auksjon, men Norges Bank kan også sette rentene direkte.

Instrumentbruken i Norge er på mange måter lik det som er vanlig internasjonalt, men det er visse unntak. Blant annet krever sentralbankene i andre land som regel sikkerhet for sine utlån. Dessuten er gjenkjøpsavtaler det viktigste markedsinstrumentet ved tilførsel av likviditet, mens Norges Bank bruker fastrentelån.

## Bakgrunnen for innføringen av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen

### *Krav om sikkerhet*

Norges Bank ser det som et viktig hensyn å ha sikkerhet for sin likviditetstilførsel til pengemarkedet. Men den ekstraordinære situasjonen som oppstod i annen halvdel av 80-tallet og inn på 90-tallet, først med sterk vekst i sentralbankfinansieringen og deretter bankkrisen, gjorde det vanskelig å kreve sikkerhet for sentralbankens utlån.

Bankenes behov for lån i Norges Bank er igjen kommet på et lavt nivå, og bankenes økonomiske stilling er nå normalisert. Med dette som bakgrunn er det hensiktsmessig å innføre sikkerhetsordninger for sentralbankens likviditetstilførsel, som også var hovedregelen tidligere.

I november 1993 vedtok således Norges Bank å kreve sikkerhet for bankenes dagslån, og fra september 1995 har kravet til sikkerhet for slike lån vært 100 prosent. En overgang fra dagens usikrede fastrentelån til gjenkjøpsavtaler vil ytterligere redusere Norges Banks risikoeksponering.

Ut fra det pengepolitiske formålet likviditetstilførselen har, er det lite som taler for at sentralbanken skal påta seg risiko ved, og eventuelt ta seg betalt for, å tilføre likviditet på usikret basis. Utviklingen på 1980-tallet viste snarere at det - ut fra hensynet til finansiell stabilitet - kan være hensiktsmessig å ha innebygd visse automatiske bremsere i systemet hvis kreditt ekspansjonen igjen skulle begynne å øke sterkt. Krav om sikkerhet for sentralbankens likviditetstilførsel vil kunne være en slik bremsere.

Kravet om sikkerhet påvirker imidlertid ikke innretningen av likviditetspolitikken; Norges Bank vil kreve sikkerhet for likviditetstilførsel-

len, men tilfører eller inndrar likviditet som tidligere.

### *Gjenkjøpsavtaler kontra lån mot sikkerhet*

Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetspolitikken vil imøtekomme ønsket om økt sikkerhet for likviditetstilførselen. Gjenkjøpsavtalen innebærer at Norges Bank midlertidig kjøper verdipapirer fra banker og eventuelt andre motparter som samtidig får stilt kronelikviditet til disposisjon. I perioden overføres eiendomsretten til papirene til Norges Bank. Tilbakesalgskursen bestemmes når den opprinnelige handelen inngås.<sup>1 2</sup>

Alternativt kunne Norges Bank oppnå det samme ved lån som er sikret med pantsatte verdipapirer. Et naturlig spørsmål er derfor hvorfor Norges Bank ikke bare fortsetter med fastrentelån, men krever sikkerhet for dem.

Valget av gjenkjøpsavtaler er knyttet til Norges Banks ønske om å inkludere andre enn banker som motparter. Ifølge §§ 19, 20 og 22 i loven om Norges Bank kan sentralbanken normalt bare yte likviditetslån til og motta innskudd fra banker. Fastrentelån mot pant i verdipapirer kan derfor bare ytes til banker.

Norges Bank har lagt til grunn at gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen omfattes av § 21 i sentralbankloven, som omhandler sentralbankens bruk av markedsoperasjoner og der det ikke er en tilsvarende motpartsbegrensning. Det er imidlertid reist tvil om denne tolkningen. For å rydde av veien denne tvilen, har Finansdepartementet<sup>3</sup> foreslått følgende ordlyd for § 21, første ledd:

«Banken kan kjøpe og selge gjeldsdokumenter som er utstedt eller garantert av staten, og andre lett omsettelige gjeldsdokumenter. Dette gjelder, uten hinder av begrensningene i § 22, også gjenkjøpsavtaler og andre markedsoperasjoner med slike dokumenter.»

1 Tilbakesalgskursen vil avhenge av kursen ved den opprinnelige handelen, kupongrenten, løpetiden på gjenkjøpsavtalen og tildelingsrenten ved selve auksjonen, alternativt renten fastsatt administrativt av Norges Bank.

2 Gjenkjøpsavtaler er også omtalt i en artikkel i Penger og Kreditt 1996/3: «Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer» av Jo Forfang, Terje Norderud og Andreas Sand.

3 Finansdepartementets høringsnotat om opprydding i bestemmelser i penge-, kreditt- og valutalovgivningen mv., datert 24. oktober 1996.

## Retningslinjer for Norges Banks gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer

### Generelt

Norges Bank kan inngå gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer med banker, inkludert filialer i Norge av utenlandske banker. Likviditeten tilføres ved at Norges Bank kjøper papirer med oppgjør på fastsatt tidspunkt, normalt neste dag, men senest etter tre dager, samtidig som det avtales at de samme papirer skal selges tilbake med oppgjør på et angitt fremtidig tidspunkt.

Avtalene utformes som to verdipapirtransaksjoner. Begge transaksjoner registreres i VPS på avtaledagen. Kursen som ligger til grunn for transaksjonen med tidligst oppgjør, blir kalt «spotkursen». Kursen for transaksjonen med oppgjør på senere tidspunkt blir kalt «terminkursen».

Utleggelse av en gjenkjøpsavtale blir annonsert via skjermbaserte informasjonssystemer. Budgivningsfristen vil normalt være senere samme dag. Norges Bank vil for hver avtale opplyse om hvilke statspapirer avtalen kan gjelde, avtalenes løpetid, budgivningsfrist, og eventuelt høyeste samlede avtalebeløp.

Norges Bank bestemmer ved den enkelte utleggelse om en avtale skal legges ut til en rente fastsatt av sentralbanken på forhånd eller ved auksjon. Den nominelle perioderenten beregnes etterskuddsvis ut fra antall kalenderdager over 365 dagers år.

Norges Bank kan i hvert enkelt tilfelle fastsette et minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon. Norges Bank kan også fastsette en særlig ramme for det maksimale omfanget av en motparts samlede gjenkjøpsavtaler med Norges Bank. Rammen kan settes til null.

Bud avgis på egen blankett til Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank innen den fristen Norges Bank fastsetter. Bud skal avgis pr. telefax. Budene er bindende for budgiveren. Norges Bank forbeholder seg retten til å avvise innkomne bud eller deler av bud. Innkomne bud bekreftes av Norges Bank.

Partene er selv ansvarlig for å informere sine respektive kontoførere. Avtalene skal registreres av bankene i VPS samme dag som avtale inngås innen klokken 13.00.

Banker som ikke er medlemmer i VPS-engeoppkjøret, må delta i auksjonen gjennom en forvalterbank.

Spotkurs fastsettes og offentliggjøres av Norges Bank. Alle terminkurser avrundes til, og registreres med tre desimaler.

### Utleggelse av avtaler til rente fastsatt på forhånd

Når en gjenkjøpsavtale legges ut med en på forhånd fastsatt rente, kunngjør Norges Bank følgende informasjon:

1. Hvilke papirer avtalen kan gjelde.
2. Avtalens løpetid.
3. Nominell perioderente i prosent p. a.
4. Budgivningsfrist.
5. Minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon.
6. Eventuelt samlet avtalebeløp som Norges Bank tar sikte på å tegne gjenkjøpsavtaler for.
7. Regler for eventuell avkortning av anmeldte bud.
8. Spot og terminkurs på godkjente papirer.

Bud meddeles som det pålydende beløp obligasjoner eller sertifikater budgiver ønsker å selge til den rente Norges Bank tilbyr. Budgiver angir hvilke(t) papir budene gjelder.

Så snart det er praktisk mulig, kunngjør Norges Bank resultatet av tildelingen. Norges Bank underretter hver enkelt budgiver om utfallet av tildelingen for budgiver.

Når gjenkjøpsavtalene legges ut til en rente fastsatt på forhånd, skal alle tildelte bud på samme underliggende papir registreres i VPS som én enkelt transaksjon.

### Utleggelse av avtaler ved renteauksjon

Norges Bank fastsetter ved hver auksjon om renten(e) skal fastsettes ved hollandsk eller ordinær auksjon.

Ved hollandsk auksjon vil alle aksepterte



bud få tildeling til samme rente. Ved gjenkjøpsavtaler tilsvarende dette det laveste aksepterte rentebudet. Ved ordinær auksjon betales de renter som er angitt på hvert enkelt bud.

Når gjenkjøpsavtalene legges ut ved rente-auksjon, kunngjør Norges Bank følgende data:

1. Hvilke papirer avtalen kan gjelde.
2. Avtalens løpetid.
3. Auksjonsmåte
4. Budgivningsfrist.
5. Antall rentebud en budgiver kan avgi.
6. Minstebeløp for hver verdipapirtransaksjon.
7. Eventuelt totalvolum for avtalene.
8. Eventuelle minimums- eller maksimumsrenter for bud.
9. Spotkurs for godkjente papirer.

Budgiver angir for hvert enkelt bud den nominelle perioderenten uttrykt i prosent pro anno, som banken er villig til å akseptere for de enkelte avtalebeløpene regnet i pålydende verdi. Budgiver angir også hvilke(t) papir(er) budene gjelder.

Rentebudene skal avgis med to desimaler. Norges Bank kan ved utleggelse av avtaler bestemme at bare bud med renter over eller under et visst nivå, vil komme i betraktning.

Budene rangeres etter fallende rente.

Det settes strek etter det eller de bud som sammen med alle høyere bud utgjør det beløp Norges Bank ønsker å tildele ved auksjonen.

For at avregningen skal gå opp, vil Norges Bank om nødvendig foreta en proporsjonal reduksjon av budene som har fått tildeling til den laveste renten, dog avrundet slik at gjenkjøpsavtalene kan skrives på hele papirer.

Ved avkortning fastsetter Norges Bank hvilke papirer, på laveste aksepterte rente, som vil inngå i gjenkjøpsavtaler med Norges Bank i henhold til budgivers prioriteringer. Budgiver angir prioriteten til de ulike papirene ved deres rekkefølge på budskjemaet. Høy prioritet rangeres fra venstre mot høyre.

Så snart det er praktisk mulig, kunngjør Norges Bank resultatet av auksjonen.

Ved hollandsk auksjon vil Norges Bank kunngjøre terminkursene, avrundet til tre desimaler.

Når gjenkjøpsavtalene auksjoneres ved ordinær auksjon, skal hvert papir som inngår i et akseptert rentebud registreres som én enkelt transaksjon i VPS.

Når gjenkjøpsavtalene auksjoneres ved hollandsk auksjon, skal alle tildelte bud på samme underliggende papir registreres i VPS som én enkelt transaksjon.

## Rammeavtale

Bankene, inkludert filialer i Norge av utenlandske banker, som ønsker å inngå gjenkjøpsavtaler med Norges Bank, må på forhånd inngå en rammeavtale med Norges Bank. Avtalen vil dekke følgende forhold:

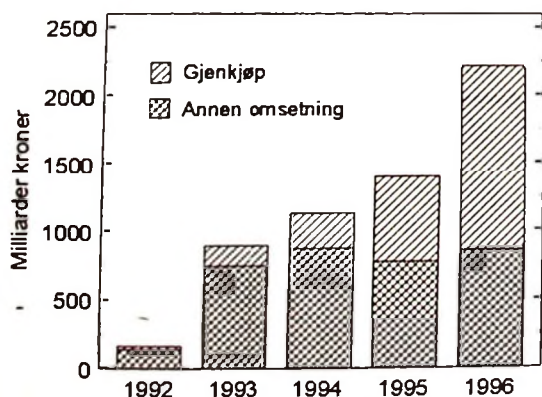
1. I tilfelle konkurs hos motpart skal boets betenkningstid være 4 kalenderdager fra forespørsel om bruk av boets inntredelsesrett er mottatt.
2. Dersom boets organer skulle anføre at avtalene reelt må ansees som låneavtaler med pant i statspapirer, avtales det mellom partene at de overdratte statspapirer er pantet og at pantekravet (jf. panteloven § 1-4) er identisk med vederlaget ved tilbakesalg.

Inntil videre vil Norges Bank bare bruke banker som motparter. Når lovendringen eventuelt er gjennomført, tas det sikte på at også de primærhandlere som ikke er banker (f.t. fire foretak) inkluderes som motparter, slik som opprinnelig foreslått av Norges Bank. Primærhandlerne har allerede påtatt seg en sentral oppgave i statspapirmarkedet, og kan trolig spille en nyttig rolle i sentralbankens gjenkjøpsavtaler ved formidling av likviditet og papirer.

Det at andre enn banker inkluderes som motparter i likviditetsstyringen, innebærer ikke at Norges Bank går fra sin rolle som «bankenes bank». De automatiske ordningene, som folioinnskuddsordningen og dagslånsadgangen, forbeholdes bankene ut fra bankenes særlige rolle i betalingsformidlingen og som mottakere av innskudd fra allmennheten. Formålet med sentralbankens markedsoperasjoner er imidlertid å påvirke rentene i pengemarkedet på en rask og direkte måte, og da er det nettopp formålstjenlig å utvide gruppen av motparter. Å inkludere andre enn banker på denne måten er heller ikke uvanlig internasjonalt.

Norges Banks bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen kan dessuten bidra til å videreutvikle markedet for gjenkjøpsavtaler, som gjennom år ha vist betydelig vekst, jf. figur 2. Internasjonalt fremheves dette som viktig. Et vel fungerende marked for gjenkjøpsavtaler kan blant annet bidra til en bedret omfordeling av li-

Figur 2. Statsobligasjonsomsetning fordelt på gjenkjøpsavtaler og annen omsetning. Milliarder kroner. 1992 - 1996 (1996-tall tom. oktober er omgjort til årsbasis)



Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

kviditet i pengemarkedet og lette posisjonstyringen for «market makere» i statspapirer. Volumet på gjenkjøpsavtalene i likviditetsstyringen må på den annen side ta hensyn til at utestående beholdning av statspapirer er begrenset, og at betydelige eiere av statspapirer, som livsforsikringsselskapene, etter dagens regler ikke kan inngå gjenkjøpsavtaler.

### Valgbare papirer

Norges Banks gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen vil gjøres i de toneangivende statslånene i obligasjons- og sertifikatmarkedet. Det er disse lånene som er mest likvide, og det er der markedet for gjenkjøpsavtaler er mest utviklet. En slik avgrensning er også det vanligste internasjonalt.

Ved utgangen av september 1996 var det henholdsvis 103 og 34 milliarder utestående i de toneangivende statsobligasjons- og sertifikatlåne- ne. Bankenes beholdninger av disse papirene var henholdsvis 18,5 og 20,7 milliarder kroner. Bankenes beholdninger av statspapirer er imidlertid også bundet opp for andre formål: likviditetskravet i banklovene, garanti overfor sikringsfondene og sikkerhet for dagslån i Norges Bank. Ved overgang til kontinuerlig betalingsoppgjør i Norges Bank må dessuten bankene stille sikkerhet for overtrekk på sine foliokonti i løpet av dagen.

### Nærmere om den planlagte bruken av gjenkjøpsavtaler

Gjenkjøpsavtalene vil erstatte de F-lån som Norges Bank eventuelt ville gitt over noe lengre perioder, og kan bli brukt i kombinasjon med andre instrumenter. I så fall vil Norges Bank legge gjenkjøpsavtaler «i bunnen», dvs. til å dekke lånebehovet over en periode på flere dager, mens for eksempel F-lån og F-innskudd vil bli benyttet for å justere likviditeten i pengemarkedet på de enkelte dager i denne perioden.

F-lånene vil måtte beholdes, blant annet fordi gjenkjøpsavtalene ikke kan gjennomføres med samme dags oppgjør. For helt korte løpetider kan dessuten transaksjonskostnadene bli høye.<sup>4</sup> F-

4 Av praktiske grunner må i tillegg gjenkjøpsavtalene inntil videre ha en løpetid på minst en uke eller to for å få en tilstrekkelig nøyaktig sammenheng mellom terminkursen og tildelingsrenten som utregnes for gjenkjøpsavtalen.

lånene vil i første rekke bli benyttet dersom likviditeten utvikler seg annerledes enn forutsatt, eller for å dekke kortvarige lånebehov i penge-markedet. F-lån kan også bli brukt hvis tilførselsbehovet er større enn det som kan oppnås ved gjenkjøpsavtaler, på grunn av at tilgjengelige statspapirer er begrenset, jf. punktet *Valgbare papirer*.

Bortsett fra oppgjørsformen vil den praktiske gjennomføringen av gjenkjøpsavtalene bli ganske lik dagens gjennomføring av F-lånene. Utleggelsene offentliggjøres over skjermbaserte informasjonssystemer, og budgiver sender inn sine bud per telefaks på et standardisert budskjema. Norges Bank bestemmer deretter det likviditetsvolum som sentralbanken ønsker å tilføre. Normalt vil utleggelsen skje på formiddagen med bud-/annmeldelsesfrist samme ettermiddag. Virkedagen etter offentliggjør Norges Bank tildelingen, og oppgjør foregår virkedagen etter dette.

Norges Banks gjenkjøpsavtaler kan både tildeles ved renteauksjon og med forhåndsfastsatt rente, og renteauksjonene kan enten være av ordinær (amerikansk) eller hollandsk type. Dagens F-lån og F-innskudd gjennomføres ved ordinær auksjon. I første omgang tar Norges Bank sikte på å gjennomføre gjenkjøpsavtalene ved hollandsk auksjon. Ved hollandsk auksjon vil alle banker inngå gjenkjøpsavtaler med Norges Bank til lik rente - lik den laveste budte rente som får tildeling. For samme papir vil da alle transaksjoner ha samme terminkurs. Det gjør gjennomføringen av auksjonen og offentliggjøring av terminkurs for hvert underliggende papir langt lettere.

Enkelte markedsaktører har dessuten gitt uttrykk for et ønske om bruk av hollandsk auksjon på grunn av usikkerheten om hvordan likviditet tilført ved gjenkjøpsavtaler vil prises relativt til likviditet tilført ved F-lån. Siden det er mindre

kredittrisiko forbundet med gjenkjøpsavtaler, kan gjenkjøpsavtalene forventes å få lavere rente enn tilsvarende F-lån. Norges Bank vil kontinuerlig vurdere hvilken auksjonsform som er best egnet for gjennomføringen av gjenkjøpsavtalene.

Ettersom gjenkjøpsavtaler innebærer verdipapirtransaksjoner i annenhåndsmarkedet, vil oppgjøret skje i VPS-pengeoppgjøret. Dette medfører at likviditeten først vil tilføres markedet en virkedag etter at transaksjonene gjennomføres og normalt to virkedager etter at gjenkjøpsavtaleauksjonen offentliggjøres.

Som vi har vært inne på, er det inntil videre bare banker som kan være motpart i Norges Banks gjenkjøpsavtaler. Alle banker kan i prinsippet delta, men banker som ikke er deltakere i VPS-pengeoppgjøret, må delta i oppgjøret gjennom sin forvalterbank. I tillegg er det nødvendig å inngå en rammeavtale med Norges Bank. Denne avtalen sikrer at Norges Bank får beholde de papirene som inngår i gjenkjøpsavtaler med sentralbanken dersom en bank blir satt under offentlig administrasjon. En slik rammeavtale er distribuert til landets spare- og forretningsbanker. Denne avtalen må returneres med den nødvendige signatur til Norges Bank før banken kan inngå gjenkjøpsavtaler med Norges Bank.

Ettersom gjenkjøpsavtalene benyttes til å dekke relativt vedvarende lånebehov i pengemarkedet, vil det kunne være lange perioder der Norges Bank ikke vil tilby gjenkjøpsavtaler. Tilsvarende kan man tenke seg at i perioder med strukturelt lånebehov i pengemarkedet vil gjenkjøpsavtalene kontinuerlig rulleres.

Etter Norges Banks betydelige valutakjøp i høst har imidlertid bankene i løpet av kort tid fått nokså rommelig likviditet, som hittil er blitt trukket inn ved F-innskudd. Det er derfor i skrivende stund et åpent spørsmål om og når gjenkjøpsavtaler faktisk vil bli tatt i bruk.

# VALUTASTRØMMER OG UTENRIKSREGNSKAP 1995 OG FØRSTE HALVÅR 1996

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

Utenriksregnskapstall som Statistisk sentralbyrå (SSB) offentliggjorde i september i år viser at Norge i løpet av 1995 og første halvår 1996 hadde et samlet driftsoverskudd overfor utlandet på nærmere 63 milliarder kroner. En vesentlig del av dette må antas å være generert av privat sektor. Likevel begrenset Norges Banks valutakjøp fra bankene (intervensjoner) seg til rundt 30 milliarder kroner i denne perioden. Når driftsoverskuddet ikke førte til større intervensjoner, synes det å henge sammen med at det har funnet sted en betydelig kapitalutgang ved næringslivets direkte investeringer – særlig i EU-landene. I denne artikkelen har vi sett nærmere på de kapitalstrømmer som har funnet sted, og hvordan disse har påvirket bankenes valutaposisjon.

## Hovedtrekkene

Pr. definisjon vil Norges driftsoverskudd svare til landets netto kapitalutgang (netto finansinvestering). Inkluderer vi virkningene av omvurderinger som følge av endringer i valutakurser mv., får vi fram hva Norges netto fordringer overfor utlandet har økt med. Foreliggende statistikk gir grunnlag for å foreta en fordeling av Norges netto fordringsøkning på de ulike sektorer. I tabell 1 er det foretatt en slik sektorfordeling.

Økningen i Norges Banks netto fordringer på utlandet kan i hovedsak knyttes direkte til bankens valutakjøp fra bankene (intervensjoner). Tabell 2 viser hvordan Norges Banks intervensjoner har inngått som et element i de forskyvninger som har funnet sted i forretnings- og sparebankenes valutaposisjon i perioden. Dataene er basert på ukestatistikken over valutastrømmer fra Norges Banks valutastatistikkseksjon.

Tabell 1. Norges nettofordringer overfor utlandet, fordelt på sektorer. Milliarder kroner. (Dataene bygger på «Bank- og kredittstatistikk» fra SSB samt tall fra utenriksregnskapet.)

Sektorer:	Nettofordringer pr.:			Endringer i perioden 31.12.94 - 30.06.96 <sup>1)</sup>
	31.12.94	31.12.95	30.06.96	
Norges Bank	140,9	142,9	171,8	30,9
Andre banker, inkl. statlige låneinstitutter	-13,2	-13,1	-34,5	-21,3
Finansieringsforetak	-18,9	-21,4	-16,5	2,4
Livsforsikringsselskaper	18,4	38,1	45,8	27,4
Skadeforsikringsselskaper	9,2	12,7	13,2	4,0
Offentlig forvaltning <sup>2)</sup>	-66,4	-70,9	-65,7	0,7
Andre sektorer <sup>3)</sup>	-91,4	-72,3	-62,1	29,3
Sum	-21,3 <sup>4)</sup>	16,0 <sup>5)</sup>	52,0 <sup>5)</sup>	73,3

1) Inklusive omvurderinger som følge av endringer i valutakurser mv. og som for hele perioden isolert sett bidrog til en netto fordringsøkning på 11,9 milliarder kroner ifølge utenriksregnskapet.

2) Fremkommet ved å kombinere SSBs finanstilling med sektorfordelte tall fra utenriksregnskapet.

3) Her restbestemt.

4) SSB: «Fordringer og gjeld overfor utlandet». Bank- og kredittstatistikk 17/95.

5) Ifølge SSBs utenriksregnskap («Ukens statistikk», 5. sept. 1996) økte Norges nettofordringer med 37,3 milliarder kroner i 1995 og med ytterligere 36,0 i 1. halvår 1996. Disse tallene er lagt til nettogjeldsbeløpet pr. utgangen av 1994 for å få beholdningstall for 1995 og 1996.

Tabell 2. Endringer i forretnings- og sparebankenes valutaposisjon i perioden 31.12.94 - 30.06.96. Milliarder kroner.

Spotkjøp fra utlandet	14	Spotsalg til Norges Bank	30
Terminkjøp fra utlandet	6	Spotsalg til norske kunde	8
Terminkjøp fra norske kunder	23	Økt spotgjeld overfor norske kunder	8
Kursgevinst mv.	2	Inntektsunderskudd overfor utlandet i valuta	2
Sum tilgang	45	Sum avgang	48
Saldo: Nedgang i totalposisjonen	3		
Herav nedgang i spotposisjonen	31		

Den sterke nedgangen i bankenes spotposisjon (netto fordringer i valuta) må ses i sammenheng med en betydelig økning i deres valutaterminposisjon (valuta kjøpt netto for fremtidig levering). Av tallene i tabellen merker vi oss for øvrig at bankene netto solgte valuta spot til norske kunder for 8 milliarder kroner – og det til tross for at privat sektor som nevnt trolig hadde et betydelig driftsoverskudd. På den annen side hadde bankene kjøpt valuta på termin fra norske kunder for hele 23 milliarder kroner. Bankenes spotkjøp fra utlandet på rundt 14 milliarder kroner må ses i sammenheng med utlandets plasseringer i norske verdipapirer og andre NOK-tilgodehavende.

Vi vil nå se litt nærmere på de endringer i netto fordringer overfor utlandet som har funnet sted i andre sektorer enn Norges Bank, jf. tabell 1. Her merker vi oss særlig bankene, livsforsikringsselskapene og gruppen «andre sektorer».

### Nærmere om livsforsikringsselskapene og bankene

Vi ser at livsforsikringsselskapene alene stod for en netto fordringsøkning overfor utlandet på vel 27 milliarder kroner i løpet av perioden på 1 1/2 år. Nærmere 22 milliarder kroner av dette beløpet falt på utenlandske obligasjoner. Det synes å være en nær sammenheng mellom livsforsikringsselskapenes netto fordringsøkning overfor utlandet og bankenes nettogjeldsøkning. For å dekke obligasjonskjøpene må således livsforsikringsselskapene for en stor del ha kjøpt valuta spot i forretnings- og sparebankene – og som bankene på sin side har fått dekket ved økt valuta spotgjeld til utlandet. Statistikken viser at selskapene har nøytralisert valutarisikoen som kjøpene av utenlandske obligasjoner representerte, ved samtidig å inngå terminkontrakter med norske banker om fremtidig salg av valuta. Siden bankene således har kjøpt valuta på termin fra

livsforsikringsselskapene, har det gitt rom for at bankene har kunnet la sin netto spotgjeld overfor utlandet øke. Totalt sett har altså disse transaksjonene – isolert betraktet – virket nøytralt på valutamarkedet og derved Norges Banks intervensjoner.

Som nevnt viser våre beregninger at bankene i perioden netto hadde solgt valuta spot til norske kunder for rundt 8 milliarder kroner. Hvis vi antar at bankenes salg til livsforsikringsselskapene alene beløp seg til 27 milliarder kroner – svarende til selskapenes nettofordringsøkning overfor utlandet – innebærer det at bankene fra andre norske kunder enn livsforsikringsselskapene netto må ha kjøpt valuta for rundt 19 milliarder kroner. Dette rimer da også bedre med det store driftsoverskuddet i utenriksøkonomien i perioden.

Livsforsikringsselskapenes plasseringer utenlandske obligasjoner har – etter det vi har fått opplyst – funnet sted til tross for lavere effektive renter på de utenlandske obligasjonene. En årsak til en slik plasseringsstrategi kan være «manglende» plasseringsmuligheter her hjemme (lite volum å operere på). Hertil kommer at selskapene ved å inngå nevnte terminforretninger med bankene har sikret seg en terminkursgevinst som under visse forutsetninger oppveier den lavere rente på utenlandske obligasjoner, som følge av rentedifferanser mellom norske og utenlandske pengemarkedsrenter.

I tabell 3 har vi vist den faktiske utvikling i livsforsikringsselskapenes beholdninger av utenlandske obligasjoner samt deres utestående kontrakter i form av valuta solgt på termin til norske banker. Når beløpene ikke utvikler seg helt parallelt, må det ses i sammenheng med at selskapene også sitter med andre fordringer på utlandet – blant annet bankinnskudd, sertifikater, aksjer og andeler.

**Tabell 3. Livsforsikringsselskapenes utenlandske obligasjonsbeholdning og utestående valutaterminkontrakter. Milliarder kroner**

Beholdning av utenlandske obligasjoner:		Valuta solgt på termin til norske banker:	
31.12.94	11,8	31.12.94	14,0
31.03.95	14,1	31.03.95	16,9
30.06.95	18,0	30.06.95	23,9
30.09.95	20,8	30.09.95	24,5
31.12.95	26,2	31.12.95	32,9
31.03.96	32,2	31.03.96	37,3
30.06.96	33,6	30.06.96	38,7

Kilder: SSBs «Bank- og kredittstatistikk» 10/96. Termindataene er basert på bankstatistikken.

### Nærmere om «andre sektorer»

Det fremgår av tabell 1 at «andre sektorer» i løpet av den aktuelle perioden har redusert sin nettogjeld fra 91 til 62 milliarder kroner og på den måten bidratt til økningen i nettofordringer med 29 milliarder kroner. Av dette stod omvurderinger, hovedsaklig fra valutakursendringer, for rundt 9 milliarder kroner, slik at det ved kapitaltransaksjoner var en direkte kapitalutgang fra denne gruppen på netto 20 milliarder kroner.

Utenriksregnskapets oppdeling av kapitaltransaksjoner skiller hovedsakelig mellom direkte investeringer, porteføljeinvesteringer og andre finansinvesteringer. I løpet av 1995 og første halvår i 1996 var det for ikke-finansielle sektorer kun direkte investeringer som gav netto kapitalutgang. Statistikken over direkte investeringer for den aktuelle perioden viser en netto kapitalutgang i forbindelse med slike investeringer på 16 milliarder kroner, hvorav 13 milliarder i løpet av første halvår i år. Ser vi nærmere på de direkte investeringene, viser det seg at statsforetakene bidrog med rundt 4 milliarder kroner, mens private foretak, hovedsakelig innen industri, stod for ca 13 milliarder kroner. For 1995 viser statistikken at det først og fremst var investeringer i Sverige, Frankrike, Irland og Storbritannia som gav kapitalutgang, mens det i løpet av

første halvår i år har vært registrert store norske direkte investeringer i Storbritannia.

Eksport av råolje og naturgass er den klart viktigste kilden til overskudd på handelsbalansen, mens skipsfartens netto fraktinntekter bidrar sterkt til tjenesteeksporten. Nå er forholdet generelt det at dersom for eksempel et oljeselskap har et driftsoverskudd overfor utlandet som ikke motsvares av en like stor kapitalutgang til utlandet, så må differansen være overdratt til andre. Det vil blant annet være tilfellet når oljeselskapene selger valuta til bankene for å skaffe seg kroner. Når vi ser på olje- og sjøfartsnæringens kapitalbevegelser i perioden, viser det seg at oljenæringen, til tross for store inntekter fra utlandet, har hatt netto kapitalinngang. Utenriks sjøfart har på sin side netto kapitalutgang, men den er på langt nær så stor som næringens bidrag til driftsoverskuddet overfor utlandet.

Den resterende netto kapitalutgang fra ikke-finansielle foretak tilskrives andre finansinvesteringer samt ufordelte kapitaltransaksjoner og statistiske avvik.

Det underliggende valutaoverskuddet som følger av driftsbalansen i perioden, kan hovedsakelig henføres til olje- og sjøfartsnæringen. Når Norges Banks valutakjøp i denne perioden ikke ble større enn det ble, kan det blant annet tilskrives det øvrige næringslivets kapitalutgang i form av direkte investeringer.

# DET ØKONOMISKE OPPLAGGET FOR 1997

*Norges Bank sendte 14. oktober 1996 nedenstående brev til Finansdepartementet*

## Innledning

I henhold til lov om Norges Bank skal banken være et utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken. På bakgrunn av den nære sammenheng mellom disse politikkområdene og de øvrige deler av den økonomiske politikken vil Norges Bank i dette brevet gi sitt syn på det samlede økonomiske opplegget for 1997. Norges Banks vurderinger tar utgangspunkt i de oppgaver banken er tildelt:

- Norges Bank skal utøve pengepolitikken i samsvar med retningslinjer fastsatt av statsmyndighetene. Det operative målet for pengepolitikken er å sørge for stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. En forutsetning for at valutakursen over tid skal holdes stabil, er at en viderefører en pris- og kostnadsutvikling som er lavere enn eller på linje med våre handelspartnere. I sin rådgivende funksjon vil Norges Bank legge særlig vekt på om denne forutsetningen kan opprettholdes.
- Norges Bank har et ansvar for stabiliteten i det finansielle systemet. Erfaringene gjennom det siste tiåret har vist at det er en nær sammenheng mellom stabiliteten i den økonomiske utviklingen og stabiliteten i det finansielle systemet. Norges Bank legger således vekt på å vurdere hvorvidt den økonomiske politikken samlet sett bidrar til en stabil økonomisk utvikling.

Hovedutfordringen for den økonomiske politikken er å legge forholdene til rette for en stabil økonomisk utvikling og ytterligere nedgang i arbeidsledigheten. Det beste grunnlaget for dette er en jevn, bærekraftig økonomisk vekst og en moderat pris- og kostnadsvekst. Erfaringer viser at perioder med for sterk vekst etterfølges av kraftige tilbakeslag, med hurtig økende arbeidsledighet. Mens arbeidsledigheten i slike perioder kan øke raskt, tar det betydelig lengre tid å redusere den i etterfølgende oppgangsperioder. En

langsiktig innretning av politikken er derfor den beste garanti for å sikre sysselsettingen over tid.

Norges Bank vil i denne sammenheng understreke de utfordringer og muligheter oljeinntektene innebærer. Vi erfarte på 1970- og 1980-tallet perioder med sterk vekst som resulterte i høy pris- og kostnadsvekst og en svekket konkurransevne for norske bedrifter. Dette førte med seg en uheldig vridning av næringsstrukturen ved at den konkurranseutsatte delen av næringslivet ble alvorlig svekket.

En hovedutfordring i den økonomiske politikken vil være å bevare det langsiktige økonomiske grunnlaget for velferdsordningene. Oljeinntektene gir oss større handlefrihet enn de fleste andre land til å bygge opp finansielle reserver for å møte utfordringene når oljeinntektene synker, samtidig som utgiftene blant annet i Folketrygden vil øke. Den store løpende pengestrømmen fra oljeformuen gjør det samtidig svært krevende å tilpasse de offentlige utgiftene til et nivå som kan opprettholdes over tid. Herunder må myndighetene ta hensyn til at det på lang sikt trolig er begrenset hvor høyt skattenivå som samlet kan bæres av næringsliv og husholdninger i Norge, både i forhold til skattenivået i sammenlignbare land og i forhold til fordelingen av skattebyrden mellom generasjoner.

Partene i arbeidslivet har i flere år bidratt til en moderat kostnadsutvikling i næringslivet, som sammen med en stabil valutakurs gjennomgående har holdt pris- og kostnadsveksten lavere enn blant våre handelspartnere, og dermed skapt grunnlag for økning i sysselsettingen. Takket være oljeinntektene og høykonjunktoren er det også overskudd i statsfinansene og i utenriksøkonomien. De gode fundamentale forholdene i norsk økonomi har medført at vi hittil har kunnet ha et forholdsvis lavt rentenivå og en stabil kronkurs.

Det er imidlertid tegn til økende spenninger i norsk økonomi. Samtidig som kapasitetsutnyttelsen i økonomien er høy, ser veksten ut til å fortsette med stor styrke. Høyere reallønnsvekst i 1996 enn tidligere på 1990-tallet kan indikere et begynnende press i deler av arbeidsmarkedet, til

tross for at arbeidsledigheten er høy i et historisk perspektiv.

Dersom denne utviklingen fortsetter, vil konkurransevnen og dermed grunnlaget for varig vekst i sysselsettingen svekkes. I dagens konjunktursituasjon er det derfor svært viktig at finanspolitikken tar hovedansvaret for å dempe etterspørselspresset i økonomien. Dette vil også kunne lette gjennomføringen av en moderat lønns- og inntekstvekst fremover. Norges Bank vil i denne sammenhengen vise til solidaritetsalternativet, slik det er spesifisert i Sysselsettingsutvalgets utredning.

## Den økonomiske utviklingen

Norsk økonomi er inne i sitt fjerde år med kraftig vekst. BNP for Fastlands-Norge har økt med over 10 prosent over de siste tre årene, og det er fortsatt høy vekst i produksjon og i innenlandsk etterspørsel. Produksjonsveksten har spesielt vært drevet av rentenedgangen i 1993, økte oljeinvesteringer og en høy vekst i eksporten, som gav støtet til en kraftig investeringsoppgang i næringslivet. Rentenedgangen bidrog, sammen med bedringen av husholdningenes finansielle stilling, til en betydelig inntekts- og forbruksvekst i husholdningene og økte boliginvesteringer.

Flere år med sterk aktivitetsvekst gjenspeiles i økende kapasitetsutnyttning og sterk sysselsettingsvekst. Bare gjennom det siste året har sysselsettingen (ifølge AKU) økt med 3,3 prosent eller om lag 67 000 personer. Parallelt med sysselsettingsveksten har mange gått over fra yrkespassivitet til den arbeidssøkende del av befolkningen, og dette har bremsset nedgangen i den registrerte arbeidsledigheten. Norges Bank har anslått at ledigheten (ifølge AKU) vil falle fra om lag 5 prosent i 1995 til vel 4 prosent i 1996. Selv om arbeidsledigheten er høy i et historisk perspektiv, er det indikasjoner på økende stramhet i deler av arbeidsmarkedet. Dette gjelder for enkelte bransjer, som bygge- og anleggsbransjen. Regionale indikatorer for utviklingen i arbeidsmarkedet – blant annet forholdet mellom antallet arbeidsledige og antallet ledige stillinger i det sentrale østlandsområdet – kan også tyde på at det er større mistilpasninger og større regionale forskjeller i arbeidsmarkedet nå enn tidligere. Samlet sett kan utviklingen i arbeidsmarkedet tyde på at store deler av ledigheten i dag er struk-

turelt betinget, og at det samtidig er knapphet på arbeidskraft i enkelte bransjer og regioner.

Utformingen av arbeidsmarkedspolitikken og den økonomiske politikken bør ses i lys av utviklingen i arbeidsmarkedet. Det er nødvendig å legge stor vekt på tiltak som kan bedre funksjonsmåten i arbeidsmarkedet og forhindre ytterligere pressproblemer. Arbeidsmarkedstiltakene er viktige for å motvirke utestengning fra arbeidsmarkedet og få de ledige tilbake i ordinært arbeid. Norges Bank vil samtidig peke på at yrkesdeltakingen nå igjen er på et høyt nivå, og at en derfor ikke nødvendigvis kan basere den økonomiske politikken på et like stort tilslag til arbeidsstyrken som vi har sett de senere årene. Skulle økningen i arbeidsstyrken stoppe opp, kan den forventede økningen i sysselsettingen raskt slå sterkere ut i arbeidsmarkedet enn antatt.

Fram til inneværende år har pris- og lønnsveksten vært moderat og ligget lavere enn blant våre handelspartnere. Budsjettoplegget bygger på en prisstigning neste år på 2½ prosent og en lønnsvekst på i gjennomsnitt 3½ prosent. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til spesielt anslaget for lønnsveksten. Norges Bank vil i denne sammenhengen vise til sin siste inflasjonsrapport, som inneholder en nærmere analyse av lønns- og prisutviklingen.

Dersom en legger til grunn at utviklingstrekene i arbeidsmarkedet og i næringslivets lønnsomhet slår igjennom i lønnsdannelsen, kan lønnsveksten bli betydelig høyere enn forutsatt i Nasjonalbudsjettet. Det er grunn til å anta at kostnadsveksten i næringslivet i så fall kan bli høyere enn gjennomsnittet for våre viktigste handelspartnere. Dette vil være et brudd med utviklingen tidligere på 1990-tallet, da lønnsveksten i norsk industri var klart lavere enn hos våre handelspartnere. Blant annet på bakgrunn av utviklingen i arbeidsmarkedet og den anslåtte veksten i etterspørselen innenlands, må anslaget for lønnsveksten i Nasjonalbudsjettet antas å være betinget av at partene i arbeidslivet aktivt følger opp moderasjonslinjen fra tidligere i 1990-årene.

Norges Bank anslår at BNP for Fastlands-Norge vil øke med 3¼ prosent i inneværende år og 2½ prosent neste år. Det er flere tegn til at veksten i økonomien vil fortsette. Vekstimpulsene vil ventelig komme både fra privat konsum og boliginvesteringer og fra fortsatt god lønnsomhet i næringslivet. Husholdningenes finansielle



situasjon er betydelig bedret de siste årene, samtidig som deres inntektsvekst har vært høy. Konsumveksten kan dermed komme til å holde seg sterk fremover. Fortsatt god lønnsomhet og gode utsikter i mange markeder vil stimulere til økte bedriftsinvesteringer.

Ressurstilgangen til kommuner og fylkeskommuner har økt betydelig i de siste årene. I perioden 1988-96 var den reelle inntektsøkningen for kommunene 20 prosent eller 2 $\frac{1}{4}$  prosent gjennomsnittlig pr år. Over samme tidsrom er sysselsettingen (timeverk) i kommunene anslått å øke med 18 prosent, eller med gjennomsnittlig vel 2 prosent pr. år. Kommunesektorens inntekter har de siste årene også oversteget det som regjeringen hvert år har lagt til grunn i proposisjonene om kommuneøkonomien. Samtidig er kommunene blitt tillagt stadig nye oppgaver, som påvirker de samlede offentlige utgifter både i form av økt forbruk og økte offentlige investeringer. Høy reallønnsvekst slår dessuten ut i økte kostnader. For årene 1996 og 1997 samlet vil kommunesektoren bli tilført om lag 2,5 milliarder kroner mer enn lagt til grunn i kommuneøkonomi-proposisjonen. Kommunesektoren vil blant annet som en følge av disse inntektene trolig fortsatt bidra noe til etterspørselsveksten i økonomien.

Finansielle indikatorer tyder på høy og økende etterspørsel. Samtidig har oljeprisene steget, slik at den finansielle situasjonen for så vel privat som offentlig sektor for øyeblikket ser lys ut. I en slik situasjon er det samtidig fare for at det kan bygge seg opp urealistiske forventninger om fremtidig inntektsutvikling, både i privat og offentlig sektor, basert på enkelte svært usikre og variable størrelser som boligpriser, oljepriser og aksjekurser. For å minske risikoen for tilbakeslag, er det viktig å begrense veksten i privat og offentlig konsum i den nære fremtid.

Konjunkturbevegelsene er tradisjonelt særlig sterke i investeringsvaresektoren, i bygge- og anleggssektoren og for varige forbruksgoder. Vi har tidligere sett hvordan flere år med sterk vekst i disse sektorene i nedgangstider er blitt avløst av sterkt fall, med vanskelige og kostbare omstillinger som resultat. Vi har også i denne oppgangskonjunkturen sett sterk vekst i de mest konjunkturfølsomme deler av økonomien. Dette bør få konsekvenser for den økonomiske politikken, og det bør tillegges vekt i vurderingen av utforming og tidspunkt for offentlige investeringsprosjekter.

## Pengepolitikken

De norske penge- og valutamarkedene har i flere år vært preget av stabilitet. Dette viser dels at markedsaktørene har hatt tiltro til den politikk som har vært ført, men gjenspeiler også de fundamentale forholdene i norsk økonomi, med store overskudd i utenriksøkonomien, lav pristigning og gode statsfinanser.

Den langvarige og sterke oppgangen i norsk økonomi innebærer økt risiko for at vi skal komme inn i en situasjon der pris- og kostnadsveksten tar seg opp og blir liggende høyere enn hos våre handelspartnere. Dersom denne utviklingen fortsetter og ubalansene i økonomien forsterkes, kan det ikke utelukkes at det kommer en reaksjon i form av stigende markedsrenter. Vi har de siste månedene sett en viss økning i rentedifferansen i obligasjonsmarkedet mellom norske og blant annet tyske renter, og dette kan være en tidlig indikasjon på en slik utvikling.

Vi har erfaringer for at markedsreaksjoner kan komme plutselig og da være av betydelig styrke. Ut fra hensynet til troverdigheten i pengepolitikken, og for å unngå de svingninger i økonomien som vi risikerer ved en markedsdrevet reaksjon, er det svært viktig at den økonomiske politikken tilpasses i forkant av en slik utvikling. Norge risikerer ellers å miste den stabilitet og tillit til økonomien som er bygget opp de siste årene.

Regjeringen legger i Nasjonalbudsjettet opp til en videreføring av retningslinjene for penge- og valutapolitikken. Det heter her at:

«Innenfor de rammene det operative målet om stabil valutakurs setter, vil pengepolitikken i den nåværende konjunkturfase bli innrettet mot å bidra til at veksten i den innenlandske etterspørsel ikke blir så sterk at pris- og kostnadsveksten skyter fart.»

Det er videre lagt til grunn at det i den nåværende konjunktursituasjonen kan være hensiktsmessig at intervensjonene i valutamarkedet overstiger det som følger av oppbyggingen av oljefondet. I samsvar med de tilsvarende retningslinjene for 1996 har Norges Bank netto kjøpt valuta for nærmere 46 milliarder kroner i årets første ni måneder. Intervensjonene i valutamarkedet har begrenset styrkelsen av kronen, samtidig som de har muliggjort en pengepolitikk som ikke har bidratt vesentlig til å øke etterspørselspresset i økonomien.

Det er etablert en rollefordeling mellom de ulike deler av den økonomiske politikken som må ses i lys av lærdommen fra sytti- og åttiårene, og som er rettet inn mot å styrke verdiskapningen og sysselsettingen på lang sikt. Partene i arbeidslivet skal legge et nødvendig grunnlag for sysselsettingen gjennom moderate lønnstillegg, som både gir en rimelig inntektsutvikling og bidrar til næringslivets konkurransevne. Finanspolitikken har hovedansvaret for å sikre en stabil økonomisk utvikling, og penge- og valutapolitikken skal bidra til lav pris- og kostnadsvekst og en stabil økonomisk utvikling gjennom å holde en stabil valutakurs mot europeiske valutaer.

Denne rollefordelingen innebærer at finanspolitikken må ta hovedansvaret for å stabilisere etterspørselen innenlands. En vellykket innretning av finanspolitikken og et forsvarlig resultat av lønnsoppgjørene er en forutsetning for lav pris- og kostnadsvekst, og derfor også en forutsetning for en fortsatt stabil valutakurs. Det operative målet om stabil valutakurs innebærer at det er begrensede muligheter til å motvirke presstendenser i økonomien ved hjelp av pengepolitikken.

## Finanspolitikken

Finanspolitikken har fra og med 1994 hatt en innstrammende effekt på økonomien. Det er flere grunner til at finanspolitikken fortsatt må være stram. I tillegg til at finanspolitikken har hovedansvaret for å stabilisere etterspørselen, er det også andre momenter som må tillegges vekt:

- Skal finanspolitikken i fremtidige nedgangstider kunne anvendes til å stimulere aktiviteten innenlands, er det en forutsetning at vi anvender oppgangskonjunktorene til å styrke de offentlige budsjetter.
- Den gunstige budsjettssituasjonen vi nå har, skyldes i hovedsak statens oljeinntekter. Det er stor risiko knyttet til de fremtidige oljeinntektene, og dermed også til budsjettssituasjonen på lengre sikt. Det vil ikke være ansvarlig å legge opp til et nivå på offentlige utgifter som baserer seg på høye og usikre oljeinntekter. En slik politikk vil få svært uheldige konsekvenser dersom oljeinntektene blir lavere enn forventet.
- Vi vet at utgiftene til velferdsformål, blant annet statens pensjons- og trygdeutgifter, vil

bli vesentlig høyere om 10-15 år enn i dag. Skal vi beholde vår finanspolitiske handlefrihet og unngå å belaste fremtidige generasjoner for sterkt, må den økonomiske politikken innrettes mot disse langsiktige behovene allerede nå.

Både kortsiktige og mer langsiktige hensyn tilsier altså en stram finanspolitikk. Høye oljeinntekter kombinert med sterk økonomisk vekst og kraftig økning i sysselsettingen er et godt utgangspunkt for overskudd på statsbudsjettet i samsvar med de langsiktige kravene.

I Nasjonalbudsjettet for 1997 heter det:

«Hovedutfordringen nå er å legge forholdene til rette for en stabil økonomisk utvikling og en ytterligere nedgang i arbeidsledigheten. Etter flere år med oppgang er det mye som tyder på at dette vil bli en mer krevende oppgave enn i den perioden vi har bak oss. Høy lønnsomhet i deler av næringslivet og mangel på arbeidskraft i deler av økonomien har bidratt til at lønnsveksten har tatt seg opp i innværende år. Risikoen for at økonomien ledes inn i en utvikling med pressproblemer og tiltakende kostnadsvekst er derfor klart tilstede. I denne situasjonen er det avgjørende at den økonomiske politikken innrettes slik at veksten ikke blir sterkere enn det økonomien kan tåle. Historiske erfaringer har vist at en balansert og langvarig oppgang gir en bedre sysselsettingsutvikling og lavere ledighet på varig basis enn en kraftig, men kortvarig vekst.»

Norges Bank er enig i dette, og vil føye til at veksten i norsk økonomi er betydelig sterkere enn hos våre handelspartnere i Europa. I lys av den økonomiske situasjon, med blant annet høye og økende oljeinntekter i Norge og et langsiktig innstrammingsbehov i budsjettene i flere europeiske land, kan vi samtidig ikke se bort fra at det i flere år fremover vil være høyere press i norsk økonomi enn blant våre handelspartnere. Dette gjør det mer krevende enn ellers å holde pris- og kostnadsveksten nede på handelspartnernes nivå.

I Regjeringens forslag til statsbudsjett for 1997 legges det opp til en finanspolitisk innstramming tilsvarende 1 prosent av BNP, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekor-

rigerte underskuddet på statsbudsjettet. Budsjettets reelle utgifter er anslått å øke med 1/4 prosent fra 1996 til 1997, når det korrigeres for enkelte konjunkturbestemte og regnskapsmessige forhold.

Den innstramming som foretas på statsbudsjettet, må også ses i sammenheng med kommuneprogget. I Nasjonalbudsjettet legges det opp til en vekst i offentlig konsum på vel 1/2 prosent og i offentlige investeringer på 1 prosent. Budsjettproppet innebærer at veksten i den offentlige etterspørselen i det alt vesentligste vil komme i kommuneforvaltningen. Av hensyn til virkningen av finanspolitikken på etterspørselen innenlands, er det viktig at veksten i den offentlige etterspørselen samlet sett holdes innenfor forutsetningene i Nasjonalbudsjettet.

Det foreslåtte statsbudsjettet for 1997 viderefører den finanspolitiske innstramming som ble innledet i 1994. Den foreslåtte innstramming for 1997 er på om lag samme nivå som regjeringen opprinnelig la opp til for inneværende år.

Norges Bank gav i sitt brev til Finansdepartementet 18 oktober i fjor sin tilslutning til hovedlinjene i det budsjettet som ble lagt fram i fjor høst. I ettertid står det klart at Norges Bank i sine anslag undervurderte styrken i konjunkturoppgangen. Budsjettet ble dessuten svekket gjen-

nom budsjettbehandlingen før jul i fjor, og årets inntektsoppgjør gav en høyere realinntektsvekst i husholdningene enn forutsatt. Ut fra hensynet til stabilisering av den økonomiske utviklingen kunne budsjettet for inneværende år vært strammere enn det faktisk ble.

Vi vet fra tidligere erfaringer at det er lett å undervurdere drivkreftene i økonomien i oppgangstider. Det er også slik at en ofte har overvurdert økonomiens evne til å tåle sterk og langvarig vekst.

Risikoen for økende kostnadspress og en ustabil utvikling med de store kostnader dette kan medføre, ikke minst i form av tapte arbeidsplasser, kunne godt tilsi en strammere finanspolitikk enn det legges opp til. Mye av ansvaret for utviklingen legges nå på partene i arbeidslivet. Skulle tendensene til press i arbeidsmarkedet reduseres vesentlig i løpet av 1997, vil det videre neppe være noe problem å tilpasse finanspolitikken. Mulighetene for å stramme til politikken gjennom året er trolig ikke til stede i tilsvarende grad. Risikoen for ytterligere press i økonomien neste år understreker således behovet for en stram finanspolitikk i 1997, minst på linje med den innstrammingen som regjeringen nå har foreslått i Nasjonalbudsjettet.

# FORSLAG OM ENDRING AV FORSKRIFTEN FOR STATENS PETROLEUMSFOND

Norges Bank sendte 31. oktober 1996 nedenstående brev til Finansdepartementet

I brev til Finansdepartementet 2. mai 1995 skrev Norges Bank blant annet følgende:

*«Retningslinjene for forvaltningen av Norges Banks valutaeserver gjennomgås hvert år med sikte på å gjøre de endringer som er nødvendig for å oppnå en optimal avveining mellom avkastning og risiko. Norges Bank vil tilrå at man etablerer rutiner som sikrer at retningslinjene for Petroleumsfondet gjennomgås samtidig.»*

I overensstemmelse med dette vil Norges Bank nå fremme forslag om to endringer i forskriften for Statens Petroleumsfond.

## 1. Innstramming av retningslinjene for valutafordeling

I eksisterende forskrift for plassering av oljefondet er følgende rammer satt for valutafordelingen:

Europeiske valutaer:	70 - 80 %
Amerikanske valutaer (USD, CAD)	13 - 23 %
Asiatiske valutaer (JPY):	2 - 12 %

Eksisterende punkt i forskriften for plassering av oljefondet gir relativt stor grad av frihet til Norges Bank som operativ forvalter til å foreta store og hyppige forandringer av fondets valutasammensetning. Dette er en frihet som Norges Bank som forvalter ikke ønsker å utnytte. I det nevnte brev til Finansdepartementet ble følgende argumentasjon gitt:

*«Norges Bank vil påpeke at retningslinjene, i likhet med retningslinjene for investeringsporteføljen i valutaeservene, gir forvalteren relativt vide rammer for valutaeksponering. Som forvalter vil ikke Norges Bank ønske å utnytte dette spillerommet. Det har sammenheng med at vi anser det svært lite sannsynlig at det er mulig å oppnå kortsiktige valutakursgevinster ved hyppig*

*omveksling mellom ulike valutaer, samtidig som en slik strategi er forbundet med betydelig risiko.»*

Utgangspunktet for oljefondets valutafordeling er målet om å stabilisere fondets internasjonale kjøpekraft, målt ved importvektene. Hvis man har en lang tidshorisont, vil man anta at det er nær sammenheng mellom prisutviklingen i et land og landets valutakurs. Hensynet til fondets internasjonale kjøpekraft vil da ha liten betydning for valg av valutafordeling. På noe kortere sikt kan imidlertid valutakursutviklingen avvike mye fra hva kjøpekraftsparitetsteorien ville implisere. I vurderingen av rammene for Petroleumsfondets valutafordeling har Norges Bank forutsatt at plasseringshorisonten er slik at midlertidige avvik fra kjøpekraftsparitet medfører risiko.

Denne valutasammensetning vil likevel ikke være optimal dersom realrentene utvikler seg forskjellig i ulike land. Norges Bank har imidlertid ikke grunnlag for å gi noen tilråding om i hvilken grad dette skulle tilsi en valutasammensetning som avviker fra importvektene.

Norges Bank mener at eksisterende regelverk gir adgang til ulike valutasammensetninger som alle vil innebære en betydelig valutarisiko relativt til en fordeling nær importvektene. Valutakursbevegelser kan gjerne bli betydelige selv over relativt kort tid. Når det er et mål at fondets internasjonale verdi ikke bør variere for mye over tid, bør det også settes rammer som sikrer at ugunstige valutabevegelser ikke påvirker fondets internasjonale verdi i for sterk grad. Dette kan sikres ved at retningslinjene spesifiserer en øvre og nedre grense for andelene av de viktigste valutaslag som inngår i importvektene, og at disse andelene ikke avviker i for sterk grad fra hva valutagruppernes importvekt tilsier. I tilfeller hvor enkeltvalutaer har en stor grad av samvariasjon, kan disse valutaene grupperes sammen, da valget av enkeltvalutaer innenfor gruppen bare har mindre effekt på fondets samlede valutarisiko.

Norges Bank foreslår derfor følgende rammer for valutafordeling av Statens Petroleumsfonds midler:

DEM/andre kontinentale valutaslag (DEM, NLG, BEF, FRF, DKK, XEU, CHF, ATS)	41 - 47 %
SEK:	14 - 20 %
GBP:	11 - 17 %
Amerikanske valutaer (USD, CAD):	15 - 21 %
Asiatiske valutaer (JPY)	4 - 10 %

## 2. Valuta og rentebytteavtaler

Norges Bank planlegger å ta i bruk rente- og valutabytteavtaler i reserveforvaltningen i løpet av 1997. Dette er et instrument som kan bidra til en marginal økning av avkastningen hvis man samtidig er beredt til å akseptere motpartsrisikoen som ligger i å inngå en avtale med lang varighet. Med de krav til kredittrisiko som Norges Bank vil stille til slike motparter, vil denne risikoen være begrenset. Med den kredittverdighet Norges Bank har som investor, vil vi ha mulighet til å kreve deponering av sikkerhet for inngåtte forretninger fra motparter med lavere kredittverdighet, noe som reduserer kredittrisikoen i swappen.

Bruken av valuta - og rentebytteavtaler stiller samtidig enda strengere krav til den løpende kontroll av motpartsrisiko. Norges Bank vil ikke ta i bruk rente- og valutabytteavtaler i forvaltningen av de ordinære reservene før banken har

utviklet tilfredsstillende systemer og interne kontrollmekanismer for bruken av dette instrumentet. Det samme vil gjelde for eventuelle avtaler som inngås på oljefondets vegne.

I forskriften for Statens Petroleumsfond har Finansdepartementet delegert oppgaven å fastsette konkrete krav til kredittverdigheten på utstedere og banker som det plasseres midler i (jf. forskriftenes §4.1, 4.2 og 4.3). Norges Bank foreslår at det åpnes for bruk av valuta- og rentebytteavtaler, og at en tilsvarende fullmakt til å sette krav til avtalemotparter gis Sentralbanksjefen. Det foreslås derfor at dagens punkt 4.3 i forskriften for Statens Petroleumsfond - «Terminhandler» - erstattes med følgende formulering:

### 4.3. Valuta - og rentebytteavtaler

*Valuta- og rentebytteavtaler kan inngås med banker og andre selskaper med høy kredittverdighet, og som Sentralbanksjefen har godkjent for dette formålet. Avtaler om kjøp og salg av valuta på termin kan gjøres med godkjente banker i henhold til punkt 4.2.*

## 3. Hensyn til langsiktig avkastning

Under Hovedstyrets behandling ble det pekt på at Petroleumsfondets størrelse og langsiktige karakter etter hvert reiser spørsmålet om også å investere fondets midler i instrumenter med høyere forventet avkastning.

# UTFORMINGEN AV PENGE- OG VALUTAPOLITIKKEN

*Norges Bank sendte 22. november 1996 nedenstående brev til Finansdepartementet*

## Bakgrunn

Siden 10. desember 1992 har Norge hatt et system med flytende valutakurs. Slik det er angitt i retningslinjene for penge- og valutapolitikken, har imidlertid det operative målet for penge- og valutapolitikken gjennom hele denne perioden vært å holde kronekursen stabil overfor europeiske valutaer.

Dagens pengepolitiske styringssystem er fastlagt i valutakursforskriften av 6. mai 1994 med tilhørende retningslinjer i Revidert nasjonalbudsjett 1994 og senere budsjett dokumenter fremlagt for Stortinget. Forskriftens §2 lyder:

«Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervenere i valutamarkedet.»

Hovedlinjene i styringssystemet er i samsvar med Norges Banks tilråding i brev til Finansdepartementet av 19. april 1994 «Pengepolitikk under flytende valutakurser».

Norges Bank la i dette brev stor vekt på betydningen av å ha en stabil valutakurs som en operativ målsetting i en liten åpen økonomi som den norske, og den lange tradisjonen Norge har for fastkurspolitikk. Videre understreket banken pengepolitikken og valutakursens rolle som nominelt anker for lønnsoppgjørene og ramme for finanspolitikken. Disse forholdene førte til at Norges Bank etter en samlet vurdering anbefalte stabil kurs som operativt mål for pengepolitikken.

Banken gav imidlertid også uttrykk for at målet om stabil valutakurs bør være underordnet de langsiktige målene for den økonomiske politikken:

«Hovedmålene for den økonomiske politikken, slik de er trukket opp i Langtidsprogrammet, er å sikre et varig grunnlag for en

bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting, og i en slik sammenheng er det beste bidraget pengepolitikken kan gi at den på lang sikt rettes inn mot å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst. En stabil valutakurs er en forutsetning for å få til dette. Hvis økonomien rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger, bør imidlertid det avledede valutakursmålet tilpasses det langsiktige målet for pengepolitikken».

Med dette som utgangspunkt og på bakgrunn av den økonomiske utviklingen, ønsker Norges Bank å gi uttrykk for sin vurdering av forutsetningene for det eksisterende pengepolitiske styringssystemet og forståelsen av de eksisterende retningslinjene for penge- og valutapolitikken.

## Utviklingen i valutamarkedet og Norges Banks virkemiddelbruk

Valutamarkedet har i 1996 vært preget av press i retning av sterkere krone, som ble klart forsterket gjennom høstmånedene. Fram til begynnelsen av november styrket kronen seg med 2 1/2 prosent overfor ECU i forhold til kursen ved inngangen til året. Kronekursen var i begynnelsen av november om lag 3 1/2 prosent sterkere enn den svakeste kronekursen i perioden 1993-1996 (ukegjennomsnitt).

Dette må anses som beskjedne kursutslag. Virkemiddelbruken har likevel vært sterk for å motvirke presset i valutamarkedet. Fra årsskiftet fram til 15. november kjøpte banken valuta tilsvarende 74 milliarder kroner. Av dette kan om lag 40 milliarder kroner tilbakeføres til den anslåtte avsetningen til petroleumsfondet ved utgangen av 1996. Signalrentene (folioinnskuddsrenten og D-lånsrenten) er blitt satt ned to ganger, med 1/4 prosentpoeng i mars og ytterligere 1/2 prosentpoeng 5. november.

Forut for rentenedsettelsen 5. november var det tegn til at norske kroner pekte seg ut som et interessant investeringsobjekt i det internasjonale valutamarkedet. Generelt kan det være en risi-

ko for at Norge, som et land med en solid økonomi utenfor de store valutablokkene, i sterkere grad enn tidligere kan bli utsatt for internasjonale kapitalbevegelser. Våre nærmeste naboland – Sverige og Finland – har vært gjennom en periode med betydelig styrking av valutakursen og betydelig fall i lange renter. Disse landene har nå gått inn i en konsolideringsfase der potensialet for videre valutakursoppgang og rentefall kan synes begrenset. Finland har gått inn i ERM, og Sverige har gitt signaler om sterkere stabilisering av svenske kroner.

Oppgangen i oljeprisen, og «synliggjøringen» av oljeformuen ved at den nå omplasseres fra Nordsjøen til finansiell formue i utlandet, kan også ha bidratt til å påvirke markedsaktørens vurdering av kronen. Med store petroleumsinntekter og store overskudd på driftsbalansen kan det ta lang tid før et innenlandsk etterspørselspress får utslag i penge- og valutamarkedene. De selvregulerende mekanismene som normalt ligger i en pengepolitikk rettet mot valutakursstabilitet, kan dermed bli svekket.

Virkemiddelbruken i penge- og valutapolitikken fram til 5. november må blant annet ses på bakgrunn av de eksisterende retningslinjene for penge- og valutapolitikken, som slår fast at «innenfor de rammene det operative målet om stabil valutakurs setter, vil pengepolitikken i den nåværende konjunkturfase bli innrettet mot å bidra til at veksten i den innenlandske etterspørselen og aktiviteten ikke blir så sterk at pris- og kostnadsstigningen skyter fart». Etter vedvarende press mot kronen og en styrking av kronekursen innenfor rammene av det operative målet om stabil valutakurs, reduserte Norges Bank rentene. Det bidrag som pengepolitikken inntil da kan sies å ha gitt i retning av å dempe veksten i den innenlandske etterspørselen, falt dermed bort.

Etter rentenedsettelsen falt rentene i pengemarkedet med om lag  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng, og tremåneders eurorente falt til et nivå rundt  $4\frac{1}{4}$  prosent. Pengemarkedsrentene i Norge var med dette om lag på linje med ECU-renten. De første dagene etter rentenedsettelsen fortsatte presset mot kronen, men det avtok igjen, og fram til 22. november svekket kronen seg noe målt mot europeiske valutaer.

## Den økonomiske utviklingen

I Norges Banks brev til Finansdepartementet 14.

oktober 1996 gav banken uttrykk for sin vurdering av den økonomiske situasjonen, og banken gav sitt råd om utformingen av den økonomiske politikken. Banken la vekt på at det nå er klare tegn til press i norsk økonomi og risiko for tiltakende pris- og kostnadsvekst:

«Samtidig som kapasitetsutnyttelsen i økonomien er høy, ser veksten ut til å fortsette med stor styrke. Høyere reallønnsvekst i 1996 enn tidligere på 1990-tallet kan indikere et begynnende press i deler av arbeidsmarkedet, til tross for at arbeidsledigheten er høy i et historisk perspektiv. ... Risikoen for ytterligere press i økonomien neste år understreker (således) behovet for en stram finanspolitikk i 1997, minst på linje med den innstrammingen som regjeringen nå har foreslått i Nasjonalbudsjettet.»

Indikatorer for utviklingen i norsk økonomi som har kommet etter at budsjettbrevet ble sendt, underbygger ytterligere den vurdering Norges Bank gav i oktober. Det synes klart at norsk økonomi er inne i en markert konjunktur-oppgang.

Nyere tall synes å indikere enda klarere tegn til presstendenser i arbeidsmarkedet enn tidligere. Sysselsettingen har ifølge arbeidskraftundersøkelsen økt med om lag 74000 personer, eller  $3\frac{1}{2}$  prosent, det siste året. Yrkesdeltakingen er nå høyere enn noen gang tidligere. Det vil ifølge Arbeidsdirektoratet være eller oppstå mangel på arbeidskraft innen flere yrkesgrupper i løpet av 1997, blant annet innen deler av offentlig sektor, industri og bygge- og anleggsvirksomhet. Veksten i sysselsettingen og press i arbeidsmarkedet vil kunne bidra til økt samlet etterspørsel og stille store krav til partene i inntektsoppgjøret om en skal unngå at lønns- og kostnadsveksten tiltar.

Økningen i boligprisene det siste året har gitt husholdningene betydelige formuesgevinster. Husholdningenes boligformue kan anslås til minst 625 milliarder kroner. Med en prisstigning i boligmarkedet på noe over 10 prosent det siste året, kan formuesgevinsten for husholdningene i så fall anslås til nærmere 70 milliarder kroner. Tidligere erfaringer tyder på at slike formuesendringer vil slå ut i høyere privat forbruk og lavere sparing. Størrelsen på denne virkningen er imidlertid usikker, og vil trolig avhenge av blant annet husholdningenes forventninger om framti-

dig inntektsutvikling og om den videre utviklingen i boligmarkedet.

Rentenedgangen kan gi ytterligere stimulans til boligmarkedet og forventninger om fortsatt oppgang i boligprisene. Formuesstigningen i husholdningene vil på denne bakgrunn, og på bakgrunn av eventuelle forventninger om fremtidig inntektsvekst, også i større grad enn tidligere kunne slå ut i økt forbruk. I tillegg kommer eventuelle virkninger på samlet etterspørsel gjennom økte investeringer og impulser til bygge- og anleggssektoren.

Norges Bank vil understreke at en markert oppgang i økonomien som ikke har grunnlag i varig økt produksjonskapasitet eller produktivitet, vil bli avløst av en nedgang tilbake mot «normal» kapasitetsutnyttning. Slike svingninger vil i seg selv kunne innebære betydelige kostnader i form av blant annet feilinvesteringer, mistilpassninger i arbeidsmarkedet og stigende arbeidsledighet.

Norges Bank har merket seg at tilsvarende vurderinger er kommet til uttrykk blant annet i Nasjonalbudsjettet og i finansministerens innlegg i finansdebatten i Stortinget. I Nasjonalbudsjettet 1997 heter det:

«Høy lønnsomhet i deler av næringslivet og mangel på arbeidskraft i deler av økonomien har bidratt til at lønnsveksten har tatt seg opp i inneværende år. Risikoen for at økonomien ledes inn i en utvikling med pressproblemer og tiltakende kostnadsvekst er derfor klart til stede. I denne situasjonen er det avgjørende at den økonomiske politikken innrettes slik at veksten ikke blir sterkere enn det økonomien kan tåle. Historiske erfaringer har vist at en balansert og langvarig oppgang gir en bedre sysselsettingsutvikling og lavere ledighet på varig basis enn en kraftig, men kortvarig vekst.»

Det er mer usikkert *når* en markert og ytterligere økning i etterspørselen og press i arbeidsmarkedet vil slå ut i tiltakende pris- og kostnadsvekst. Styrken og hastigheten i gjennomslaget avhenger av kapasitetsutnyttningen, av hvilke etterspørselskomponenter som øker, og av psykologiske faktorer knyttet til forventninger om blant annet mulighetene for fremtidig sysselsetting, om fremtidig inntektsutvikling og om fremtidig prissigging.

Norges Banks anslag for utviklingen i pris- og kostnadsveksten viser en underliggende økning i pris- og kostnadsveksten neste år. Med et samlet opplegg for den økonomiske politikken neste år om lag som anslått i Nasjonalbudsjettet, tilsier disse anslagene at pris- og kostnadsveksten mot slutten av 1997 kan bli nærmere 1 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet for Norges handelspartnere.

En ytterligere vekst i etterspørselen innenlands, ut over det som er anslått i Nasjonalbudsjettet, må antas å medføre at risikoen for en sterkere pris- og kostnadsvekst tiltar. Det er videre grunn til å anta at det vil kreve betydelige innstramminger over lengre tid å få pris- og kostnadsveksten ned igjen – med de kostnader dette innebærer i form av blant annet økt arbeidsledighet – dersom pris- og kostnadsveksten først har kommet opp på et høyt nivå.

## Utformingen av penge- og valutapolitikken

Kronen har vært svært stabil siden den begynte å flyte 10. desember 1992. Dette har bakgrunn i en samlet sett balansert økonomisk utvikling for Norge, ikke bare i Norges Banks virkemiddelbruk. Stabiliteten i kronekursen har vært positiv, men den kan gi markedsaktørene foranledning til snevre tolkninger av hva som kan ligge i begrepet «stabil valutakurs» i et flytekursregime. Med frie kapitalbevegelser må en imidlertid, selv med en sterk virkemiddelbruk, i gitte situasjoner akseptere moderate fluktuasjoner i valutakursen.

Med en stabil kronekurs som operativt mål, vil pengepolitikken i Norge i stor grad måtte tilpasses pengepolitikken i de landene som kronen er knyttet opp mot. Norsk økonomi har i flere år vært inne i en periode med sterk vekst, mens de fleste andre europeiske land har vært inne i en lavkonjunktur som har gitt rentenedgang. Hvis kursstabilisering skulle tolkes innenfor snevre rammer, ville dette isolert sett trekke i retning av rentenedgang også i Norge. På den annen side kunne hensynet til utviklingen i norsk økonomi isolert sett tilsi en innstramming i pengepolitikken, blant annet på bakgrunn av en kraftig økning særlig i rentefølsomme deler av etterspørselen, herunder blant annet forbruket av varige konsumvarer, investeringer og utviklingen i boligmarkedet.



De eksisterende retningslinjene for penge- og valutapolitikken legger begrensninger på hvor kraftig virkemidlene i pengepolitikken kan innrettes for å holde kronekursen stabil. I de utfyllende retningslinjene heter det blant annet at det ikke er aktuelt å benytte så sterke virkemidler når det gjelder kjøp og salg av kroner og kortsiktige renteendringer for å holde kronekursen som under et fastkursregime. I selve forskriften heter det at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet». Forskriften slår dessuten fast at det ikke gjelder særskilte svingningsmarginer for kronekursen.

Disse retningslinjene er utformet på bakgrunn av den betydelige valutauro som fant sted i de europeiske valutamarkedene fra høsten 1992 til høsten 1993. Et vesentlig siktemål med systemet med stabil valutakurs som målsetting var et behov for å forankre den innenlandske pris- og kostnadsutviklingen til en lav og stabil prisstigning internasjonalt. En kurspolitikk som bidrar til en særnorsk prisstigning, ville etter Norges Banks oppfatning undergrave valutakursens rolle som nominelt anker.

Norges Bank vil samtidig understreke at hensynet til valutakursen vil måtte tillegges vesentlig vekt ved utformingen av pengepolitikken. I en liten, åpen økonomi som den norske vil valutakursen være sentral både for prisutviklingen og utviklingen i realøkonomien. Det er derfor etter Norges Banks vurdering ikke hensiktsmessig å åpne for større kursvariasjoner enn det som er forenlig med de overordnede målene for den økonomiske politikken.

Etter Norges Banks vurdering må en imidlertid innenfor de eksisterende retningslinjene og i lys av hvordan penge- og valutamarkedene fungerer, akseptere visse kortsiktige variasjoner i valutakursen. Over tid vil en gjennom en slik utøvelse av pengepolitikken kunne oppnå større troverdighet i penge- og valutapolitikken og sikre at utviklingen i økonomien blir mer stabil på lengre sikt.

En slik innretning av pengepolitikken over konjunkturforløpet vil i noen grad også kunne bidra til å stabilisere utviklingen i etterspørselen innenlands. Derigjennom styrkes i noen grad også de samlede styringsmulighetene i den økonomiske politikken.

Norges Bank vil imidlertid understreke at hovedansvaret for stabiliseringen av den økono-

miske utviklingen, tilligger finanspolitikken. En finanspolitikk utformet i samsvar med situasjonen i norsk økonomi og de overordnede målene for den økonomiske politikken, er en grunnleggende forutsetning for å realisere en stabil økonomisk utvikling. Utviklingen i norsk økonomi og i den konkurranseutsatte delen av næringslivet er på lang sikt først og fremst avhengig av tilgangen på realressurser i økonomien, noe som igjen forutsetter at finanspolitikken ikke danner grunnlag for et vedvarende press på ressursene. Det er i denne sammenhengen uansett begrenset hva pengepolitikken kan bidra med, dersom finanspolitikken ikke er i samsvar med situasjonen i økonomien og målene for norsk økonomisk politikk.

Norges Bank vil samtidig understreke at det eksisterende pengepolitiske styringssystemet, herunder den stabile kursens rolle som nominelt anker, bygger på at ansvarsfordelingen mellom pengepolitikken, finanspolitikken og inntektspolitikken fungerer etter forutsetningene. Norges Bank er i sentralbanklovens §3 pålagt å «underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken». Norges Bank vil, om det skulle bli nødvendig, komme tilbake til spørsmålet om en eventuell endring av retningslinjene for penge- og valutapolitikken.

## Samlet vurdering

Etter Norges Banks vurdering er norsk økonomi inne i en markert konjunkturoppgang. Det er klare tegn til press i økonomien og risiko for tiltakende pris- og kostnadsvekst.

Det eksisterende styringssystemet i penge- og valutapolitikken bygger på at ansvarsfordelingen mellom pengepolitikken, finanspolitikken, og inntektspolitikken fungerer etter forutsetningene. Etter Norges Banks vurdering må alle elementer i den økonomiske politikken bidra til å forhindre en utvikling som skaper store ubalanser i økonomien.

Norges Bank legger til grunn at de eksisterende retningslinjene for penge- og valutapolitikken i tilstrekkelig grad sikrer at pengepolitikken ikke leder til økonomisk ustabilitet, men Norges Bank vil, dersom det blir nødvendig, komme tilbake til spørsmålet om en eventuell endring i det pengepolitiske styringssystemet

# «FINANSSTATISTIKK» – NYTTIG PUBLIKASJON FOR MAKROANALYSE AV

## FINANSNÆRINGEN

«Finansstatistikk» er en ny publikasjon av året fra Norges Bank. Publikasjonen er resultatet av et arbeid som ble igangsatt høsten 1994 for å sette Norges Banks statistikkavdeling i stand til å overta Kredittilsynets og Statistisk sentralbyrås arbeid med å produsere løpende statistikk for private og offentlige banker, finansieringsselskaper, kredittforetak og verdipapirfond. Rent konkret har Norges Bank overtatt Statistisk sentralbyrås oppgaver med innhenting, registrering, kontroll, revisjon, bearbeiding og detaljert publisering av månedlig regnskapsstatistikk for de nevnte finansinstitusjonene. Videre tok Norges Bank over drift og vedlikehold av den felles databasen for denne statistikken. I tillegg har Norges Bank overtatt Kredittilsynets arbeid med revisjon av innrapporterte regnskapsdata for statistikkformål.<sup>1</sup>

Overføringen av oppgavene skjedde formelt sett 1. januar 1996, men i praksis fra og med arbeidet med månedsrapportene for januar 1996. Første nummer av «Finansstatistikk» kom ut i slutten av mars, og det vil bli utgitt 13 nummer i år. I ordinære driftsår vil det bli publisert 17 nummer.

På *månedsbasis* dekker «Finansstatistikk»:

- Balanse med spesifikasjoner for
  - Norges Bank
  - forretningsbanker inkl. Postbanken
  - sparebanker
  - statlige låneinstitutter
  - kredittforetak.

Spesifikasjonene viser

- eiendeler og gjeld fordelt på finansobjekter og på innenlandsk/utenlandsk valuta
- sektorisering av eiendelspostene sertifikater, ihendehaverobligasjoner og utlån
- sektorisering av gjeldspostene innskudd og lån.

I tillegg gis samletabeller for institusjonsgruppene

- utlån til kommuner, ikke-finansielle foretak og husholdninger, fordelt på utlånstype
- fordringer og gjeld overfor utlandet, fordelt på finansobjekter.
- For finansieringsselskaper dekkes utlån etter låntakersektor månedlig.

*Kvartalsvis* gir publikasjonen:

- Balanse for finansieringsselskaper, med spesifikasjoner stort sett som månedstallene for de øvrige institusjonsgruppene.
- Kvartalsvis resultatregnskap for
  - Norges Bank
  - forretningsbanker inkl. Postbanken
  - sparebanker
  - statlige låneinstitutter
  - kredittforetak
  - finansieringsselskaper.
- Samletabeller med tidsserier for
  - utlån etter låntakersektor fra Norges Bank, forretningsbanker inkl. Postbanken, sparebanker, statlige låneinstitutter, kredittforetak, finansieringsselskaper og forsikrings-selskaper (data utarbeidet av SSB)
  - innskudd etter innsklytterssektor i Norges Bank, forretningsbanker inkl. Postbanken og sparebanker.
- Rentestatistikk, med:
  - rente- og provisjonssatser for utlån fra forretningsbanker inkl. Postbanken, sparebanker, statlige låneinstitutter, kredittforetak og finansieringsselskaper
  - rentesatser for innskudd i forretningsbanker inkl. Postbanken og sparebanker.

Av *årsstatistikk* har Norges Bank foreløpig bare publisert årsbalanse med spesifikasjoner for verdipapirfondene. For de øvrige institusjonsgruppene vil de første årsdataene som publiseres av Norges Bank, være tallene for 1996, og disse dataene kommer i et eget hefte i 1997.

Data som publiseres i «Finansstatistikk», bygger på de samme prinsipper og definisjoner som benyttes i Statistisk sentralbyrås og Norges Banks øvrige kredittmarkedsstatistikk. Valg av dataspesifikasjoner og bearbeiding foregår i nært samarbeid mellom Kredittilsynet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå. Dataene i «Finansstatistikk» som er publisert f.o.m. januar 1996, reflekterer innføringen av nye rapportkoder som følge av tilpasningen til nye regnskaps-

<sup>1</sup> Bakgrunnen for overføringen av statistikkansvaret til Norges Bank er omtalt i Penger og Kreditt 1994/3.

forskrifter for banker m.v. og nye internasjonale krav til sektor- og næringskoder.

«Finansstatistikk» koster kr. 550 i årsabonnement for 1997. Abonnement kan bestilles fra Norges Bank, Abonnementsservice, Postboks

1179 Sentrum, 0107 Oslo. Bestilling kan også skje over telefaks (22 31 64 16), internett ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) eller e-post ([central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)).

## NYE ARBEIDSNOTATER OG REPRINTS FRA NORGES BANK

Norges Banks arbeidsnotater inneholder hovedsakelig forskningsarbeider og utredninger som ikke nødvendigvis har fått sin endelige form, og utgis blant annet for at forfatteren kan motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Reprint-serien inneholder opptrykk av artikler som er blitt publisert i internasjonale fagtidsskrifter eller fagbøker. Publikasjonene kan bestilles ved henvendelse til Norges Bank, Biblioteket, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

*Kari H. Eika, Neil R. Ericsson og Ragnar Nymoen:* «Hazards in implementing a monetary conditions index». *Arbeidsnotat 1996/9, 36 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-098-9*

Enkelte nyere studier har foreslått å benytte en «Monetary Conditions Index» (eller MCI) som en indikator på hvordan pengepolitikken virker på økonomien. Sentralbankene i Canada, Sverige og Norge har alle laget en MCI for sine land, og bruker den også (i varierende grad) som et hjelpemiddel for utøvelse av pengepolitikk. En MCI konstrueres som en veiet sum av en kort-siktig rentesats og den effektive valutakursen. Vektene tar sikte på å reflektere disse variabelenes effekt på mer primære målvariable for den økonomiske politikken, som aktivitetsnivå og inflasjon.

I dette arbeidsnotatet - som også er utgitt som International Finance Discussion Paper No 568 fra Federal Reserve, Board of Governors - drøftes økonometriske aspekter ved konstruksjonen av MCIs. Det vises teoretisk at egenskaper som er vesentlige for relevansen av en MCI, neppe er oppfylt. Empirisk analyse av MCIs for Canada, Norge og Sverige bekrefter at slike vanskeligheter gjør seg gjeldende for disse modellene. Dermed er det reist tvil om verdien av en MCI for økonomisk politikk.

*Bjørn Naug og Ragnar Nymoen:* «Pricing to Market in a Small Open Economy». *Reprint no. 21. Oktober 1996. Reprint fra Scandinavian Journal of Econometrics, 98 (3), 329-350, 1996. ISSN 0802-8079*

Forfatterne undersøker bestemmelsen av norske importpriser på industrivarer over perioden 1970(1)-1991(4). De estimerer en langsiktig sammenheng mellom importpriser, utenlandske priser, valutakurs og enhetskostnader i norsk industri. Denne kointegrasjonslikningen blir så innarbeidet i en dynamisk modell for importprisene, som blant annet inneholder effekter av innenlandsk ledighet og inflasjon. Samlet sett gir analysen støtte til en antakelse om at importprisene ikke utelukkende blir bestemt av verdensmarkedsprisene, men at de også påvirkes av stramheten i norsk økonomi. Resultatene har relevans for analysen av inflasjonseffektene av for eksempel finans- og pengepolitikken.

*Øyvind Eitrheim og Timo Teräsvirta:* «Testing the Adequacy of Smooth Transition Autoregressive Models». *Reprint nr. 22. November 1996. Reprint fra Journal of Econometrics, 74 (1), 59-75, 1996. ISSN 0802-8079*

Modeller med gradvis parameterovergang (smooth transition) tilhører en fleksibel klasse av ikke-lineære tidsseriemodeller som også benyttes til å modellere økonomiske data. I denne artikkelen viser vi hvordan vi kan evaluere slike modeller ved hjelp av lagrange multiplikatortester (LM). Vi ser på to tester, henholdsvis mot autokorrelasjon og utelatt ikke-linearitet i modellresidualene. LM-testene blir sammenliknet med relevante alternative tester, og simuleringresultatene tyder på at LM-testene, som det er enkelt å beregne, har tilfredsstillende egenskaper selv for moderate utvalgsstørrelser.

# 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.  
10. desember 1996.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente <sup>1)</sup>	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente <sup>1)</sup>	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
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	-	-	2,6
September	01.-15.	7,0	3,8	0,0	2,0	4,67	0,7	4,72	3,3
	16.-30.	7,0	3,8	0,1	5,3	4,66	0,2	-	6,2
Oktober	01.-15.	7,0	3,9	0,1	0,8	4,67	3,0	4,74	5,6
	16.-31.	7,0	3,6	0,0	-	-	2,0	4,69	4,2
November	01.-15.	7,0	3,9	0,1	-	-	19,1	4,35	6,2
	16.-30.	7,0	3,9	0,7	4,3	4,17	4,2	4,20	3,7

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
-06.01. 1993:	11,00%	11,6%	9,00%	9,4%
07.01.-14.01.:	10,50%	11,0%	"	"
15.01.-02.02.:	10,00%	10,5%	"	"
03.02.-07.02.:	9,75%	10,2%	8,75%	9,1%
08.02.-21.02.:	9,50%	9,9%	8,50%	8,8%
22.02.-07.03.:	9,25%	9,7%	8,25%	8,6%
08.03.-11.03.:	9,00%	9,4%	8,00%	8,3%
12.03.-31.03.:	8,75%	9,1%	7,75%	8,0%
01.04.-19.04.:	8,50%	8,8%	7,50%	7,8%
20.04.-25.04.:	8,25%	8,6%	7,25%	7,5%
26.04.-28.04.:	8,00%	8,3%	7,00%	7,2%
29.04.-24.05.:	7,75%	8,0%	6,75%	7,0%
25.05.-13.06.:	7,50%	7,8%	"	"
14.06.-20.06.:	"	"	6,50%	6,7%
21.06.-27.06.:	"	"	6,25%	6,4%
28.06.-02.08.:	"	"	6,00%	6,2%
03.08.-25.10.:	"	"	5,50%	5,6%
26.10.-18.11.:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
19.11.-29.12.:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
30.12.93-08.02.94:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
09.02.94-07.03.96:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
08.03.96-05.11.96:	6,50%	6,7%	4,50%	4,6%
06.11.96-	6,00%	6,2%	4,00%	4,1%

## 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 (gitt 17. august 1994) gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til sikkerhet for D-lån. Som sikkerhet aksepteres fastrenteinnskudd i Norges Bank og verdipapirer som er pantsatt til fordel for Norges Bank. Beregningsgrunnlaget for D-lån settes lik forvaltningskapitalen fratrukket D-lån.

*f.o.m. 01.09.95* (Se rundskriv nr. 4/16. august 1995) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994. Det innføres krav til full sikkerhet for bankenes dagslån i Norges Bank. Pantesikkerheten vil kunne endres daglig.

*f.o.m. 01.09.96* (Se rundskriv nr. 5/23. august 1996) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994. Filialer i Norge av finansinstitusjoner utenfor EØS-området gis adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Antall papirer som aksepteres som sikkerhet for D-lån utvides, bl.a. til bankers eierandeler i verdipapirfond som etter sine vedtekter kun kan investere i norske statspapirer.

*f.o.m. 31.10.96* (Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996) Norges Bank innfører gjenkjøpsavtaler i norske statsobligasjoner for å kunne tilføre likviditet til pengemarkedet. I første omgang inngås gjenkjøpsavtaler bare med bankene, inkludert filialer av utenlandske banker i Norge. Gjenkjøpsavtalene vil delvis erstatte fastrentelånene til bankene.

## FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

### Emisjonsregulering

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

*Ingen av kredittovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.*

# Tabeller til Penger og Kreditt 3/96

## 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. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag
  9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
  10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag
  - 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
  - 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt
- ## Verdipapirstatistikk
12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
  13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi
  14. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
  15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
  16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
  17. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
  18. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
  19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi
- ## Kreditt- og likviditetsutvikling
20. Markedslån. Beholdningstall
  21. Kredittindikator og pengemengde
  22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde
  - 23a. Endringer i pengemengden etter kilde
  - 23b. Sammensetningen av pengemengden
  24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
  25. Pengemarkedets likviditet

## Rentestatistikk

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

## Resultat- og kapitaldekningsdata

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

## Valutakurser

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

Merk:

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

39. Internasjonale kursforhold

## Utenriksøkonomi

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

## Internasjonale kapitalmarkeder

42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
43. Bankenes internasjonale fordringer, 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	31/8 1996	30/9 1996	31/10 1996
<b>Fordringer på utlandet</b>	153 865	151 481	178 703	193 238	208 913
Internasjonale reserver	141 521	143 696	165 845	176 138	196 243
Plassering av Statens Petroleumsfond	—	—	2 014	2 023	2 027
Andre fordringer på utlandet	12 344	7 785	10 844	15 077	10 643
<b>Fordringer på norske finansinstitusjoner</b>	5 292	10 097	8 764	147	177
Lån til private banker	5 660	10 069	8 782	188	127
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrek	192	83	37	14	105
Avsetning på tap på utlån til banker	-560	-55	-55	-55	-55
<b>Fordringer på statsforvaltningen</b>	14 245	18 831	14 095	13 927	13 600
Ihendehaverobligasjoner	9 778	11 669	10 440	10 498	10 554
Andre verdipapirer	3 913	6 388	3 039	2 778	2 578
Andre fordringer	554	744	616	651	468
<b>Fordringer på andre norske sektorer</b>	1 034	1 265	1 005	1 136	1 027
Verdipapirer og utlån	616	594	539	541	537
Andre fordringer	418	671	466	595	490
<b>Varebeholdning produksjonsbedrifter</b>	112	40	43	41	41
<b>Varige driftsmidler</b>	2 364	2 281	2 245	2 241	2 232
<b>Kursreguleringer</b>	—	—	617	1 062	2 863
<b>Kostnader</b>	—	—	4 022	4 224	4 093
<b>Eiendeler i alt</b>	176 912	183 995	209 494	216 016	232 946
<b>Gjeld til utlandet</b>	13 005	8 627	11 749	15 974	11 662
NOK-gjeld til IMF	6 577	4 400	4 346	4 343	4 468
Annen gjeld til utlandet	6 428	4 227	7 403	11 631	7 194
<b>Sedler og mynt i omløp</b>	40 454	42 069	38 625	40 980	38 973
<b>Innenlandske innskudd</b>	90 874	102 711	117 322	115 858	137 589
Statskassen	82 624	94 912	107 290	103 408	116 609
Statens Petroleumsfond	—	—	2 014	2 023	2 027
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	3 544	3 349	2 972	2 952
Private banker	1 102	979	1 669	4 620	13 143
Andre finansinstitusjoner	2 149	3 162	2 881	2 708	2 739
Andre norske sektorer	174	114	119	127	119
<b>Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen</b>	0	0	3 628	4 001	4 451
<b>Annen innenlands gjeld</b>	486	221	225	323	243
<b>Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF</b>	1 662	1 576	1 569	1 572	1 551
<b>Fond</b>	30 431	28 791	28 791	28 791	28 791
<b>Kursreguleringer</b>	—	—	—	—	—
<b>Inntekter</b>	—	—	7 585	8 517	9 686
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	176 912	183 995	209 494	216 016	232 946
<b>Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:</b>					
Valuta solgt på levering	1 332				
Valuta kjøpt på levering	2 768				
Derivater solgt	6 077				
Derivater kjøpt	1 134				
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	319				



Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	31/12 1994	31/12 1995	31/8 1996	30/9 1996	31/10 1996
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	2 926	2 536	2 172	2 042
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 976	5 984	6 010	5 742
Lån til IMF	653	673	750	747	763
Bankinnskudd i utlandet	3 506	4 376	1 635	4 679	3 805
Utenlandske statskasseveksler	17 195	8 678	11 935	12 314	11 786
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	107 370	124 711	127 957	145 330
Utlån utenlandske banker	21 068	9 787	16 271	20 170	24 086
Opplyente, ikke forfalte renter	3 202	3 626	3 752	3 828	4 461
<b>Totalt</b>	<b>141 521</b>	<b>143 696</b>	<b>167 859</b>	<b>178 161</b>	<b>198 270</b>

<sup>1)</sup> Inkl. Statens Petroleumsfond f.o.m. mai 1996, jfr. tabell 1.

Kilde: Norges Bank

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

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 810	5 996	4 597	4 000	3 888
Utlån i alt	180 803	179 536	183 946	176 959	178 828
Herav:					
Til publikum	176 663	175 439	175 328	171 716	172 396
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 531	3 531
Andre eiendeler	12 762	8 952	11 949	10 041	12 980
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>203 916</b>	<b>198 025</b>	<b>204 033</b>	<b>194 531</b>	<b>199 227</b>
Ihendehaverobligasjonslån	16 869	11 078	12 396	12 531	13 479
Herav:					
I norske kroner	16 166	10 387	11 744	11 872	12 820
I utenlandsk valuta	703	691	652	659	659
Andre lån	154 487	155 019	155 141	151 205	151 468
Herav:					
Statskassen	153 598	153 860	153 538	149 900	149 187
Annen gjeld m.v.	22 455	21 538	25 987	20 538	24 025
Aksjekapital, fond	10 105	10 390	10 509	10 257	10 255
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>203 916</b>	<b>198 025</b>	<b>204 033</b>	<b>194 531</b>	<b>199 227</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning	3 121	3 340	3 014	3 798	3 566
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank <sup>2)</sup>	4 365	2 289	4 023	4 228	4 662
Innskudd i forretnings- og sparebanker	12 128	7 313	15 265	17 316	15 973
Innskudd i utenlandske banker	17 383	14 329	22 749	19 930	18 862
Stats sertifikater	24 657	17 539	19 639	21 751	20 445
Andre sertifikater	16 375	15 435	20 304	18 626	21 831
Stats- og statsbankobligasjoner	35 671	29 590	32 103	32 629	29 561
Andre ihendehaverobligasjoner	21 350	20 963	22 355	24 123	25 222
Lån til utlandet	22 610	24 033	27 944	31 105	31 102
Utlån til publikum	504 750	521 352	533 188	552 339	567 363
Herav:					
I utenlandsk valuta	29 264	29 147	27 952	27 995	28 050
Utlån til private finansinstitusjoner	14 126	10 094	19 247	22 395	20 939
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	53 746	29 496	50 929	29 746	48 168
Andre eiendeler <sup>3)</sup>	44 679	40 336	54 817	55 300	50 973
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>774 961</b>	<b>736 109</b>	<b>824 817</b>	<b>833 286</b>	<b>858 667</b>
Innskudd fra publikum	451 418	454 468	468 519	475 762	465 004
Herav:					
I utenlandsk valuta	19 643	18 517	22 148	18 789	20 239
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	12 138	9 647	11 392	12 318	14 454
Innskudd fra private finansinstitusjoner	24 476	23 376	30 339	29 302	30 535
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	53 179	37 580	61 294	37 279	56 047
Innlån i form av banksertifikater	22 122	17 816	29 086	31 844	36 166
Lån og innskudd fra Norges Bank	7 511	10 474	7 398	6 238	450
Lån og innskudd fra utlandet	47 900	38 259	58 837	72 950	73 683
Annen gjeld	102 982	89 621	100 641	108 134	120 822
Aksje-/grunnfondskapital	20 835	21 084	22 313	22 621	22 853
Avsetninger, fond etc.	24 412	26 014	32 179	31 915	31 758
Nettoinntekt	7 988	7 770	2 819	4 923	6 895
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>774 961</b>	<b>736 109</b>	<b>824 817</b>	<b>833 286</b>	<b>858 667</b>
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	47 371	47 378	60 764	63 509	63 551
Gjeld overfor utlandet	68 583	60 858	84 487	98 550	98 958

<sup>1)</sup> Omfatter også Postbanken.

<sup>2)</sup> Fom. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

<sup>3)</sup> Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	9 358	9 223	12 453	12 307	13 304
Foretak <sup>2)</sup>	160 737	168 599	170 844	179 067	183 898
Husholdninger <sup>3)</sup>	334 655	343 530	349 891	360 965	370 161
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>504 750</b>	<b>521 352</b>	<b>533 188</b>	<b>552 339</b>	<b>567 363</b>
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	23 170	25 613	31 707	35 933	30 259
Foretak <sup>2)</sup>	120 789	125 057	131 213	123 116	123 216
Husholdninger <sup>3)</sup>	307 459	303 798	305 599	316 713	302 529
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>451 418</b>	<b>454 468</b>	<b>468 519</b>	<b>475 762</b>	<b>465 004</b>

<sup>1)</sup> Omfatter også Postbanken

<sup>2)</sup> Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

<sup>3)</sup> Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)<sup>2)</sup>

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	9 633	5 121	10 115	8 865	10 530
Sertifikater	3 617	3 222	4 655	3 874	4 081
Stats- og statsbankobligasjoner	1 991	1 919	2 224	1 592	1 542
Andre ihendehaverobligasjoner	13 033	12 999	13 462	14 714	14 565
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	743	631	436	459	348
Publikum	62 461	62 289	64 808	62 998	62 880
Andre	9 171	9 913	9 850	12 683	11 484
Andre eiendeler	3 865	3 995	5 934	2 863	3 168
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>104 514</b>	<b>100 089</b>	<b>111 484</b>	<b>108 048</b>	<b>108 598</b>
Sertifikater	11 551	9 394	18 103	18 317	17 761
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>1)</sup>	41 069	39 327	39 617	35 876	38 019
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta <sup>1)</sup>	25 869	26 718	30 331	29 836	30 618
Andre innlån	10 892	10 532	11 845	12 304	10 401
Egenkapital	8 666	7 676	7 898	7 857	7 857
Annen gjeld	6 467	6 442	3 690	3 858	3 942
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>104 514</b>	<b>100 089</b>	<b>111 484</b>	<b>108 048</b>	<b>108 598</b>

<sup>1)</sup> Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

<sup>2)</sup> Posteringer er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)<sup>3), 4)</sup>

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	935	1 069	675	889	686
Sertifikater	49	12	22	10	5
Ihendehaverobligasjoner	13	14	13	13	13
Utlån <sup>1)</sup> (brutto)	32 653	34 539	28 306	28 269	30 924
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	28 909	30 487	24 898	26 308	28 387
Utlån til andre sektorer (netto)	434	442	2 035	651	1 070
Andre eiendeler <sup>2)</sup>	-291	-204	-343	964	931
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>33 359</b>	<b>35 430</b>	<b>28 673</b>	<b>30 145</b>	<b>32 559</b>
Sertifikater	3 610	3 881	2 575	2 060	1 935
Ihendehaverobligasjonslån	1 110	1 160	280	270	255
Lån fra andre enn banker	11 547	13 755	4 905	4 464	4 377
Lån fra banker	8 710	7 490	13 153	15 335	17 675
Annen gjeld m.v.	4 280	4 698	3 646	4 311	4 599
Kapital, fond	4 102	4 446	4 114	3 705	3 718
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>33 359</b>	<b>35 430</b>	<b>29 673</b>	<b>30 145</b>	<b>32 559</b>

<sup>1)</sup> Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

<sup>2)</sup> Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

<sup>3)</sup> Posteringer er endret i balansen for 1996 tilpasset nye regnskapsforskrifter.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	12 846	8 746	8 796	8 541	9 317
Norske sertifikater	16 617	17 144	19 988	22 451	18 083
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	2 681	3 539	4 073	2 396	2 211
Norske ihendehaverobligasjoner	72 780	75 683	75 362	74 245	76 908
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	18 007	20 808	26 227	32 157	33 595
Norske aksjer og andeler	19 066	18 648	19 095	19 271	19 584
Utenlandske aksjer og andeler	5 078	5 908	7 161	8 570	9 853
Utlån til publikum	59 027	57 163	52 007	51 479	50 449
Utlån til andre sektorer	1 568	1 499	2 013	1 094	717
Andre spesifiserte eiendeler	19 854	21 843	21 127	25 355	25 912
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>227 524</b>	<b>230 981</b>	<b>235 849</b>	<b>245 559</b>	<b>246 629</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.<sup>1)</sup> Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 515	2 466	2 859	2 830	3 024
Norske ihendehaverobligasjoner	35 104	35 866	36 547	37 728	38 041
Utlån til publikum	6 080	5 870	5 640	5 480	5 290
Andre spesifiserte eiendeler	12 941	13 627	13 964	14 493	15 038
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>56 640</b>	<b>57 829</b>	<b>59 009</b>	<b>60 531</b>	<b>61 393</b>

<sup>1)</sup> Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 287	8 161	7 899	8 350	8 167
Norske sertifikater	8 053	6 881	6 739	8 439	8 565
Utenlandske sertifikater	633	1 147	897	540	678
Norske ihendehaverobligasjoner	15 371	16 704	16 586	16 735	15 798
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 630	6 970	7 219	7 495	8 378
Norske aksjer	8 005	8 018	8 827	9 360	9 598
Utenlandske aksjer	3 326	3 575	3 828	3 410	3 087
Utlån til publikum	4 046	4 052	3 980	3 853	3 741
Utlån til andre sektorer	516	421	288	108	114
Andre spesifiserte eiendeler	15 042	14 898	14 190	14 790	15 252
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>69 909</b>	<b>70 827</b>	<b>70 453</b>	<b>73 080</b>	<b>73 378</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/12 1995
Bankinnskudd	1 824	2 390	2 521	2 718	3 422
Stats- og statsbanksertifikater	2 114	1 687	783	1 132	1 343
Andre norske sertifikater	5 914	6 131	7 695	9 397	10 372
Utenlandske sertifikater	5	260	163	178	323
Stats- og statsbankobligasjoner	3 689	3 947	3 772	3 969	3 852
Andre norske obligasjoner	7 873	8 929	9 101	9 484	8 669
Utenlandske obligasjoner	572	592	625	674	704
Norske aksjer	11 764	11 176	12 096	12 233	12 822
Utenlandske aksjer	1 742	1 781	1 898	2 047	2 116
Andre eiendeler	1 648	1 620	1 737	1 831	1 871
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>37 144</b>	<b>38 413</b>	<b>40 391</b>	<b>43 663</b>	<b>45 496</b>

Kilde: Norges Bank og SSB

Tabell 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Statsforvaltningen	612	753	761	714	755
Norske banker	708	1 319	1 491	1 413	1 562
Øvrige finansinstitusjoner	4 140	4 928	5 396	5 618	5 784
Kommuneforvaltning og -foretak	1 078	2 840	3 232	3 148	2 887
Øvrige foretak	6 465	7 916	9 319	9 557	9 436
Husholdninger	21 902	27 020	29 589	31 722	32 542
Utlandet	314	405	483	567	670
<b>Andelskapital i alt</b>	<b>35 222</b>	<b>45 182</b>	<b>50 273</b>	<b>52 738</b>	<b>53 636</b>

Kilde: Norges Bank

## Verdipapirstatistikk

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	58 910	58 919	61 046	67 967	67 048
Offentlige finansinstitusjoner <sup>1)</sup>	314	323	309	285	343
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	2 417	5 060	5 515	5 646	7 527
Forsikringsselskaper m.v.	25 631	30 289	31 554	33 500	34 022
Øvrige finansinstitusjoner	341	343	353	341	327
Kommuneforvaltning og -foretak	125	185	195	832	1 076
Stallig eide foretak m.v.	5 029	5 406	5 405	6 845	6 886
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	11 478	12 667	14 591	16 803	17 918
Øvrige ikke-finansielle foretak	50 847	57 049	60 157	63 162	73 186
Husholdninger	27 270	31 625	33 571	33 702	35 113
Utlandet	77 945	96 067	105 156	122 596	117 056
Ufordelt	3	1 405	1 583	6	9
<b>I alt</b>	<b>260 312</b>	<b>299 338</b>	<b>319 434</b>	<b>351 686</b>	<b>360 512</b>

<sup>1)</sup> Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

<sup>2)</sup> Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

<sup>3)</sup> Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Sparebanker	5 193	5 649	5 657	5 717	5 821
Forretningsbanker	12 563	12 578	12 578	12 600	12 830
Forsikringselskaper	956	1 196	1 206	1 439	1 439
Andre finansinstitusjoner	400	288	288	1 822	1 822
Stattlig eide foretak	5 329	5 376	5 187	5 531	5 531
Øvrige ikke fin. selskaper	25 216	27 234	25 702	25 587	24 906
Utlandet	1 615	1 657	1 927	1 119	1 147
Ufordelt	0	768	33	0	0
I alt	51 271	54 746	52 578	53 816	53 496

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2.håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.<sup>3)</sup> Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene <sup>1)</sup>	Forretnings- og spare- banker <sup>2)</sup>	Forsik- ringssel- skaper m.v.	Øvrige finans- inst.	Kommunal forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>4)</sup>
Forretningsbanker	-2 609	315	386	9	3	96	286	1 531	8	26
Forsikringselskaper	-302	-335	-453	-0	-0	2 372	-239	-1 039	8	12
Andre finansinstitusjoner	0	55	3	0	0	-54	-10	-4	10	-0
Stattlig eide foretak	161	180	79	-5	4	271	-132	-521	15	52
Øvrige ikke fin. selskaper	-370	2 056	-1 277	-30	242	4 135	-3 139	401	386	2 403
Utlandet	-2	1 379	33	2	-0	79	208	-2 226	-86	-613
Ufordelt	0	60	-0	-0	-0	85	117	0	-0	262
I alt	-3 122	3 710	-1 229	-24	250	6 984	-2 909	-1 858	342	2 142

<sup>1)</sup> Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

<sup>2)</sup> Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

<sup>3)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>4)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	40 539	39 837	39 736	38 836	37 994
Norges Bank	9 753	11 890	10 083	9 942	9 924
Statlige låneinstitutter <sup>1)</sup>	19 808	5 464	3 152	2 640	2 852
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	47 257	59 927	65 156	63 144	61 563
Forsikringselskaper m.v.	119 405	134 816	132 183	134 167	143 900
Øvrige finansinstitusjoner	19 152	17 424	15 014	13 943	12 948
Kommuneforvaltning og -foretak	6 216	6 482	6 701	6 442	6 381
Stallig eide foretak m.v.	2 420	2 865	2 490	2 209	2 203
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	11 507	12 531	14 189	14 256	14 635
Øvrige ikke-finansielle foretak	21 803	20 292	21 416	21 116	22 139
Husholdninger	8 052	9 087	8 595	8 513	8 622
Utlandet	8 570	12 160	9 227	9 868	12 282
Ufordelt	49	716	537	13	13
I alt	314 530	333 491	328 481	325 090	335 455

1) Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

2) Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

3) Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Statsforvaltningen	110 839	123 565	118 382	121 929	123 750
Statlige låneinstitutter <sup>1)</sup>	17 724	14 765	12 702	12 702	13 886
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	54 790	53 431	56 572	55 141	59 705
Private kreditforetak	53 029	51 518	48 795	44 797	45 748
Andre finansinstitusjoner	1 568	2 340	2 330	2 280	2 280
Kommuneforvaltning og -foretak	43 628	42 779	42 559	42 027	42 869
Stallig eide foretak m.v.	8 026	8 956	8 979	9 871	11 373
Øvrige ikke-finansielle foretak	16 333	15 792	16 282	16 550	16 469
Husholdninger	840	1 124	1 096	1 089	986
Utlandet	1 040	1 100	2 554	3 241	3 241
Ufordelt	0	1 154	0	0	0
I alt	307 818	316 525	310 250	309 629	320 307

1) Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

2) Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

Låntakersektor	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene <sup>1)</sup>	Forretnings- og spare- banker <sup>2)</sup>	Forsik- ringssel- skaper m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>4)</sup>
Statsforvaltningen	-3 789	-2 261	3 793	-391	159	1 346	203	1 064	98	222
Statlige låneinstitutter <sup>1)</sup>	-2 415	-464	2 330	-5	-170	-64	4	-92	0	-877
Forretnings- og sparebanker	228	2 984	2 763	-47	-202	357	44	96	49	6 272
Kredittforetak	-487	-19	-607	-3 838	30	-338	-72	-509	67	-5 773
Andre finansinstitusjoner	4	-155	27	131	-32	62	-35	-62	0	-60
Kommuneforvaltning og -foretak	-364	845	-351	-143	-29	330	35	-239	38	122
Statlig eide foretak m.v.	139	1 218	2 117	32	85	-1 214	11	-91	1	2 298
Øvrige ikke-finansielle foretak	265	151	383	-51	71	-398	67	116	5	610
Husholdninger	0	3	-84	-1	-22	-14	-20	-2	1	-138
Utlandet	0	-5	1 109	-18	0	45	10	0	0	1 141
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	-6 419	2 298	11 480	-4 331	-110	114	248	281	258	3 818

<sup>1)</sup> Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

<sup>2)</sup> Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

<sup>3)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>4)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordelinger mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1994	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Stats- og trygdeforvaltningen	745	2 525	2 530	3 960	4 328
Norges Bank	3 914	6 388	1 622	1 929	2 777
Stallige låneinstitutter <sup>1)</sup>	11 733	887	770	365	1 309
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	15 937	31 192	38 331	39 073	42 118
Forsikringselskaper m.v.	24 851	29 707	32 932	28 568	27 861
Øvrige finansinstitusjoner	864	845	1 236	1 663	1 813
Kommuneforvaltning og -foretak	1 141	1 617	1 352	1 360	1 315
Statlig eide foretak m.v.	758	2 491	3 373	3 408	6 264
Verdipapirfond <sup>3)</sup>	7 973	12 331	13 975	13 454	12 961
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 166	4 645	6 670	8 200	9 063
Husholdninger	384	591	487	407	433
Utlandet	2 853	4 397	439	847	888
Ufordelt	92	226	72	0	0
I alt	75 411	97 842	103 791	103 233	111 130

<sup>1)</sup> Postbanken/Postgiro før 1995 er lagt til denne sektoren.

<sup>2)</sup> Bankenes sikringsfond og Postbanken (etter 1995) er lagt til denne sektoren.

<sup>3)</sup> Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank



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

	30/9 1995	31/12 1995	31/3 1996	30/6 1996	30/9 1996
Stats sertifikater	40 000	40 500	33 000	33 000	34 000
Banksertifikater	21 800	17 758	29 555	32 015	37 661
Kreditsertifikater	5 760	7 605	8 681	9 065	8 530
Finanssertifikater	3 610	5 305	2 585	2 060	1 935
Lånesertifikater	21 471	25 260	29 280	26 171	27 678
Herav utstedt av:					
Statsbanker	13 329	15 616	17 862	14 148	15 364
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	3 757	2 784	4 528	5 586	6 752
Statsforetak	400	2 300	2 250	900	300
Andre foretak <sup>1)</sup>	3 985	4 560	4 640	5 537	5 262
Utlandet	1 525	1 594	200	350	350
<b>I alt</b>	<b>94 166</b>	<b>98 022</b>	<b>103 301</b>	<b>102 661</b>	<b>110 154</b>

<sup>1)</sup> Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

## Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

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

Kilde: Norges Bank

**Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde**

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
<b>1989</b>								
Desember	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
<b>1990</b>								
Desember	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
<b>1991</b>								
Desember	830,0	1 096,8	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
<b>1992</b>								
Desember	821,4	1 095,3	542,1	-1,4	-1,0	7,3	-1,1	9,5
<b>1993</b>								
Desember	817,2	1 100,0	545,7	-0,5	-0,5	0,5	0,6	1,2
<b>1994</b>								
Oktober	845,7	1 094,7	581,7	3,7	1,5	7,0	3,2	7,6
November	848,5	1 099,3	584,3	4,0	1,8	7,4	3,8	5,4
Desember	847,6	1 095,3	582,5	3,7	1,2	6,5	3,8	1,5
<b>1995</b>								
Januar	848,6	1 098,2	580,0	3,1	1,7	5,8	2,9	-0,1
Februar	853,6	1 097,6	578,0	3,8	2,3	6,0	2,1	-2,5
Mars	858,7	1 099,8	588,7	3,8	2,5	5,2	3,0	-0,4
April	861,8	1 108,4	597,6	3,9	3,1	6,1	4,7	4,1
Mai	865,9	1 110,2	601,8	4,1	3,0	6,1	5,9	11,4
Juni	865,4	1 112,8	606,4	3,4	3,4	6,1	5,1	14,3
Juli	869,1	1 110,6	610,8	3,8	3,5	6,1	4,1	13,0
August	875,5	1 118,9	615,8	4,4	3,9	6,2	3,7	10,4
September	880,1	1 127,9	615,6	4,4	4,0	5,2	5,0	8,3
Oktober	887,1	1 132,6	621,1	4,8	4,6	6,7	6,7	7,6
November	892,1	1 136,0	624,0	5,1	4,7	6,7	7,8	6,2
Desember	892,7	1 144,4	613,5	5,3	5,5	5,1	7,4	3,6
<b>1996</b>								
Januar	894,5	...	620,7	5,4	...	7,0	5,7	1,3
Februar	893,8	...	627,9	4,7	...	8,6	3,3	0,3
Mars	901,5	...	641,0	5,0	...	8,9	2,7	6,8
April	910,4	...	636,2	5,7	...	6,4	4,0	10,5
Mai	916,2	...	636,1	5,8	...	5,7	7,2	11,5
Juni	917,7	...	635,4	6,1	...	4,8	8,4	3,9
Juli	924,7	...	644,8	6,4	...	5,6	8,1	2,4
August	931,7	...	630,1	6,4	...	2,3	6,9	-0,6
September	939,0	...	637,3	6,6	...	3,5	7,7	0,9
Oktober	946,0	...	647,4	6,6	...	4,2	8,7	-0,3

K1 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums innenlandske bruttogjeld; sesongjusterte tall.

K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.

M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

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

	1994		1995		1/1-30/9 1995		1/1-30/9 1996 <sup>1)</sup>	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	34 134	8,3	45 637	10,2	28 917	6,5	47 108	9,6
Statlige låneinstitutter <sup>2)</sup>	- 3 306	- 1,9	- 758	- 0,4	440	0,3	- 2 734	- 1,6
Private finansieringsselskaper	5 359	28,8	6 233	26,0	4 708	19,6	- 2 820	- 9,3
Skadeforsikringselskaper	- 178	- 4,1	- 186	- 4,5	- 95	- 2,3	125	3,2
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	- 5 485	- 7,3	-11 432	-16,5	-6 059	- 8,7	- 3 178	- 5,5
Kredittforetak	- 2 575	- 4,6	241	0,5	- 872	- 1,6	- 191	- 0,4
Obligasjons- og sertifikatmarkedet <sup>3)</sup>	3 038	4,3	4 909	6,7	1 025	1,4	4 524	5,8
Markedslån	- 500	-11,1	500	12,5	200	5,0	- 1 200	-26,7
Annen kreditt	- 17	- 2,7	- 23	- 3,8	- 18	- 2,9	- 53	- 9,0
Sum <sup>4)</sup>	30 470	3,7	45 121	5,3	28 246	3,3	41 581	4,6

<sup>1)</sup> Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

<sup>2)</sup> Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

<sup>3)</sup> Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

<sup>4)</sup> 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		1/1-30/9			
	Beløp	%	Beløp	%	1995		1996	
					Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter <sup>1)</sup>	56,3	10,2	21,3	3,6	12,4	2,1	-26,2	-4,2
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner <sup>2)</sup>	-16,6	-3,0	-1,5	-0,3	-0,7	-0,1	-3,7	-0,6
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-4,1	-0,7	-1,3	-0,2	-0,0	-0,0	-3,0	-0,5
Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+)								
og inntektsoverskudd (-)	21,2	3,8	39,9	6,8	24,1	4,1	42,5	6,9
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-4,0	-0,7	-1,0	-0,2	-0,6	-0,1	-1,5	-0,2
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,3	-0,0	-0,7	-0,1	-0,1	-0,0	-0,1	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene <sup>3)</sup> (kjøp (-))	-10,4	-1,9	-30,9	-5,3	-17,3	-3,0	9,5	1,5
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-14,4	-2,6	2,0	0,4	11,0	1,9	-0,9	-0,1
Endring i pengemengden i alt	35,9	6,5	30,0	5,1	29,4	5,0	21,1	3,4
Memo: Oljeskatter	24,5	4,5	27,8	4,7	14,8	2,5	16,8	2,7

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 <sup>4)</sup>	Penge-mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i pengemengden i alt	
							Beløp	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994	37 957	280 660	83 712	402 329	183 773	586 102	35 889	6,5
1995								
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								
Januar	36 701	287 055	85 960	409 716	216 985	626 701	40 770	7,0
Februar	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	217 871	641 607	29 521	4,8
Juli	36 203	300 271	85 544	422 018	217 751	639 769	34 058	5,6
August	35 838	297 214	82 388	415 440	216 347	631 787	14 436	2,3
September	37 886	296 282	83 637	417 805	219 458	637 263	21 806	3,5
Oktober	36 270	303 061	85 864	425 195	223 207	648 402	26 175	4,2

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

<sup>1)</sup> 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, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare til-nærmet 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.

<sup>2)</sup> Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), utlånsøkning fra statlige låneinstitutter (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

<sup>3)</sup> Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

<sup>4)</sup> Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse 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. <sup>1)</sup>	14,9	4,8	5,8	12,8	320,8	333,4
Obligasjoner m.v. <sup>2)</sup>	-1,6	-1,0	-0,2	-0,9	9,7	10,0
Aksjer m.v. <sup>3)</sup>	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 <sup>4)</sup>	0,4	1,9	7,5	3,7	78,3	82,0
<b>Fordringer i alt</b>	<b>33,7</b>	<b>29,4</b>	<b>34,5</b>	<b>37,5</b>	<b>764,5</b>	<b>813,5</b>
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 forsikringsselskaper	3,4	-5,6	-4,6	-4,1	45,6	41,8
Annen gjeld <sup>5)</sup>	1,3	-1,4	-0,8	1,0	83,3	83,4
<b>Gjeld i alt</b>	<b>2,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>13,8</b>	<b>23,8</b>	<b>616,9</b>	<b>636,3</b>
<b>Netto</b>	<b>31,5</b>	<b>33,5</b>	<b>20,6</b>	<b>13,6</b>	<b>147,6</b>	<b>177,2</b>

<sup>1)</sup> Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

<sup>2)</sup> Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

<sup>3)</sup> VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis.

<sup>4)</sup> Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

<sup>5)</sup> Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og påløpte, ikke betalte renter.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

Likviditetstilførsel+/-innndragning-	1/1-31/12		1/1-30/11	
	1994	1995	1995	1996
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	48 371	26 308	21 333	-57 785
Stats- og statsbankpapirer	-29 629	-30 555	-32 031	-10 789
Valutamarkedet	- 1 771	1 019	6 494	71 445
Beholdning av sedler og mynt <sup>1)</sup> (anslag)	- 2 455	- 1 620	2 039	2 396
Norges Banks andre transaksjoner <sup>1)</sup> (anslag)	- 1 934	113	785	740
D-lån	- 2 982	1 553	-623	-1 783
F-lån	- 8 066	3 354	2 226	-3 415
Annen sentralbankfinansiering	- 1 393	- 314	-290	-488
<b>Reserver i alt</b>	<b>441</b>	<b>- 142</b>	<b>-67</b>	<b>321</b>
<b>Herav:</b>				
Folioinnskudd i Norges Bank	1 075	975	-89	397
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	- 634	- 1 117	22	-76

<sup>1)</sup>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								
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
September	5,0	4,9	5,2	5,1	5,7	5,6	6,5	4,5
Oktober	4,9	4,9	5,2	5,0	5,4	5,3	6,5	4,5
November	4,4	4,3	4,5	4,4	4,7	4,6	6,1	4,1

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate; ren kronerrente.

NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate; dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

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

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM
1995											
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
September	3,0	3,8	3,2	3,7	5,8	0,4	4,9	5,6	4,2	0,8	1,9
Oktober	3,1	3,6	3,0	3,4	5,9	0,4	4,7	5,5	4,1	0,8	1,9
November	3,1	3,6	3,0	3,4	6,3	0,4	4,6	5,4	4,2	0,2	1,2

<sup>1)</sup> 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner <sup>1)</sup> (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1995						
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
September	5,9	6,2	6,3	6,7	7,0	7,5
Oktober	5,6	6,0	6,1	6,5	6,7	7,2
November	5,1	5,5	5,7	6,1	6,5	7,0

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

Kilde: Norges Bank

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

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM <sup>3)</sup>
1995											
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
September	6,3	7,3	6,6	6,3	7,8	2,9	7,6	7,0	6,9	0,2	0,7
Oktober	6,1	6,9	6,1	6,0	7,5	2,7	6,9	6,6	6,6	0,3	0,7
November	5,9	6,9	6,1	5,8	7,6	2,6	6,8	6,3	6,5	0,2	0,6

<sup>1)</sup> Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

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

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

Kilde: Norges Bank

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

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån <sup>2)</sup>			
	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		
3. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,4	9,1	7,3	7,5	8,7	9,3	7,4	7,6
Sparebanker	9,5	10,1	7,5	7,7	10,0	10,3	7,6	7,8
Sum banker	8,8	9,5	7,4	7,6	9,1	9,7	7,5	7,7
4. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,3	9,3	7,2	7,4	7,0	9,8	7,2	7,5
Sparebanker	9,7	10,4	7,4	7,6	10,1	10,6	7,5	7,7
Sum banker	8,8	9,7	7,3	7,5	9,4	10,1	7,4	7,6
1. kvartal 1996								
Forretningsbanker		9,7		7,3		10,0		7,4
Sparebanker		10,0		7,4		10,2		7,5
Sum banker		9,8		7,4		10,1		7,5
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
3. kvartal 1996								
Forretningsbanker		9,3		6,9		9,7		7,1
Sparebanker		9,6		7,1		9,9		7,1
Sum banker		9,4		7,0		9,7		7,1

<sup>1)</sup> Som følge av omlegging av bankstatistikken i 1996 er løpetidsfordeling av utlånsmassen falt bort.

<sup>2)</sup> Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

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

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

<sup>1)</sup> Som følge av omlegging av bankstatistikken i 1996 er løpetidsfordeling av utlånsmassen falt bort.

Kilde: Norges Bank

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

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
3. kvartal 1995	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
3. " "	6,0	6,2	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
3. kvartal 1995	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
3. " "	7,0	7,0	7,0

Kilde: Norges Bank

## Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker<sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

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

<sup>1)</sup> Morbanker og utenlandskeide filialer.

Kilde: Norges Bank



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

	1994	1995	3. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	8,0	7,7	7,7	7,0
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	1,0	1,0
Andre driftskostnader	3,0	3,0	2,9	2,8
Driftsresultat før tap	1,6	1,7	1,8	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,4	0,2	0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,3	1,6	1,7	1,5
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	15,8	15,4	14,6	14,1
Herav:				
Kjernekapital <sup>2)</sup>	11,9	12,4	11,5	11,7

<sup>1)</sup> Et utvalg på 30 sparebanker.

<sup>2)</sup> Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

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

	1994	1995	3. kvartal	
			1995	1996
Netto renteinntekter	6,6	5,8	5,7	4,9
Sum andre driftsinntekter	2,3	2,1	2,3	2,5
Andre driftskostnader	5,3	4,8	4,8	4,1
Driftsresultat før tap	3,6	3,1	3,2	3,3
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,6	0,3	0,3
Resultat av ordinær drift (før skatt)	3,0	2,5	2,8	3,5
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	14,7	13,7	13,0	15,3
Herav:				
Kjernekapital <sup>2)</sup>	12,5	12,1	11,5	14,3

<sup>1)</sup> Gjelder 16 morselskap.

<sup>2)</sup> Gjelder alle finansieringsselskaper.

Kilde: Norges Bank

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

	1994	1995	3. kvartal	
			1995	1996
Renteinntekter	7,6	7,4	7,4	6,7
Rentekostnader	6,5	6,5	6,4	5,8
Netto renteinntekter	1,2	0,9	1,0	0,9
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,2	0,1	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,8	0,7	0,8	0,7
Bokført tap på utlån og garantier	-0,1	-0,1	-0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,9	0,8	0,9	0,7
Kapitaldekning <sup>1)</sup>	18,5	18,8	20,0	18,4
Herav:				
Kjernekapital	14,4	14,9	16,5	14,6

<sup>1)</sup> Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

## Valutakurser

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

	Industriens effektive kronekurs <sup>1)</sup>	1 ECU <sup>2)</sup>	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1995										
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
September	101,90	8,1963	428,94	111,35	142,25	125,96	10,065	5,8795	97,21	6,4557
Oktober	101,85	8,1603	424,45	110,71	141,87	125,51	10,271	5,7782	98,26	6,4844
November	100,78	8,1148	420,40	109,46	139,64	124,24	10,564	5,6570	95,92	6,3521

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1995					
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
September	1,5051	2,3465	3,405	72,955	109,80
Oktober	1,5277	2,4199	3,382	73,470	112,23
November	1,5110	2,5129	3,384	74,318	112,29

Kilde: Norges Bank

# Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)<sup>1)</sup>

	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 stonadsbalansen	-34 274	-23 574	-9 640	-12 512
<b>A. Driftsbalansen</b>	<b>15 073</b>	<b>25 549</b>	<b>10 118</b>	<b>7 502</b>
Herav:				
Skipsfart <sup>2)</sup>	14 681	14 052	3 179	6 647
Oljevirkosomhet <sup>2)</sup>	77 994	90 584	37 424	31 932
Andre sektorer	-77 602	-79 087	-30 485	-31 077
<b>B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto</b>	<b>7 615</b>	<b>-20 469</b>	<b>-11 650</b>	<b>-4 164</b>
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
Oljevirkosomhet	3 445	-4 992	-6 014	9 009
Andre private og statlige foretak	6 530	-5 193	-1 887	-3 519
<b>C. Grunnbalansen (A+B)</b>	<b>22 688</b>	<b>5 080</b>	<b>-1 532</b>	<b>3 338</b>
<b>D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank</b>	<b>34 786</b>	<b>-4 494</b>	<b>5 167</b>	<b>-13 491</b>
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
Oljevirkosomhet	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
<b>E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)</b>	<b>57 473</b>	<b>586</b>	<b>3 634</b>	<b>-10 153</b>
<b>F. Tildelt SDR</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.</b>	<b>11 146</b>	<b>-9 185</b>	<b>-5 881</b>	<b>3 152</b>
<b>Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)</b>	<b>68 619</b>	<b>-8 599</b>	<b>-2 247</b>	<b>-7 001</b>
<b>Herav internasjonale reserver<sup>3)</sup></b>	<b>64 452</b>	<b>-8 671</b>	<b>4 587</b>	<b>-7 057</b>

<sup>1)</sup> Tabellen er under omarbeiding, ny tabell vil foreligge i Penger og Kreditt 1997/1.

<sup>2)</sup> Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

<sup>3)</sup> Endring i internasjonale reserver er korrigeret for gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1994			31/12 1995			30/6 1996		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen <sup>1)</sup>	12,8	75,8	-63,0	13,5	82,2	-68,7	13,2	77,9	-64,6
Norges Bank	151,1	13,0	138,1	152,6	8,6	144,0	185,8	12,8	173,0
Statlige låneinstitutter	0,9	2,2	-1,3	1,0	1,9	-0,9	0,8	1,7	-0,9
Forretnings- og sparebanker <sup>2)</sup>	49,3	63,0	-13,7	46,7	61,7	-15,0	62,9	99,0	-36,1
Kredittforetak <sup>3)</sup>	23,6	36,6	-13,0	25,2	37,2	-12,0	31,5	43,0	-11,4
Finansieringsselskaper	0,1	5,8	-5,7	0,7	6,8	-6,1	0,9	6,8	-5,9
Forsikringsselskaper	28,6	2,6	26,1	47,9	3,9	44,0	55,6	3,1	52,6
Kommuneforvaltning	0,0	3,4	-3,4	0,0	2,2	-2,2	0,0	1,1	-1,1
Kommuneforetak	0,0	2,0	-2,0	0,1	2,2	-2,2	0,0	2,3	-2,3
Statsforetak	45,8	50,2	-4,4	42,8	60,4	-17,5	35,9	57,9	-22,0
Andre norske sektorer	73,1	152,3	-79,1	78,9	154,3	-75,4	82,6	156,0	-73,4
Uforklart differanse <sup>4)</sup>	0,0	0,0	0,0	27,9	0,0	27,9	44,2	0,0	44,2
<b>Alle sektorer</b>	<b>385,3</b>	<b>406,6</b>	<b>-21,3</b>	<b>437,3</b>	<b>421,3</b>	<b>16,0</b>	<b>513,5</b>	<b>461,5</b>	<b>52,0</b>

**Merk:**

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1994 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

<sup>1)</sup> Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

<sup>2)</sup> Inklusiv Postbanken.

<sup>3)</sup> På grunn av mangelfull sektoriserings i utenriksregnskapet er tallene for disse sektorene etter 31.12.94 korrigert ved å benytte informasjon fra Statistisk sentralbyrås Bank- og kredittstatistikk og Finansstatistikk fra Norges Bank.

<sup>4)</sup> Omfatter nettobeløp som det på det angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelthets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

## Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer<sup>1)</sup>. Milliarder USD

	1993	1994	1995	2. kvartal		Utestående 30. juni 1996
				1995	1996	
<b>Total</b>	<b>317</b>	<b>275</b>	<b>677</b>	<b>197</b>	<b>58</b>	<b>7 999,4</b>
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	171	-1,5	256	101	88	2 494,3
banker (og ufordelt)	147	276	421	96	-30	5 505,1

<sup>1)</sup> Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

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

Kilde: BIS

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

	Desember			2. kvartal	
	1993	1994	1995	1995	1996
Amerikanske dollar (USD)	34,0	32,8	31,9	24,0	32,1
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,9	11,8
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	3,1	2,9
Franske franc (FRF)	3,8	3,3	3,9	3,8	3,6
Italienske lire (ITL)	2,4	2,4	2,8	2,3	3,3
ECU	2,4	2,1	1,8	2,2	1,6
Ufordelt <sup>1)</sup>	30,1	31,0	31,1	37,8	31,3
<b>Totalt i mrd. USD</b>	<b>6 514,3</b>	<b>7 110,9</b>	<b>8 063,2</b>	<b>7 983,3</b>	<b>7 999,4</b>

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

Kilde: BIS

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

	1993	1994	1995	3. kvartal	
				1995	1996
Emisjoner av obligasjoner	481	429	467	130	163
– av dette med flytende rente	70	96	79	26	38
Bankullån	137	236	370	86	81
Annen internasjonal opplåning	8	5	4	2	7
Samlet opplåning	626	670	841	219	251

Kilde: OECD

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

	1993	1994	1995	3. kvartal	
				1995	1996
OECD-området	86,3	87,7	88,3	85,6	85,6
Ikke-OECD land	9,9	10,5	9,6	11,7	11,7
Internasjonale institusjoner og andre land	3,8	1,8	2,1	2,7	2,7

Kilde: OECD

## Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner <sup>1)</sup> (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene <sup>2)</sup>	Andre finansinst. <sup>3)</sup>	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1995									
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
August	0,0	31,7	14,3	-19,7	26,3	46,4	90,2	32,1	109,9
September	0,0	30,1	13,9	-19,0	25,0	45,9	86,2	32,0	105,2

<sup>1)</sup> Ekskl. kurskorreksjoner

<sup>2)</sup> Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

<sup>3)</sup> Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

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

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

	30/9	31/12	31/3	30/6	30/9
	1995	1995	1996	1996	1996
Valutaaktiva, spot	102 321	96 047	86 012	86 325	89 304
Valutapassiva, spot	113 388	94 832	102 451	110 052	111 190
1. Spotbalanse, netto	-11 062	1 215	-16 439	-23 727	-21 886
2. Terminbalanse, netto	9 888	3 603	11 777	23 627	23 567
3. Opsjonsposisjon mot NOK	108	2	-83	14	-96
4. Totalposisjon (1+2+3)	-1 066	4 820	-4 745	-86	1 585

<sup>1)</sup> F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

Året	Uke i 1996																
	1995	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	1-47
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	3	0,00	0,00	0,00	0,00	-5,30	-2,76	-4,22	-1,11	-5,04	-3,90	-6,72	-4,64	-4,03	-2,20	0,00	-73,44
1. Spot	3	0,00	0,00	0,00	0,00	-5,30	-2,76	-4,22	-1,11	-5,04	-3,90	-6,72	-4,64	-4,03	-2,20	0,00	-73,44
2. Termin	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																	
B. Utlendet	-11	-4,42	4,28	-2,25	-0,31	-1,40	-3,25	2,75	-2,03	0,15	-0,18	2,05	-1,01	-6,38	0,19	0,65	-29,49
1. Spot <sup>1)</sup>	-13	-2,03	0,59	0,52	-2,41	-1,48	0,31	1,11	-1,48	0,04	-0,48	-0,84	-1,37	-4,84	-1,01	1,85	-14,12
2. Termin <sup>1)</sup>	3	-2,39	3,69	-2,77	2,10	0,08	-3,56	1,64	-0,55	0,12	0,30	2,90	0,36	-1,54	1,20	-1,20	-15,37
C. Norske sektorer, utenom bankene	12	5,66	-6,31	0,82	3,38	-5,93	-2,77	-5,40	-3,67	1,27	-3,71	-2,78	-4,65	-0,53	-4,87	4,07	-37,06
1. Spot <sup>1)</sup>	22	3,96	-3,84	1,96	1,07	-3,93	-0,75	-8,05	0,85	-1,34	-5,47	-2,57	-4,26	-1,02	-1,62	-2,30	-41,02
2. Termin <sup>1)</sup>	-14	1,98	-1,27	-0,99	-0,83	-1,43	1,67	1,44	-4,28	4,03	-0,28	2,49	-1,92	1,25	-2,02	4,65	-0,24
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	4	-0,28	-1,19	-0,16	3,14	-0,56	-3,69	1,22	-0,25	-1,42	2,04	-2,70	1,53	-0,76	-1,22	1,73	4,21
D. Annet	1	-1,24	2,03	1,43	-3,08	2,03	3,26	-1,58	4,60	-6,46	-0,01	-5,99	1,02	2,88	2,48	-4,72	-6,89
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,90
2. Kurstap spot, utlandet	0	0,14	0,02	-0,10	-0,23	0,06	-0,04	-0,11	-0,08	0,01	-0,08	-0,40	-0,50	-0,02	-0,05	0,06	-1,92
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	1	-1,07	0,97	0,56	1,54	-0,09	-0,83	0,79	1,73	-5,49	1,30	-4,02	3,11	0,84	1,23	-1,66	-3,94
4. Økning i bankenes totalposisjon	-1	-0,33	1,01	0,96	-4,40	2,04	4,11	-2,27	2,93	-1,00	-1,24	-1,59	-1,61	2,05	1,28	-3,14	-1,93
Spesifikasjon:																	
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																	
Netto NOK-fordringer på bankene	-4	-2,20	0,80	0,80	-1,68	0,45	0,47	1,62	-0,62	-0,27	0,43	-0,22	-1,22	-2,98	-0,55	1,68	-2,28
VPS-registrerte aksjer	-5	0,16	-0,23	-0,17	-0,15	-1,90	0,00	-0,13	0,17	0,27	-0,10	-0,32	-0,11	0,41	0,07	0,25	-10,12
VPS-registrerte obligasjoner	-3	-0,10	-0,05	-0,05	-0,55	-0,01	-0,39	-0,33	-0,93	0,27	-0,78	-0,20	0,19	-1,40	-0,10	-0,48	-3,77
VPS-registrerte sertifikater	-1	0,11	0,07	-0,07	-0,03	-0,02	0,23	-0,05	-0,24	-0,24	-0,04	-0,10	-0,23	-0,88	-0,42	0,40	2,05
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-13	-2,03	0,59	0,52	-2,41	-1,48	0,31	1,11	-1,48	0,04	-0,48	-0,84	-1,37	-4,84	-1,01	1,85	-14,12
Memo:																	
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet	-7	-2,10	3,21	-2,41	1,56	0,03	-2,29	2,81	-0,41	-3,76	2,12	-2,92	1,47	1,83	0,47	0,38	-17,27
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)																	

<sup>1)</sup> Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

<sup>2)</sup> Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkostens i interbank-terminmarkedet.

Kilde: Norges Bank

PENGER OG KREDITT 1996  
ÅRGANG 24

# INNHold Penger OG KREDITT 1996

(tall i parentes angir heftenummer innenfor årgangen)

## DEL A:

### Ledere

Et spørsmål om tillit	s. A 2 (1)
Tid for innstramming	s. A 58 (2)
Langsiktighet og stabilitet	s. A 105 (3)
Forventninger og risiko	s. A 161 (4)

### Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

Inflasjonsrapport (i nr. 4 med perspektiver mot 2000)	s. A 5 (1), A 59 (2), A 107 (3), A 163 (4)
---	--

#### *Temaer utdypet i egne oppslag:*

– Veksten i formuesprisene – vil 1980-tallet gjenta seg?	s. A 15 (1)
– Ulike mål på prisstigning	s. A 67 (2)
– Alternative baner for lønnsutviklingen	s. A 79 (2)
– Om sammenhengen mellom tariff tillegg og lønns glidning i industrien	s. A 81 (2)
– Kredittveksten	s. A 119 (3)
– Regionale forhold på arbeidsmarkedet	s. A 127 (3)
– Grunnlaget for fremskrivningen mot 2000	s. A 169 (4)
– Virkninger av et mer markert konjunkturforløp	s. A 172 (4)
– Utviklingen i arbeidsstyrken	s. A 181 (4)

Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar	s. A 30 (1), A 84 (2), A 131 (3), A 186 (4)
--	---

#### *Temaer utdypet i egne oppslag:*

– Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land	s. A 100 (2)
– Kjelder til valutastraumar	s. A 199 (4)

Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi	s. A 45 (1)
---	-------------

#### *Temaer utdypet i egne oppslag:*

– Sammenhengen mellom budsjettunderskudd, vekst og offentlig gjeld som andel av BNP	s. A 47 (1)
– Ny måte å beregne BNP-vekst på i USA	s. A 49 (1)
– Tysk pengepolitikk i perioden 1980-95	s. A 52 (1)

Internasjonal økonomisk utvikling	s. A 145 (3)
-----------------------------------	--------------

#### *Temaer utdypet i egne oppslag:*

– Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering	s. A 153 (3)
– Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering: Hva sier modellsimulering og empiri?	s. A 155 (3)
– Korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter	s. A 156 (3)

## DEL B:

### Sentralbanksjefens årstale:

Økonomiske perspektiver	s. B 1 (1)
-------------------------	------------

### Signerte artikler (alfabetisk etter forfatternavn):

<i>Akram, Qaisar Farooq og Jon Petter Holter:</i> Dollarkursens effekt på oljeprisene – en empirisk analyse	s. B 195 (3)
<i>Alstadheim, Ragna og Anders Svor:</i> Valutapolitisk samarbeid i ØMUs tredje fase	s. B 113 (2)



<i>Alstadheim, Ragna og Anders Svor: Maastricht-traktatens konvergenskrav for ØMU</i>	s. B 114 (2)
<i>Eidshagen, Arne W. og Pål Winje: Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen</i>	s. B 264 (4)
<i>Enge, Asbjørn M.: Direkte investeringer til og fra utlandet 1986 - 1995</i>	s. B 123 (2)
<i>Enge, Asbjørn M. og Jon Petter Holter: Valutastrømmer og utenriksregnskap 1995 og 1. halvår 1996</i>	s. B 270 (4)
<i>Forfang, Jo, Terje Norderud og Andreas Sand: Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer</i>	s. B 207 (3)
<i>Grønn, Audun: IMF – økonomisk overvåking i 1990-årenes globaliserte markeder</i>	s. B 25 (1)
<i>Holm, Vidar: Avregningsavtaler og risiko ved betalingsoppgjør</i>	s. B 139 (2)
<i>Holter, Jon Petter: Kildene bak pengemengden de siste 40 år</i>	s. B 65 (1)
<i>Holter, Jon Petter: Konsumprisutviklingen i Norge fra 1835 til 1996</i>	s. B 187 (3)
<i>Holter, Jon Petter og Asbjørn M. Enge: Valutastrømmer og utenriksregnskap 1995 og 1. halvår 1996</i>	s. B 270 (4)
<i>Holter, Jon Petter og Qaisar Farooq Akram: Dollarkursens effekt på oljeprisene – en empirisk analyse</i>	s. B 195 (3)
<i>Hvidsten, Vetle: Ny internasjonal standard for spredning av statistikk</i>	s. B 192 (3)
<i>Johansen, Harald: Gjeldsbetjeningsevnen i husholdningssektoren</i>	s. B 130 (2)
<i>Karlsen, Harald og Robin R. Nilsen: Finansinstitusjonenes drift i 1995</i>	s. B 33 (1)
<i>Madsen, Robert: Norges Banks prognoser 1987-94: hvor godt traff de?</i>	s. B 58 (1)
<i>Nilsen, Robin R. og Knut Sandal: Utenlandsk konkurranse på det norske finansmarkedet</i>	s. B 49 (1)
<i>Nilsen, Robin R. og Harald Karlsen: Finansinstitusjonenes drift i 1995</i>	s. B 33 (1)
<i>Norderud, Terje, Jo Forfang og Andreas Sand: Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer</i>	s. B 207 (3)
<i>Sand, Andreas, Terje Norderud og Jo Forfang: Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer</i>	s. B 207 (3)
<i>Sandal, Knut og Robin R. Nilsen: Utenlandsk konkurranse på det norske finansmarkedet</i>	s. B 49 (1)
<i>Storvik, Kjell: Mål for pengepolitikken (foredrag)</i>	s. B 105 (2)
<i>Storvik, Kjell: Utfordringer i betalingsformidlingen mot år 2000 (foredrag)</i>	s. B 251 (4)
<i>Storvik, Kjell: Felles valuta i EU – virkninger for norsk økonomi (foredrag)</i>	s. B 258 (4)
<i>Svor, Anders og Ragna Alstadheim: Maastricht-traktatens konvergenskrav for ØMU</i>	s. B 114 (2)
<i>Svor, Anders og Ragna Alstadheim: Valutapolitisk samarbeid i ØMUs tredje fase</i>	s. B 113 (2)
<i>Thonstad, Knut: Arbeidsledigheten i Europa</i>	s. B 17 (1)
<i>Winje, Pål og Arne W. Eidshagen: Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen</i>	s. B 264 (4)

## **Brev og uttalelser fra Norges Bank:**

Det økonomiske opplegget for 1997	
<i>Brev av 14.10.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 273 (4)
Forslag om endring av forskriften for Statens petroleumsfond	
<i>Brev av 31.10.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 278 (4)
Høring om NOU 1996:2 Om verdipapirhandel	
<i>Høringsuttalelse av 13.6.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 149 (2)
Høring – rapport om avregning av derivatkontrakter	
<i>Uttalelse av 13.6.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 146 (2)
Utformingen av penge- og valutapolitikken	
<i>Brev av 22. 11.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 280 (4)
Uttalelse om banklovkommisjonens utredning nr. 2 – NOU 1995:25 Om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner.	
<i>Brev av 29.4.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 67 (1)

## Oversikter, kunngjøringer mv.

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. B 77 (1), B 223 (3)
De nye 5- og 1-kronemyntene får hull	s. B 220 (3)
Femkrone minnemynt 1996: polarskipet «Fram»	s. B 159 (2)
«Finansstatistikk» – nyttig publikasjon for makroanalyse av finansnæringen	s. B 284 (4)
Ny 50-øre	s. B 219 (3)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. B 76 (1), B 221 (3), B 285 (4)
Oppnevninger til Norges Banks hovedstyre	s. B 158 (2)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonenes	s. B 78 (1), B 160 (2), B 224 (3), B 286 (4)
Tabeller	s. B 80 (1), B 162 (2), B 226 (3), B 288 (4)

## TITTELREGISTER

Alternative baner for lønnsutviklingen ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 79 (2)
Arbeidsledigheten i Europa <i>Knut Thonstad</i>	s. B 17 (1)
Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. B 77 (1), B 223 (3)
Avregningsavtaler og risiko ved betalingsoppgjør <i>Vidar Holm</i>	s. B 139 (2)
Bruk av gjenkjøpsavtaler i likviditetsstyringen <i>Arne W. Eidshagen og Pål Winje</i>	s. B 264 (4)
De nye 5- og 1-kronemyntene får hull	s. B 220 (3)
Det økonomiske opplegget for 1997 <i>Brev av 14.10.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 273 (4)
Direkte investeringer til og fra utlandet 1986 - 1995 <i>Asbjørn M. Enge</i>	s. B 123 (2)
Dollarkursens effekt på oljeprisene – en empirisk analyse <i>Qaisar Farooq Akram og Jon Petter Holter</i>	s. B 195 (3)
Et spørsmål om tillit ( <i>leder</i> )	s. A 2 (1)
Felles valuta i EU – virkninger for norsk økonomi <i>Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik</i>	s. B 258 (4)
Femkrone minnemynt 1996: polarskipet «Fram»	s. B 159 (2)
Finansinstitusjonenes drift i 1995 <i>Harald Karlsen og Robin R. Nilsen</i>	s. B 33 (1)
Finansmarknadene og Noregs Banks operasjoner	s. A 30 (1), A 84 (2), A 131 (3), A 186 (4)
«Finansstatistikk» – nyttig publikasjon for makroanalyse av finansnæringen	s. B 284 (4)
Forslag om endring av forskriften for Statens petroleumsfond <i>Brev av 31.10.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 278 (4)
Gjeldsbetjeningsevnen i husholdningssektoren <i>Harald Johansen</i>	s. B 130 (2)
Grunnlaget for fremskrivningene mot 2000 ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 169 (4)
Høring om NOU 1996:2 Om verdipapirhandel <i>Høringsuttalelse av 13.6.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 149 (2)
Høring – rapport om avregning av derivatkontrakter <i>Uttalelse av 13.6.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 146 (2)
IMF – økonomisk overvåking i 1990-årenes globaliserte markeder <i>Audun Grønn</i>	s. B 25 (1)
Inflasjonsrapport (i nr. 4 med perspektiver mot 2000)	s. A 5 (1), A 59 (2), A 107 (3), s. A 163 (4)
Internasjonal økonomisk utvikling	s. A 145 (3)
Kildene bak pengemengden de siste 40 år <i>Jon Petter Holter</i>	s. B 65 (1)
Kjelder til valutastraumar ( <i>utdyping til finansmarknadsoversikt</i> )	s. A 199 (4)
Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 153 (3)
Konjunkturvirkninger av finanspolitisk konsolidering: Hva sier modellsimuleringer og empiri? ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 155 (3)
Konsumprisutviklingen i Norge fra 1835 til 1996 <i>Jon Petter Holter</i>	s. B 187 (3)
Korrelasjon mellom langsiktige nominelle renter ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 156 (3)
Kredittveksten ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 119 (3)

Langsiktighet og stabilitet ( <i>leder</i> )	s. A 105 (3)
Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land ( <i>utdyping til finansmarkedsoversikt</i> )	s. A 100 (2)
Maastricht-traktatens konvergenskrav for ØMU <i>Ragna Alstadheim og Anders Svor</i>	s. B 114 (2)
Mål for pengepolitikken <i>Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik</i>	s. B 105 (2)
Norges Banks prognoser 1987-94: hvor godt traff de? <i>Robert Madsen</i>	s. B 58 (1)
Ny internasjonal standard for spredning av statistikk <i>Vetle Hvidsten</i>	s. B 192 (3)
Ny måte å beregne BNP-vekst på i USA ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 49 (1)
Ny 50-øre	s. B 219 (3)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. B 76 (1), B 221 (3), B 285 (4)
Om sammenhengen mellom tariff tillegg og lønns glidning i industrien ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 81 (2)
Oppnevninger til Norges Banks hovedstyre	s. B 158 (2)
Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi	s. A 45 (1)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finans- institusjonene	s. B 78 (1), B 160 (2), B 224 (3), B 286 (4)
Regionale forhold på arbeidsmarkedet ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 127 (3)
Rettslige forhold ved derivater, swapper og repoer <i>Jo Forfang, Terje Norderud og Andreas Sand</i>	s. B 207 (3)
Sammenhengen mellom budsjettunderskudd, vekst og offentlig gjeld som andel av BNP ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 47 (1)
Utviklingen i arbeidsstyrken ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 181 (4)
Tabeller	s. B 80 (1), B 162 (2), B 226 (3), B 288 (4)
Tid for innstramming ( <i>leder</i> )	s. A 58 (2)
Tysk pengepolitikk i perioden 1980-95 ( <i>utdyping til internasjonal oversikt</i> )	s. A 52 (1)
Ulike mål på prisstigning ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 67 (2)
Utenlandsk konkurranse på det norske finansmarkedet <i>Robin R. Nilsen og Knut Sandal</i>	s. B 49 (1)
Utfordringer i betalingsformidlingen mot år 2000 <i>Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik</i>	s. B 251 (4)
Utformingen av penge- og valutapolitikken <i>Brev av 22.11.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 280 (4)
Uttalelse om banklovkommissjonens utredning nr. 2 – NOU 1995:25 Om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner <i>Brev av 29.4.1996 til Finansdepartementet</i>	s. B 67 (1)
Valutapolitisk samarbeid i ØMUs tredje fase <i>Ragna Alstadheim og Anders Svor</i>	s. B 113 (2)
Valutastrømmer og utenriksregnskap 1995 og 1. halvår 1996 <i>Asbjørn M. Enge og Jon Petter Holter</i>	s. B 270 (4)
Veksten i formuesprisene – vil 1980-tallet gjenta seg? ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 15 (1)
Virkninger av et mer markert konjunkturforløp ( <i>utdyping til inflasjonsrapport</i> )	s. A 172 (4)
Økonomiske perspektiver ( <i>sentralbanksjefens årstale</i> )	s. B 1 (1)



## Norges Banks adresser m.v.

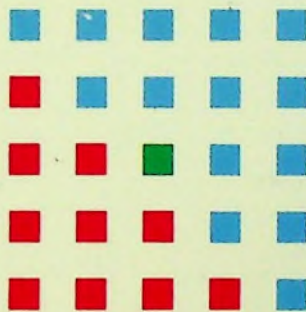
<i>Reg.nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

## *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 nblii n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassektr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 1313, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

## *Norges Banks seddel- og myntproduksjon*

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



*Returadresse:*  
Norges Bank, Informasjonsavdelingen  
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)