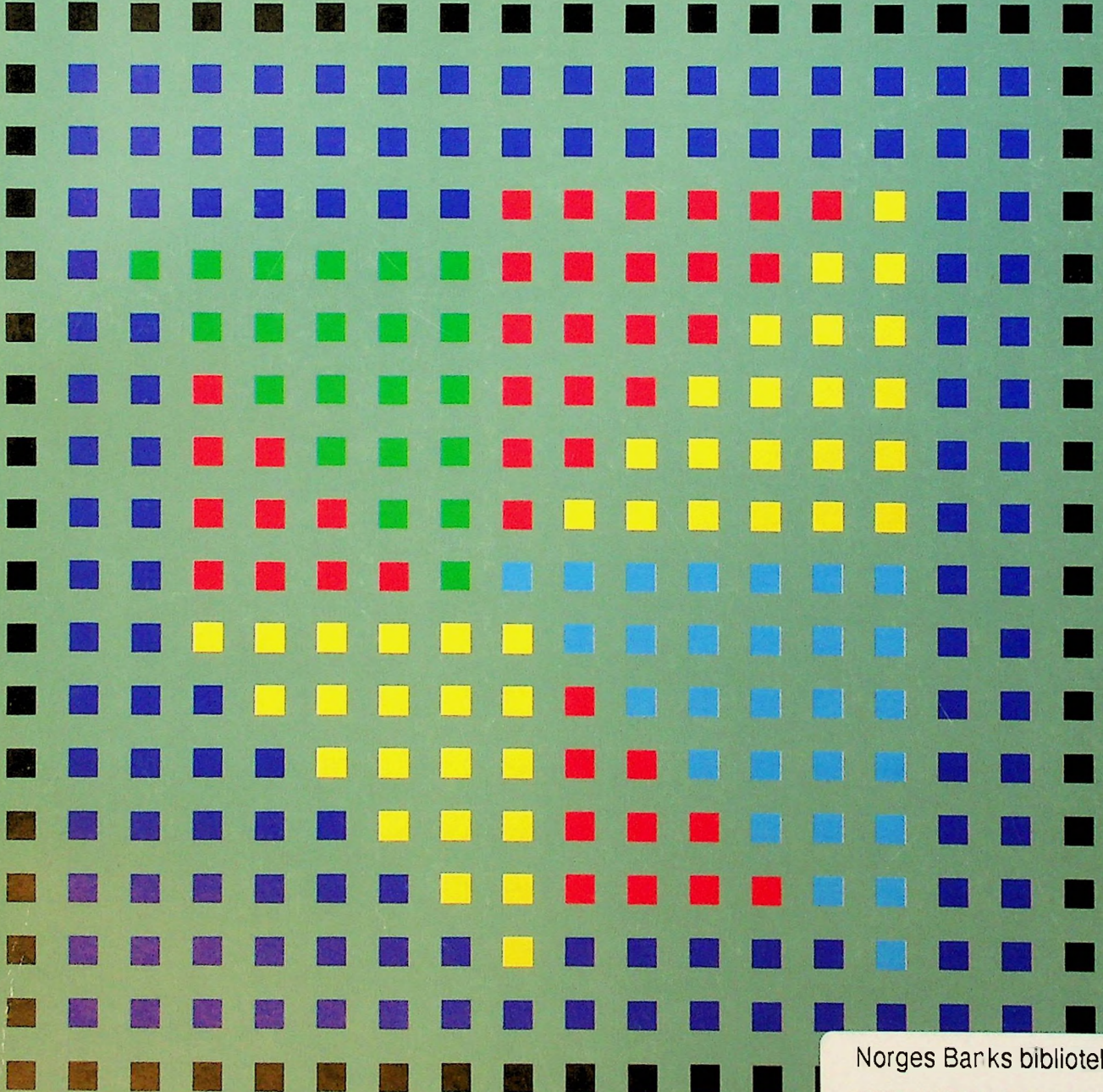


Penger og Kreditt 1995/3

ARKIV

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

⌘NB⌘ NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013269VPA

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Torstein Moland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastoyl
Redaksjonsutvalg: Harald Bohn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Anne Berit Christiansen, Økonomisk avdeling
Bernt Nyhagen, Sekretariats- og rettsavdelingen
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen
Else Marie Stuenæs, Personalavdelingen

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telex: 71 369 nbank n
Telefax: 22 41 31 05
Telefon: 22 31 60 00

De synspunkter som fremkommer i signerte artikler
i denne publikasjon, 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 A/S
Sats og trykk: Norges Banks Seddeltrykkeri, Oslo
Teksten er satt med 11 pkt. Times

Standardtegn i tabeller:

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

ISSN-0332-5598

Til abonnentene

Prising av Penger og Kreditt fra 1996

Siden det første nummeret i 1973 har Norges Bank latt alle som ønsket det, få Penger og Kreditt fritt tilsendt. Etter hvert har bladet fått en omfattende spredning, med ca. 6500 hefter i abonnement. Forhåpentlig har de fleste mottakerne nytte av bladet. Det er imidlertid vanskelig å komme bort fra at alt som er gratis, lett inviterer til en uheldig ressursbruk. Utvalget som utredet prising av offentlig informasjon (NOU 1994:17) anbefalte at når lovpålagt informasjonsplikt var oppfylt, kunne prising tas i bruk for å styre bruk og atferd. Utvalget anbefalte at pris burde settes ut fra marginalkostnad.

Det vil nå bli innført betaling for abonnement på Penger og Kreditt fra 1996. Ordinære abonnenter vil rundt årsskiftet motta en betalingsblankett på 150 kroner. Dersom vi ikke mottar noen innbetaling, anses abonnementet som opphørt. Biblioteker vil fortsatt kunne få bladet gratis. Vi ønsker samtidig å yte abonnentene bedre service ved å få bladet raskere ut til mottakerne; blant annet vil det bli sendt med prioritet som A-post fra neste nummer.

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

142* Hva slags landing?
Leder

Del A: Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport

143* Inflasjonsrapport

174* Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar

192* Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi

Del B: Artikkelstoff og tabeller

181 Norges Banks adgang til å gi kreditt til andre enn banker
Helge Syrstad

194 Strukturendringer i norske finansmarkeder 1989–1994
Gunnvald Grønvik og Cecilie Rom

205 Valutakurs som operativt styringsmål for pengepolitikken
Harald Johansen

214 Ny 10-kronemynt

215 Brev og uttalelser fra Norges Bank

215 Uttalelse om banklovkommisjonens utredning, NOU 1994:19 – finansavtaler og finansoppdrag
Brev av 16.6.95 til Justisdepartementet

220 Uttalelse om NOU 1995:5 – norsk sør-politikk for en verden i endring
Brev av 23.6.95 til Utenriksdepartementet

227 Uttalelse om statsbankutvalgets utredning, NOU 1995:11 – statsbankene under endrede rammevilkår
Brev av 23.6.95 til Finansdepartementet

233 Uttalelse om søknad om overtakelse av Vital forsikring AS fra henholdsvis Aegon NV og Den norske Bank AS
Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet

239 Uttalelse om søknad fra Kreditkassen om overtakelse av Norgeskreditt Holding AS
Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet

243 Uttalelse om NOU 1995:16 – fra sparing til egenkapital
Brev av 1.9.95 til Finansdepartementet

249 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater

250 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

252 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 12. september 1995

Del B: 8. september 1995

Tabelldelen: 5. september 1995

Hva slags landing?

Konjunkturoppgangen er fortsatt sterk og har vart lenge. De siste tallene tyder på at veksten i eksporten og boligbyggingen nå flater ut, mens det stadig er sterk vekst i forbruket av varige konsumvarer og i investeringene i næringslivet. Kapasitetsutnyttningen i næringslivet er høy. Utfordringen i årene framover blir å sikre at den høykonjunkturen vi nå er inne i, går over i en mer langvarig periode med vekst i sysselsettingen og lavere ledighet, slik at vi unngår en gjentakelse av de kraftige konjunktursvingningene i 80-årene.

I motsetning til høykonjunkturen midt på 1980-tallet har vi så langt unngått en kraftig økning i prisene og i næringslivets kostnader. Økt lønnsomhet i store deler av næringslivet og et noe strammere arbeidsmarkedet vil trolig bidra til litt sterkere lønnsvekst i tiden framover. Så langt i denne konjunkturoppgangen har imidlertid lønnsutviklingen vært moderat og lavere enn det historiske erfaringer skulle tilsi.

Anslagene i inflasjonsrapporten som vi nå legger fram antyder at norsk økonomi kan få en «myk landing». Veksten i fastlandsøkonomien ser ut til å avta noe, slik at det er gode utsikter til å unngå et markert press i økonomien. Prisstigningen ser også ut til å holde seg om lag på handelspartnernes nivå eller noe lavere. Det kan imidlertid være grunn til å minne om at dette bildet er bygget på en del viktige forutsetninger:

- For å unngå overoppheting er det vesentlig at den dempende virkningen på etterspørselen som budsjettpolitikken har hatt de to siste årene føres videre, og at dette følges opp også overfor kommunene. Hensynet til kommende generasjoner tilsier at anledningen benyttes til å sette til side deler av de midlene som nå bringes til veie gjennom uttappingen av oljeformuen.
- Utviklingen i husholdningenes sparing og etterspørsel er også avgjørende for utviklingen framover. Det er foreløpig lite som

tyder på at husholdningene ønsker å redusere sin sparing vesentlig, slik det skjedde i midten av 80-årene, selv om en ikke helt kan utelukke dette. Utflatingen av rentenedgangen gjennom 1994 og i 1995 kan ha bidratt til at husholdningenes nettofinansinvesteringer i første halvår i år igjen økte betydelig etter fallet gjennom 1994.

- Lønnskostnadene forutsettes fortsatt å øke mindre enn de historiske erfaringene skulle tilsi. Hittil i oppgangen har en klart dette, men her ligger en betydelig utfordring også framover.

Selv om mye kan se lyst ut nå, står vi overfor en vanskelig balansegang den nærmeste tiden. Den høye oljeavhengigheten, veksten i etterspørselen og tiltakende knapphet på enkelte typer arbeidskraft gjør norsk økonomi sårbar overfor uforutsette endringer. I denne situasjonen kan endringer i den økonomiske politikken, eller uforutsette hendelser utenfor myndighetenes kontroll, raskt føre til at utviklingen kommer inn i et uheldig spor. Vår sårbarhet kom klart til uttrykk etter oljeprisfallet i 1986 og da høye renter etter Tysklands samling forlenget lavkonjunkturen. Disse erfaringene viser at det kan være fornuftig å sikre seg et visst spillerom for justeringer nderveis.

Alle deler av den økonomiske politikken må bidra til at norsk økonomi kommer inn i en stabil utvikling. I Norge er det budsjettpolitikken som er det viktigste virkemidlet i konjunkturstyringen. I tillegg spiller inntektspolitikken og samarbeidet mellom myndighetene og partene i arbeidslivet en viktig rolle for utviklingen i lønns- og prisveksten. De pengepolitiske retningslinjene gir imidlertid også, innenfor rammene av valutaforakriften, et visst rom for å støtte opp under de øvrige delene av den økonomiske politikken. Det er naturlig å legge vekt på hensynet til prisstigningen i denne sammenhengen.

Torstein Moland

Sammendrag	145*
1 Prisutviklingen	147*
1.1 Konsumpriser	147*
1.2 Engrospriser	148*
1.3 Produsentpriser	149*
1.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer	149*
2 Prisimpulser utenfra	150*
2.1 Prisstigningen internasjonalt	150*
2.2 Importveid kronkurs	152*
2.3 Importert prisvekst Sammendrag	152*
3 Konjunkturutviklingen	154*
3.1 Hovedtrekk	154*
3.2 Husholdningene	155*
3.3 Boligmarkedet	155*
3.4 Bedriftene	158*
3.5 Kreditt- og pengemengdevekst	159*
3.6 Utenriksøkonomi	160*
3.7 Finanspolitikk	161*
3.8 Renter og valutakurs	161*
3.9 Produksjon	162*
<i>Utdyping: En sammenlikning av konjunktur-</i> <i>oppgangene nå og sist</i>	156*
4 Arbeidsmarkedet og bedriftenes prismarginer	164*
4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet	164*
4.2 Lønninger	165*
4.3 Kostnadmessig konkurranseevne	166*
4.4 Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren	168*
<i>Utdyping: Endring i konkurransekursindeksen</i>	167*
5 Utsikter for inflasjonen	170*
5.1 Hva er nytt siden sist	170*
5.2 Norges Banks inflasjonsanslag	171*
5.3 Inflasjonsanslag fra andre institusjoner	172*
5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet	172*

Sammendrag

Prisstigningen, målt ved konsumprisindeksen, har også de siste månedene vist en moderat utvikling. Tolvmånedersveksten var 2,4 prosent i juli og 2,2 prosent i august, det vil si noe lavere enn i første halvår. Denne utviklingen var ventet og skyldes i hovedsak at avgiftsøkningene fra 1. juli i fjor nå ikke lenger påvirker vekstratene. Dersom vi trekker ut effekten av avgiftsøkninger siden juli i fjor har tolvånedersveksten så langt i år ligget i området 1,6-1,8 prosent.

Vi venter fortsatt moderate prisimpulser fra utlandet i tiden fremover. Konsumprisutviklingen hos våre handelspartnere er på nivå med vår egen, og vi venter ingen store endringer i råvareprisene. En viss appresiering av kronen vil bidra noe til å redusere prisveksten i 1995 og 1996 gjennom importprisene på konsumvarer og på innsatsvarer i norsk produksjon. Virkningen av appresieringen på konsumprisene vil blant annet avhenge av i hvilken grad utenlandske eksportører og norske importører utnytter appresieringen til å øke sine egne marginer. En sterk konjunkturoppgang gjør det trolig lettere å foreta en økning i marginene.

Reviderte nasjonalregnskapstall viser at konjunkturoppgangen var sterkere i 1994 enn tidligere antatt, og at avmatningen i innenlandsk etterspørsel så langt i år kan være mindre enn vi så for oss i forrige inflasjonsrapport. Tallene viser at det har skjedd en vridning av etterspørselen fra eksport til investeringer i første halvår. Også husholdningenes konsum, særlig kjøp av varige konsumvarer, viser fortsatt sterk vekst. Dersom den sterke konsumveksten fra andre kvartal skulle vedvare, kan presset på norske produksjonsressurser stige mer enn vi har lagt til grunn. Foreløpig ser vi imidlertid for oss at konsumveksten etter hvert vil tilpasse seg den løpende utviklingen i husholdningenes realinntekter. Klart positive realrenter, utflating i boligprisene og erfaringene med negative sparerater under forrige konjunkturoppgang tilsier at husholdningene denne gangen vil være mer forsiktig med å kredittfinansiere sterk vedvarende vekst i forbruket.

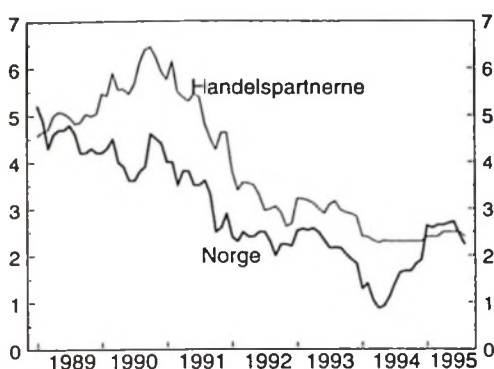
Gitt at vi får en konjunkturavmatning fremover – slik vi forutsetter – skulle ikke arbeidsmarkedet bli vesentlig strammere enn vi så for oss i siste inflasjonsrapport. Gode driftsresultater innen konkurranseutsatte sektorer representerer imidlertid en risiko for lønnsutviklingen. Skulle stramheten i arbeidsmarkedet tilta vesentlig, øker risikoen for at høye lønnstillegg i denne sektoren smitter over på resten av økonomien. Dette er et vesentlig usikkerhetsmoment for prisutviklingen fremover.

Samlet ser vi ikke grunn til å endre våre prisanslag fra forrige inflasjonsrapport. Vi anslår at prisstigningen fra 1994 til 1995 blir 2½ prosent. Prisstigningen når avgiftsøkninger holdes

utenom, er beregnet til 1¼ prosent. For 1996, når effekten av de siste avgiftsendringene faller ut av konsumprisindeksen, anslås prisstigningen til 2¼ prosent. Økningen i prisstigningen eksklusive avgifter fra 1995 til 1996 skyldes i hovedsak at vi ser for oss noe høyere lønnsvekst neste år, samt noe økning i fortjenestemarginer hos utenlandske eksportører og norske importører neste år.

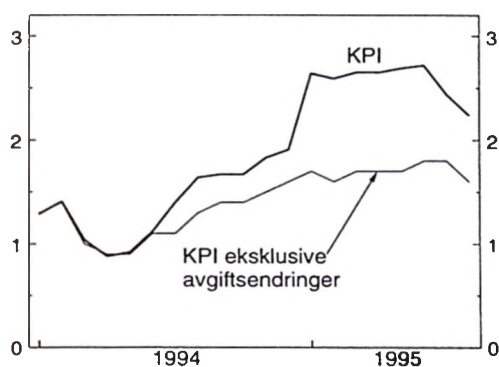
Våre anslag er basert på vurderinger om den mest sannsynlige prisutviklingen fremover. Vurderingene bygger på flere sentrale forutsetninger. For det første har vi lagt til grunn en fortsatt finanspolitisk innstramming – som skissert i Revidert nasjonalbudsjett for 1995 – herunder at veksten i kommunesektoren ikke blir vesentlig høyere enn tidligere anslått. For det andre er impulsene fra pengepolitikken beregningsteknisk forutsatt nøytrale fremover, det vil si ingen store endringer i norske renter eller den importveide valutakursen. Endelig har vi lagt til grunn at det fortsatt blir en mer moderat lønnsvekst enn det historiske erfaringer skulle tilsi.

Figur 1
Konsumprisene. Tolv månedersvekst.
Prosent



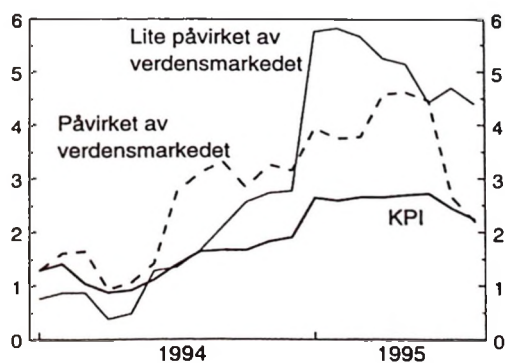
Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 1.2
Konsumprisene (KPI). Totalt og
eksklusive avgiftsendringer etter 1.
juli 1994. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3
Konsumprisene (KPI). Totalt og for
andre norskproduserte varer.
Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1 Prisetviklingen

1.1 Konsumpriser

I første halvår i år har tolv månedersveksten i den norske konsumprisindeksen ligget stabilt på 2,6 – 2,7 prosent, hvilket var klart høyere enn ved utgangen av fjoråret. Økningen skyldes i hovedsak avgiftsøkningene fra nyttår. I juli og august falt tolv månedersratene til henholdsvis 2,4 og 2,2 prosent. Denne utviklingen er i tråd med Norges Banks anslag i forrige inflasjonsrapport.

Konsumprisveksten har de siste to måneder vært marginalt lavere enn markedsaktørenes forventninger. Ifølge REUTERS forventet markedsaktørene en prisstigning på henholdsvis 2,5 prosent i juli og 2,4 prosent i august.

Reduksjonen i den norske prisveksten de siste månedene har ført til at tolv månedersveksten nå er på nivå med den gjennomsnittlige prisveksten hos våre viktigste handelspartnere. I første halvår i år lå den norske prisstigningen for første gang siden 1989 høyere enn hos handelspartnere.

Det ble foretatt en del avgiftsøkninger 1. juli i fjor (bensin-, tobakk-, bilavgifter) og 1. januar i år (merverdi-, bensin-, flyavgift). Disse avgiftsendringene bidro til en økning av tolv månedersveksten i konsumprisene på anslagsvis 0,3 prosentpoeng i siste halvår av fjoråret, og 0,9 prosentpoeng i første halvår i år. Fra 1. juli i år ble det ikke foretatt tilsvarende avgiftsendringer som i fjoråret, og dette har bidratt til å redusere tolv månedersratene i juli og august. Trekker vi ut effekten av avgiftsøkninger, har tolv månedersratene ligget i området 1,6–1,8 prosent hittil i 1995, jf. figur 1.2.

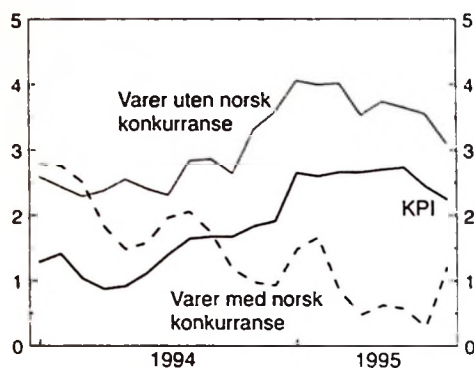
Ved å gruppere varer og tjenester som inngår i KPI etter leveringssektorer, kan vi få et bilde av hvilke prisimpulser som ligger bak konsumprisveksten. Jordbruksvarer og fiskevarer hadde omtrent ingen prisvekst siste året og bidro således til å trekke den samlede prisveksten ned. Utviklingen i jordbruksprisene vil ventelig fortsatt bidra til å dempe prisstigningen.

Gruppen «øvrigt norskproduserte konsumvarer» hadde spesielt sterk prisvekst i januar i år, hovedsakelig som følge av høyere elektrisitetspriser til husholdningene. Tolv månedersveksten i prisene til denne gruppen var i august 3,1 prosent. Trekket elektrisitetsprisene ut, var prisveksten til denne varegruppen om lag 2½ prosent.

På tjenestesiden hadde husleie en lavere vekst enn KPI samlet, mens prisen på andre tjenester økte sterkere. Den lave veksten i husleiene må ses på bakgrunn av rentefallet gjennom 1993 og 1994. Det ventes at denne effekten vil avta, og at vi derfor kan se en sterkere økning i husleiene fremover.

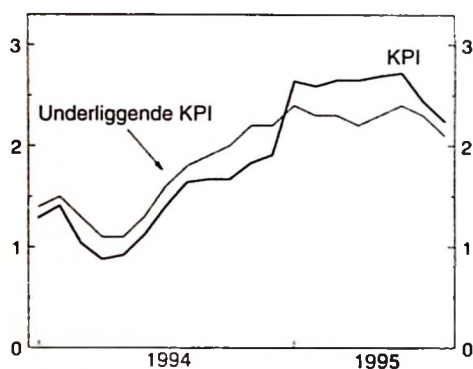
Prisimpulsene fra andre tjenester har hittil i år vært sterkest

Figur 1.4
Konsumprisene (KPI). Totalt og for importerte varer med og uten konkurranse. Tolvmånedersvekst. Prosent



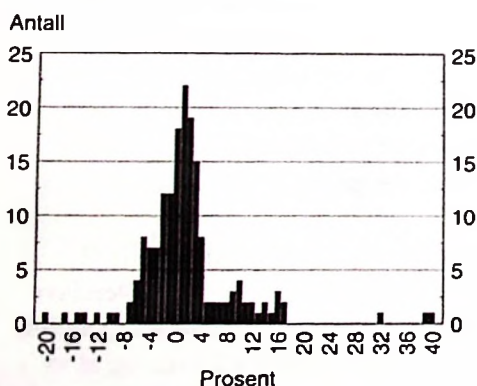
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.5
Underliggende vekst i konsumprisene. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6
Konsumprisindeksen. Varegrupper rangert etter prisvekst siste 12 måneder



Matvarer utgjør en langt større andel av varegruppene enn det som deres vekt i konsumprisindeksen skulle tilsi.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

innen gruppen «tjenester med arbeidslønn som den dominerende prislektor». Prisveksten for slike tjenester har vist en tiltagende trend siden midten av 1994.

Importerte konsumvarer hadde i august en tolv måneders prisvekst på nivå med norskproduserte varer og tjenester (inklusive jordbruks- og fiskevarer). Disse varene hadde således et nøytralt bidrag til KPI-veksten. Av importvarene er prisveksten høyest for varer som har liten norsk konkurranse. Dette må blant annet ses på bakgrunn av den sterke veksten i kaffeprisene i fjor.

Trekker en ut avgifter, husleie og jordbruksprodukter fra KPI, får en et uttrykk for det Norges Bank har definert som en indikator for underliggende inflasjon. Mens avgiftene har bidratt til å trekke veksten i KPI opp, har jordbrukspriser og husleie trukket den motsatte veien. I 1995 har avgiftene mer enn motvirket de prisdempende effektene fra jordbrukspriser og husleie, slik at KPI-veksten har vært sterkere enn den underliggende inflasjonen. Hittil i år har den underliggende inflasjonen vært relativt stabil med tolv månedersrater på gjennomsnittlig 2,3 prosent, jf. figur 1.5. I august falt tolv månedersraten til 2,1 prosent. Målt som sesongjustert tremånedersvekst har den underliggende prisveksten vist en avtagende tendens siden mai i år og utgjorde i august 1,1 prosent regnet som årlig rate.

I figur 1.6 er en rekke varegrupper som inngår i KPI rangert etter prisvekst, målt som tolv månedersvekst fra juli 1994 til juli 1995. Som det fremgår var tolv månedersveksten for de fleste varegrupper i intervallet 0–3 prosent. Høyest prisvekst hadde enkelte matvarer som poteter, jordbær og kaffe, med en tolv månedersvekst på 30–40 prosent, mens sterkt prisfall ble registrert for enkelte kjøttprodukter. Figuren viser at det er flere varegrupper med lavere enn høyere prisvekst enn tyngdepunktet i fordelingen (som tilsvarende tolv månedersveksten i KPI).

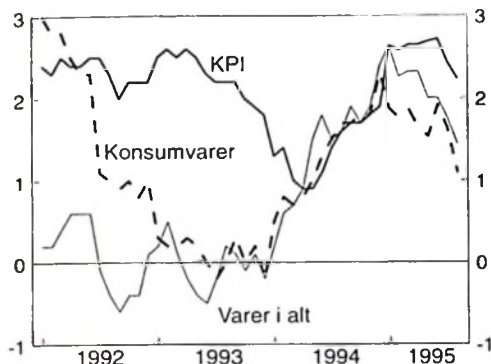
1.2 Engrospriser

Prisutviklingen for *førstegangsomsetningen (eller engroshandel) innenlands* kan gi en indikasjon på fremtidig utvikling av konsumprisene i Norge. Prisindeksen for førstegangsomsetning innenlands gjenspeiler prisutviklingen på norskproduserte og importerte varer på det første omsetningsleddet i Norge. Prisene er eksklusive avgifter og transportkostnader. I figur 1.7 er prisindeksen for førstegangsomsetning av varer innenlands fremstilt sammen med KPI. Gjennom fjoråret fulgte tolv månedersveksten i førstegangsomsetningsindeksen om lag veksten i KPI. Veksten i indeksen nådde en topp ved årsskiftet, og har siden avtatt. Dette skyldes i hovedsak en nedgang i prisene på oljeprodukter og matvarer. Tolvmånedersveksten var i august 1,5 prosent for varer i alt og 1,1 prosent for konsumvarer.

Prisveksten for undergruppene investeringsvarer og vareinnsats

Figur 1.7

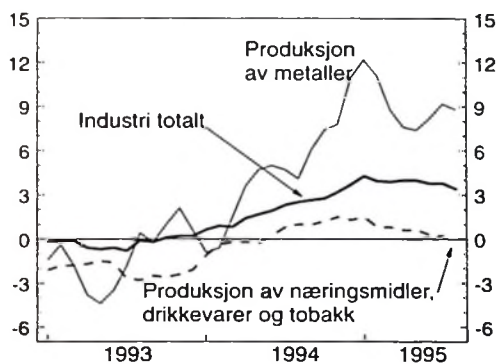
Utviklingen i førstegangsomsetningsindeksen og KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.8

Produsentprisene. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 1.1

Nasjonalregnskapets prisdeflatorer. Prosentvis vekst fra samme periode året før.

	1994	1995	1995
		1. kv.	2. kv.
Innenlands anvendelse	1,6	2,3	2,1
Konsum i husholdninger	1,3	2,3	2,0
Bruttoinvestering i fast kapital	2,2	2,8	2,5
BNP	0,3	3,9	3,0
BNP Fastlands-Norge	1,8	4,3	3,9

Kilde: Statistisk sentralbyrå

i bygg og anlegg viste en sterkere prisvekst enn konsumvarene siste året. Dette må ses på bakgrunn av oppgangen i trevarepriser og andre råvarepriser.

1.3 Produsentpriser

Produsentprisene totalt har falt noe siden siste inflasjonsrapport. Produsentprisindeksen måler prisene på varer fra norske produsenter til hjemmemarkedet og til eksport. Tolvmånedersveksten i totalindeksen, som er sterkt påvirket av prisutviklingen på råolje, ble redusert til 2,1 prosent i juli og august. Fallet i råoljeprisene har særlig gitt seg utslag i lave vekstrater i prisene for sektorene oljeutvinning og bergverksdrift.

For industrien, som i mindre grad påvirkes direkte av oljeprisene, er prisutviklingen mer stabil. Hittil i år har tolvmånedersveksten i produsentprisindeksen for industrien ligget i underkant av 4 prosent, jf. figur 1.8.

I siste halvdel av fjoråret viste spesielt prisene på produkter rettet mot eksportmarkedet sterk vekst. Etter en svakere prisutvikling gjennom første halvår i år økte tolvmånedersveksten igjen i juli. Det var særlig prisene på metaller som aluminium, kopper og nikkel som styrket seg etter halvårsskiftet.

Det er stadig betydelig lavere prisvekst på produkter omsatt i hjemmemarkedet enn for produkter rettet mot eksportmarkedet. Som en indikasjon på dette har tolvmånedersveksten for næringsmidler, drikkevarer og tobakk falt fra 1,5 prosent i januar til -0,4 prosent i august. Prispresset i det norske markedet ser således fortsatt ut til å være moderat.

1.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

Nasjonalregnskapets prisindekser – eller deflatorer – understøtter bildet av en moderat prisvekst i norsk økonomi, jf. tabell 1.1. I likhet med utviklingen i KPI har prisdeflatorerne for innenlandsk etterspørsel økt fra 1994 og indikerer pr andre kvartal i år en prisvekst på 2,1 prosent siste året. Den årlige prisveksten ligger i området 2–2½ prosent for alle innenlandske etterspørselskomponenter.

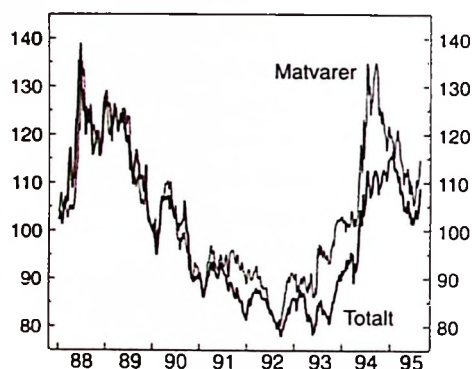
Den noe høyere veksten i BNP-deflatoren for innenlandske etterspørselskomponenter skyldes blant annet høyere eksportpriser.

Nesten 40 prosent av vektgrunnet i KPI påvirkes av prisutviklingen på verdensmarkedet. Drøyt 20 prosent av vektgrunnet består av importerte konsumvarer. Ytterligere nesten 20 prosent består av norskproduserte konsumvarer som enten er påvirket av utenlandsk konkurranse eller påvirket av verdensmarkedet på grunn av stort importinnhold i form av råstoffer der prisene bestemmes på verdensmarkedet. Utviklingen i prisene på importerte konsumvarer påvirkes av tre forhold:

- Endringer i priser internasjonalt
- Endringer i den importveide kronkursen
- Endringer i driftsmarginer og andre kostnader hos importører og forhandlere

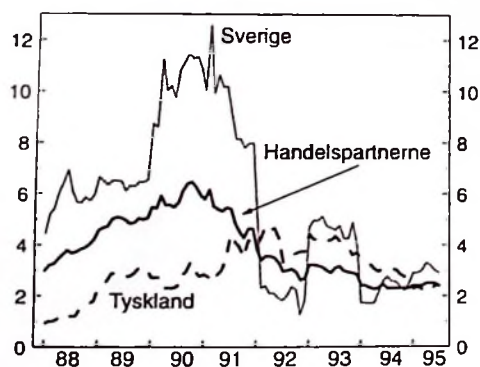
Prisstigningen internasjonalt blir diskutert i punkt 2.1, og den importveide kronkursen omtales i punkt 2.2. I punkt 2.3 omtaler vi importprisutviklingen samlet.

Figur 2.1
Råvareprisene. Målt i SDR. Indeks 1990=100



Kilde: The Economist

Figur 2.2
Konsumprisene hos handelspartnerne. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: OECD

2.1 Prisstigningen internasjonalt

Etter en kraftig økning gjennom 1994 falt de fleste råvareprisene i første halvår i år. Dette bidrog isolert sett til å dempe prisimpulsene til Norge. Siden halvårsskiftet har råvareprisene igjen steget noe, jf. figur 2.1. The Economists indeks for alle råvarer (målt i SDR) var ved utgangen av august om lag 5 prosent lavere enn den var ved årsskiftet.

Det er betydelige forskjeller i prisutviklingen for de ulike undergrupper av råvarer. Mens delindeksen for metaller har økt med 13 prosent siden siste inflasjonsrapport, har råvarer fra jordbruket hatt et prisfall på 4 prosent.

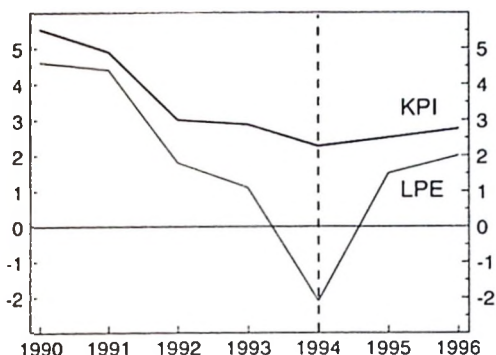
For siste halvdel av inneværende år ventes det at råvareprisene vil holde seg relativt stabile. Den sterke veksten i råvareprisene i siste halvdel av 1994 gjør at prisene i 1995 i gjennomsnitt vil ligge noe høyere enn i 1994. Dersom råvareprisene, målt ved The Economists indeks, blir liggende på nivået fra utgangen av august resten av året, blir økningen i råvareprisene fra 1994 til 1995 på 4,7 prosent.

Oljeprisen regnet i dollar har falt med 10 prosent siden forrige inflasjonsrapport, og ligger nå på samme nivå som ved årsskiftet. Oljeprisen påvirker norske konsumpriser blant annet gjennom bensinprisene.

Den gjennomsnittlige konsumprisstigningen hos våre handelspartnere er på samme nivå som den norske konsumprisstigningen. Tolvmånedersveksten i konsumprisene hos handelspartnere var 2,5 prosent i juni. Denne veksttakten er den

Figur 2.3

Lønnskostnader pr. produsent enhet og konsumpriser hos handelspartnere. Årlig vekst. Prosent



Kilde: IMF, OECD og Norges Bank

Tabell 2.1

Konsumpriser. Norges Banks anslag. Prosentvis vekst fra forrige år. Anslag fra private prognoseinstitutter i parentes¹⁾.

	1995		1996	
USA	3	(3,1)	3¼	(3,5)
Japan	0	(-0,1)	½	(0,2)
Tyskland	2¼	(2,2)	2	(2,4)
Storbritannia	3¼	(3,4)	3	(3,8)
Sverige	3	(3,2)	3	(3,5)
Finland	1½		2½	
Danmark	2¼	(2,5)	3	(3,0)
Norges handelspartnere	2¼	(2,6)	2¼	(3,0)
ECU-landene	3	(2,8)	2¼	(3,1)

1) Det gjennomsnittlige anslaget for konsumprisveksten fra ulike private prognoseinstitusjoner i mai, publisert i The Economist.

Kilde: IMF, The Economist

samme som i april og mai, og 0,1 prosentpoeng høyere enn i årets tre første måneder.

I USA økte konsumprisene med 0,2 prosent i juli, og tolv månedersraten falt til 2,8 prosent. Ifølge de fleste prognosene vil inflasjonsraten i USA være høyere enn 3 prosent både i 1995 og 1996. Reduksjonen i federal funds renten fra 6 til 5,75 prosent i begynnelsen av juli indikerer at de amerikanske myndighetene mener å ha inflasjonen under kontroll.

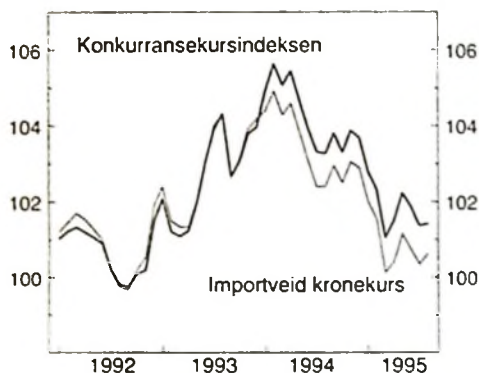
Tolv månedersveksten for konsumprisene i Tyskland, målt ved levekostnadsindeksen, falt fra 2,4 prosent i juni til 2,3 prosent i juli. Fallet fra juni til juli skyldes i hovedsak lavere importpriser grunnet sterk D-mark og reduserte råvarepriser. Tyskland har nylig publisert foreløpige BNP-tall for første og andre kvartal i år. Tallene må tolkes med en viss forsiktighet på grunn av en betydelig omlegging av statistikkproduksjonen. BNP var i første kvartal i år 2,9 prosent høyere enn i samme kvartal i fjor, mens BNP i andre kvartal var 2,2 prosent høyere enn ett år tidligere. BNP-tallene indikerer at det økonomiske oppsvinget er noe svakere enn tidligere antatt. Det forhold at den tyske sentralbanken 24. august senket diskontoen og lombard-renten med 0,50 prosentpoeng, kan tolkes på samme måte. Det skulle derfor være liten grunn til å vente tiltakende inflasjon i tiden fremover.

I Sverige er konsumprisveksten redusert de siste tre månedene. I juli var tolv månedersveksten 2,9 prosent. I følge de siste inflasjonsrapportene fra Sveriges Riksbank har det vært en viss fare for at inflasjonen vil overstige 3 prosent, som er den øvre grensen i Riksbankens inflasjonsmål. Sveriges Riksbank har følgelig økt de administrerte rentene ved flere anledninger i år for å unngå at dette skal skje. Renteøkningene sammen med den siste tids appresiering av svenske kroner har økt sannsynligheten for at Riksbanken skal nå sitt inflasjonsmål.

I Storbritannia har det vært en viss uenighet mellom finansdepartementet og sentralbanken om behovet for å øke de administrerte rentene for å nå inflasjonsmålsettingen (som gjelder for stigningen i konsumprisene eksklusive boliglånsrenter). De siste månedene har en imidlertid latt være å øke rentene, og sentralbankens prognose for prisutviklingen ble svakt nedjustert i inflasjonsrapporten som ble publisert i august. Tolv månedersraten for konsumpriser eksklusive boliglånsrenter falt fra 3,0 prosent i mai til 2,8 prosent i juni.

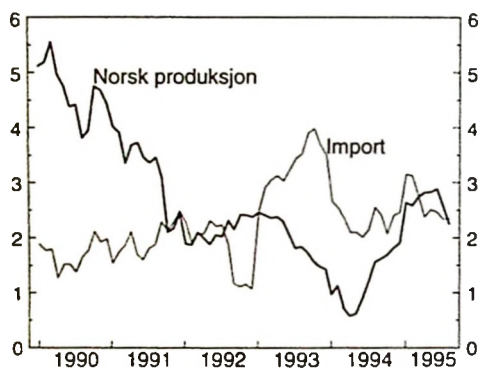
Den gjennomsnittlige konsumprisstigningen hos handelspartnere anslås til 2¼ prosent i 1995 og 2¼ prosent i 1996. De fleste land i det kontinentale Vest-Europa er relativt tidlig i konjunkturoppgangen, og her bidrar ledig produksjonskapasitet og høy arbeidsledighet til å dempe prispresset. I tillegg er pengepolitikken strammet til i land som har ligget langt fremme i konjunkturoppgangen. Dette har bidratt til å redusere inflasjonsforventningene og dempe lønnsveksten. Tabell 2.1 gir en

Figur 2.4
Kursen på norske kroner



Kilde: Norges Bank

Figur 2.5
Konsumprisene (KPI). Import og norsk produksjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

oversikt over våre prognoser for konsumprisutviklingen i enkeltland. Tabellen viser også et gjennomsnitt av anslagene for konsumprisveksten gitt av private prognoseinstitusjoner, publisert i tidsskriftet *The Economist*.

2.2 Importveid kronkurs

Målt i forhold til et veid gjennomsnitt av valutaene til de viktigste landene Norge importerer fra, har den norske kronen endret seg lite siden forrige inflasjonsrapport. Dersom vi beregnings-teknisk legger til grunn at kursen blir liggende uendret framover på gjennomsnittskursen de siste tre månedene, får vi en appresiering på 2¼ prosent i år og ¼ prosent neste år, målt ved den importveide valutakursen.

Utviklingen i den importveide valutakursen reflekterer i stor grad utviklingen i kursen på svenske kroner og amerikanske dollar. Svenske kroner har svekket seg med 1 prosent i forhold til norske kroner det siste året, mens amerikanske dollar har svekket seg med nær 7 prosent.

Inkluderer vi også valutaene til de viktigste landene vi eksporterer til, samt de landene vi konkurrerer med på verdensmarkedet, har kronen styrket seg marginalt mindre enn den importveide indeksen det siste året, jf. figur 2.4. Konkurranskursindeksen er nærmere omtalt i en egen ramme i avsnitt 4.3.

2.3 Importert prisvekst. Sammendrag

Som det fremgår av de to foregående punktene er prisimpulsene fra utlandet fortsatt relativt svake. De fleste råvareprisene har falt siden årsskiftet og bidratt til å redusere prisveksten i Norge. Vi ser ikke for oss noen store endringer i råvareprisene fremover. Det ventes heller ikke sterke prisimpulser fra andre importvarer. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere, som nå er om lag på samme nivå som den norske konsumprisveksten, anslås å øke moderat neste år. I tillegg bidrar styrkingen av den importveide kronkursen det siste året til å dempe prisimpulsene til Norge.

Som nevnt i avsnitt 1.1 er veksten i delindeksen for importvarer i KPI om lag på nivå med veksten i delindeksen for norsk-produserte varer og tjenester så langt i år.

Appresieringen av kronen og den lave prisveksten på import av tradisjonelle varer i 1994 og så langt i 1995 reiser spørsmålet om hvorfor ikke gjennomslaget i KPI-veksten er blitt sterkere.

Appresieringen vil isolert sett innebære lavere importpriser av både konsumvarer, innsatsvarer og investeringsvarer. På kort sikt vil imidlertid kursbevegelsene neppe fullt ut reflekteres i importprisene. Dette kan forklares ved at utenlandske eksportører benytter kursutviklingen til å øke sine fortjenestemarginer. I hvor stor grad og hvor raskt eksportørene justerer prisene vil

blant annet avhenge av konkurranseforholdene i de respektive markeder og hvor permanent kursutviklingen oppfattes. For import av varer som omsettes på verdensmarkedet, for eksempel råvarer, må det antas at kursutviklingen nokså momentant reflekteres i importprisene (i NOK). I andre markeder kan prisjusteringene ta lengre tid.

Importprisene på konsumvarer har en vekt i overkant av 20 prosent i konsumprisindeksen. Dersom en appresiering av kronen på om lag 3 prosent ($2\frac{3}{4}$ prosent i 1995 og $\frac{1}{4}$ prosent i 1996) fullt ut reflekteres i importprisene og videre i utsalgsprisene til norske konsumenter, innebærer dette således et negativt bidrag til konsumprisveksten på vel $\frac{1}{2}$ prosentpoeng. Den realiserte førsterundeeffekten av appresieringen kan bli lavere enn dette av flere grunner. Importprisene vil som nevnt ovenfor på kort sikt bare delvis reflektere kursutviklingen, og norske importører og detaljister kan øke sine marginer. I en situasjon med lav inflasjon, stabile priser og sterk konkurranse, kan det være vanskelig for de ulike omsetningsleddene å foreta hyppige prisjusteringer. Det kan således være en form for nominell rigiditet i prisene på kort sikt, og dette kan også forklare at appresieringseffektene skyves ut i tid.

Vi antydte i forrige inflasjonsrapport at appresieringen ville bidra til å dempe konsumprisveksten med $\frac{1}{4}$ prosent både i 1995 og 1996. Anslaget bygget på beregninger foretatt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Vi har foreløpig ikke grunnlag for å endre disse vurderingene, men momentene ovenfor antyder at det er stor usikkerhet knyttet til gjennomslaget fra en appresiering på konsumprisene. Usikkerheten er dels knyttet til hvor raskt appresieringen slår igjennom. I tillegg er våre tidligere erfaringer med prisvirkningene av kursbevegelser i hovedsak fra perioder med depresiering av kronen. Det er ikke gitt at priseffektene av en appresiering er symmetriske med virkningene av en depresiering.

3 Konjunkturutviklingen

Høy økonomisk vekst vil ikke automatisk resultere i stigende inflasjon. I en tidlig oppgangsfase hvor det er betydelig ledige ressurser i økonomien, vil kraftig økonomisk ekspansjon kunne ledsages av lav prisstigning. Dersom etterspørselsveksten fører til press på kapasiteten i økonomien, vil imidlertid dette etter hvert slå ut i høyere prisstigning. Dette kan skje enten direkte ved at fortjenestemarginene økes hos produsentene, eller indirekte ved at lønningene og priser på andre innsatsfaktorer presses opp. I denne seksjonen diskuteres konjunktursituasjonen. I neste seksjon drøfter vi på hvilken måte konjunkturutviklingen påvirker lønninger og fortjenestemarginer.

I denne rapporten kommer vi ikke med nye anslag for norsk realøkonomi, men vi sammenholder utviklingen med anslagene vi gav i juni. Nye anslag vil bli presentert i desember.

3.1 Hovedtrekk

Reviderte nasjonalregnskapstall for 1994 viser at veksten i norsk økonomi var sterkere enn tidligere antatt. Veksten i Fastlands-Norge anslås nå til nesten 5 prosent i 1994. Det kvartalsvise nasjonalregnskapet antyder en svakere etterspørselsvekst i siste kvartal i fjor og første kvartal i år. I andre kvartal tok imidlertid etterpørselsveksten seg opp igjen. Samlet tyder de siste tallene på at etterspørselsveksten vil bli relativt høy også i inneværende år. Dette bildet understøttes av korttidsindikatorer, som blant annet viser en fortsatt sterk vekst i detaljomsetningen og i kjøp av nye personbiler.

I forrige inflasjonsrapport la vi til grunn at konsumveksten ville avdempes i 1995 og 1996 sammenlignet med 1994. Samtidig ventet vi at investeringene i bedriftene ville øke kraftig, mens veksten i eksporten ville avta noe etter sterk vekst i 1994. Samlet anslo vi at BNP for Fastlands-Norge ville øke med om lag 3¼ prosent i 1995 og 2¼ i 1996.

Utviklingen hittil i år trekker i retning av noe høyere vekst i innenlandsk etterspørsel i 1995 enn vi sist anslo. En sterk importvekst viser at etterspørselen er i ferd med å vris noe fra hjemmeproduerte til importerte produkter. Dette har blant annet sammenheng med den relativt sterke investeringsaktiviteten. Eksportetterspørselen er imidlertid noe svakere enn vi tidligere la til grunn. Dette kan sees i sammenheng med en svakere vekst for handelspartnerne i første halvår i år enn forutsatt.

Vi ser fortsatt for oss en relativt balansert utvikling i 1995 og 1996. Vi legger til grunn at konsumutviklingen etter hvert vil bli tilpasset den løpende inntektsutviklingen. Utflating i boligpriser og en fortsatt klart positiv realrente tilsier at husholdningene vil være tilbakeholdne med å kredittfinansiere en sterk konsum-

Tabell 3.1

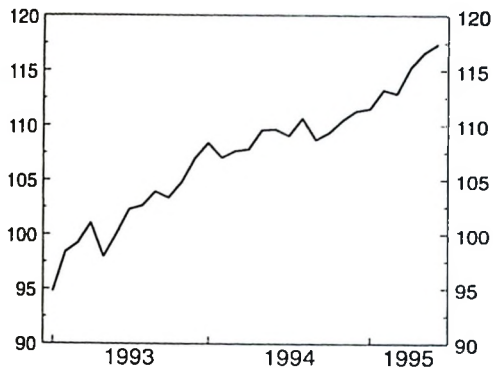
*Tilgang og bruk av varer og tjenester.
Vekst fra forrige periode. Prosent.*

	1994	1995	
		1. kv. ¹⁾	2. kv. ¹⁾
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,8	0,5	1,2
Konsum i husholdninger mv	4,6	0,1	1,9
Konsum i off. forvaltning	1,1	-1,4	0,0
Brutto investeringer			
i realkapital	5,2	6,7	5,6
Fastlands-Norge	12,0	4,8	0,6
Eksport	8,5	-1,9	-3,9
Tradisjonelle varer	13,3	4,2	-7,8
Import	6,6	1,8	5,2
Tradisjonelle varer	15,0	3,2	2,7
BNP	5,7	-1,0	1,2
BNP, Fastlands-Norge	4,8	-0,9	1,7

1) Sesongjustert

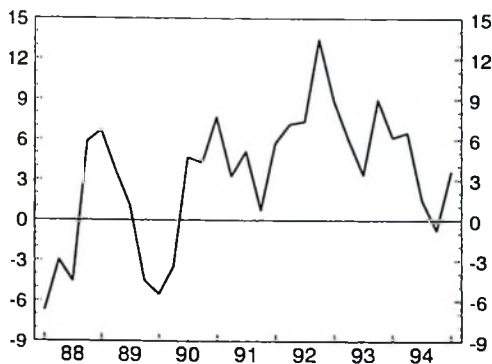
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.1
 Detaljomsetningsindeksen.
 Sesongjustert. 1992=100



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2
 Husholdningenes netto finansinvesteringer. Sesongjustert. Milliarder kroner pr. kvartal



Kilde: Norges Bank

vekst. Vi regner også med at veksten i eksporten av tradisjonelle varer vil ta seg noe opp mot slutten av året.

3.2 Husholdningene

Husholdningenes konsum viser fortsatt sterk vekst. Ifølge reviderte nasjonalregnskapstall var konsumveksten i 1994 på 4,6 prosent. I første kvartal i år var konsumveksten svak, men tok seg betydelig opp i andre kvartal. Vi anslo i forrige inflasjonsrapport at husholdningenes konsum ville øke med 3 prosent i 1995 og 2½ prosent i 1996. Den sterke veksten i andre kvartal i år kan tyde på en noe sterkere konsumvekst i år enn vi tidligere har anslått.

Siden siste inflasjonsrapport har detaljomsetningsindeksen vist sterk økning, med tolv månedersvekst i juni og juli på 6,8 prosent. Dette indikerer en fortsatt sterk økning i varekonsumet, og spesielt er det sterk vekst i kjøp av varige forbruks-goder, som møbler og elektriske artikler. Bilsalget viser også sterk vekst. Ved utgangen av august var det hittil i år registrert i underkant av 69 000 nye personbiler. Dette er en økning på 14 prosent sammenliknet med samme periode i fjor.

De foreløpige kvartalsvise nasjonalregnskapstall viser svakere vekst for husholdningenes tjenestekonsum enn for varekonsumet. Tjenestekonsumet økte likevel med 3,5 prosent fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år.

Den sterke veksten i husholdningenes konsum må ses på bakgrunn av den foregående periode med høy finansiell sparing og oppbygging av formue. Videre har rentenedgangen i 1993 og 1994 samt økningen i boligprisene spilt en betydelig rolle for konsumutviklingen. Husholdningenes realinntekter har også økt betydelig som følge av sterk vekst i sysselsettingen.

Vi forventer at husholdningenes konsum vil utvikle seg i takt med veksten i disponibel inntekt. Selv om den innenlandske kredittveksten har økt noe de siste to årene (se også avsnitt 3.5), er den fremdeles på et lavt nivå. Det er således ingen tydelige tegn til at konsumveksten er lånefinansiert.

Etter et fall i husholdningenes finansinvesteringer i de to siste kvartaler av fjoråret tok disse seg noe opp igjen i første kvartal i år, jf. figur 3.2. Regnet over de fire siste kvartalene utgjorde netto finansinvesteringer 3,0 prosent av beregnet disponibel inntekt.

3.3 Boligmarkedet

Etter sterk boligprisvekst i 1993 og første del av 1994 ser det nå ut til at veksten har flatet ut. ECONs prisindeks for bruktboliger økte med henholdsvis 3,7 og 1,1 prosent i første og andre kvartal i år. SSBs boligprisindeks gir også indikasjoner om en utflating av bruktboligprisene. Denne indeksen, som omfatter langt flere boliger, økte med 0,7 prosent i 1. kvartal. Her forelig-

En sammenlikning av konjunkturoppgangene nå og sist

Det er enkelte likhetstrekk, men også en del viktige forskjeller mellom konjunkturoppgangen på midten av 1980-tallet og den vekstperioden vi nå er inne i. Oppgangen i norsk økonomi fra inngangen til 1984 startet på mange måter som en vanlig norsk oppgang, ledet av vekst i tradisjonell eksport året før. Dette utløste vekst i bedriftenes investeringer gjennom 1984. Året etter fikk vi en kraftig vekst i privat konsum, jf. figur 1. Privat konsum og boligkjøp var i stor grad basert på lånopptak, og husholdningenes sparing falt fra om lag 5 prosent i 1983 til -6 prosent i løpet av tre år, jf. figur 2. Denne utviklingen må blant annet sees i sammenheng med dereguleringen av kredittmarkedet uten at rentene ble markadstilpasset og uten at skattesystemet var justert. Innstramminger i finanspolitikken fra 1986 og et omslag i husholdningenes gjeldsopptak gav negative vekstrater i flere realøkonomiske størrelser mot slutten av 1980-årene.

På bakgrunn av nye nasjonalregnskapstall fra SSB anslår vi at konjunkturoppgangen vi nå er inne i, begynte forsiktig ved årsskiftet 1991-92. Vi hadde da en periode bak oss med svak vekst i realøkonomien og finansiell konsolidering i husholdningene. Gjennom 1992 tok aktiviteten seg gradvis opp igjen, først og fremst drevet av høye oljeinvesteringer og vekst i eksporten fra Fastlands-Norge, men også gjennom betydelig økning i offentlig etterspørsel. Veksten holdt seg moderat gjennom 1993, selv om offentlig etterspørsel ble redusert gjennom dette året. Først mot slutten av 1993 og inn i 1994 fikk veksten styrke gjennom en kraftig vekst i eksporten fra Fastlands-Norge og økning i husholdningenes konsum. Dette skyldtes dels at en viss bedring i Norges konkurransevne muliggjorde vekst i markedsandeler, og dels at den tyske rentenedgangen stimulerte etterspørselen internasjonalt. Den tyske rentenedgangen gav også rentefall i Norge, og førte til at konsumveksten denne gang kom samtidig med eksportveksten. Dette gav sterk vekst i produksjonen i 1994. Også bedriftenes investeringer tok seg opp i fjor, og vi venter kraftig investeringsvekst i år.

Av figur 1 og 2 ser vi at husholdningene har vært mer forsiktige med å øke konsumet i begynnelsen av denne konjunkturoppgangen sammenliknet med oppgangen på 1980-tallet. Likevel vil vi trolig i løpet av neste år ha hatt en like stor vekst i husholdningenes konsum som man hadde gjennom forrige konjunkturoppgang, uten at husholdningenes sparing har vært

negativ, slik den var i årene 1985-88. Dette har vært mulig ved at veksten i husholdningenes readdisponible inntekt har vært sterkere i denne konjunkturoppgangen enn i forrige.

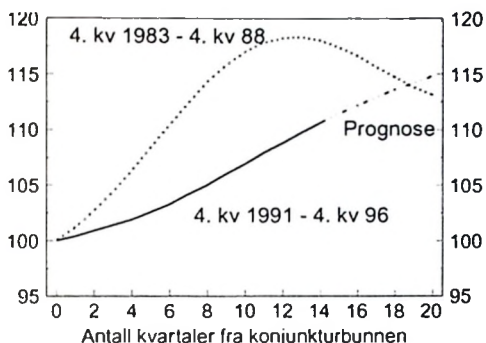
Kredittveksten er også langt mer moderat i denne konjunkturoppgangen. Mens man i 1986 hadde årlige nominelle vekstrater på over 20 prosent i innenlandsk kreditttilførsel til publikum, har vi i år hatt vekstrater på 3-4 prosent, jf. figur 3. Veksten i boligbyggingen har derfor i større grad vært egenkapitalfinansiert denne gangen. Den mer moderate etterpørselsutviklingen har også ført til at veksten i boligprisene denne gang er svakere, jf. figur 4. Økt boligformue har dermed gitt langt svakere impulser til konsumet denne gangen enn det vi så på 1980-tallet.

Figur 5 sammenlikner utviklingen i konsumpriser og BNP Fastlands-Norge i denne og forrige konjunkturoppgang. Sterk eksportvekst og innenlandsk etterspørselsvekst gav en kraftig start på forrige konjunkturoppgang. Sammen med sterk kredittvekst bidrog høy lønns- og prisvekst etter hvert til en overoppheting av økonomien, som gav et fall i BNP i Fastlands-Norge da oppgangen mistet sin styrke. Prisimpulsene kom dels gjennom den høye etterspørselsveksten, men også fra devalueringen i 1986 og arbeidstidsforkortelsen i 1987.

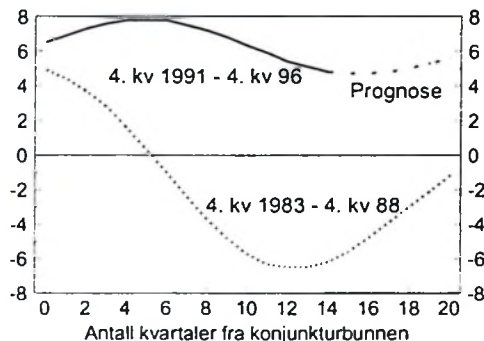
Hittil i denne konjunkturoppgangen har norsk økonomi opplevd et langt mer moderat forløp for lønns- og prisveksten til tross for relativt høye vekstrater. Den moderate utviklingen skyldes trolig dels et mindre stramt arbeidsmarked, jf. figur 6, og dels at vi nå har lavere prisimpulser fra utlandet. I tillegg har lønnsstakerne erfart at det er mulig å få til en betydelig vekst i disponibel inntekt gjennom en solidarisk lønnspolitikk. Dette har gitt langt gunstigere vekstbetingelser for norsk økonomi og har gjort det mulig å få til en stabil vekst. Figur 5 viser at selv om vi hadde en svakere vekst i begynnelsen av denne konjunkturoppgangen, vil vi med lavere inflasjon i økonomien likevel oppnå større vekst enn forrige gang når vi ser perioden under ett.

For at konjunkturoppgangen skal gå over i en balansert vekst, er det en avgjørende forutsetning med en stram finanspolitikk og fortsatt moderat utvikling i priser og kostnader. Dermed kan sterke tilbakeslag i økonomien og økende ledighet unngås.

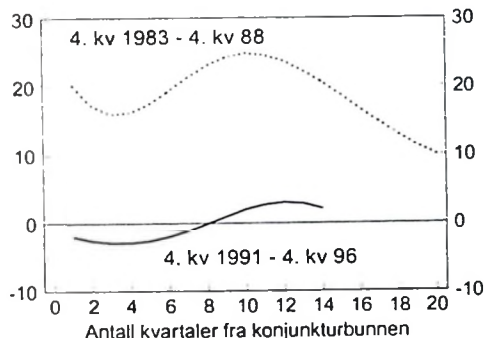
Figur 1
 Konsum i husholdningene.
 Indeks, konjunkturbunn=100. Glattet



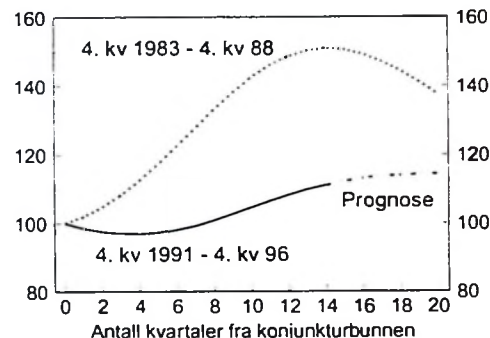
Figur 2
 Husholdningenes sparerate
 Prosent av disponibel inntekt. Glattet



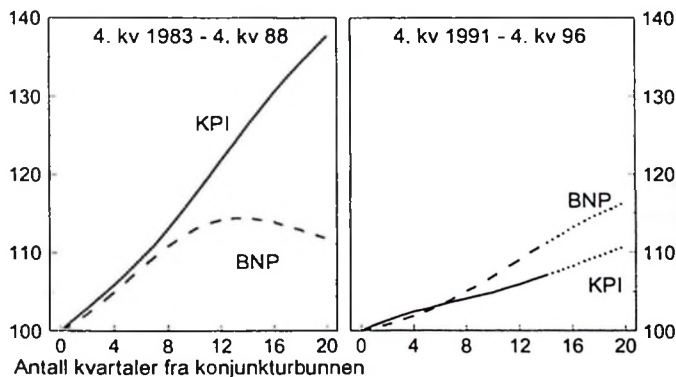
Figur 3
 Innenlandsk kredittilførsel (K1)
 Tolv månedersvekst, prosent. Glattet



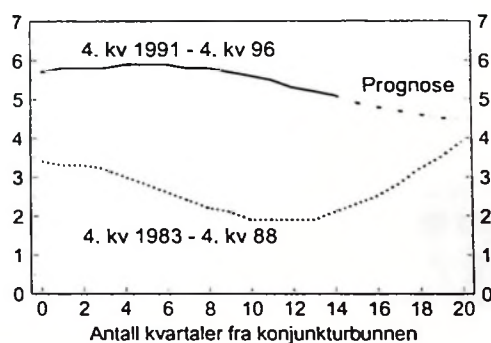
Figur 4
 Realpris på boliger
 Indeks, konjunkturbunn=100. Glattet



Figur 5
 BNP Fastlands-Norge og konsumprisindeksen
 Indekser, konjunkturbunn=100. Glattet



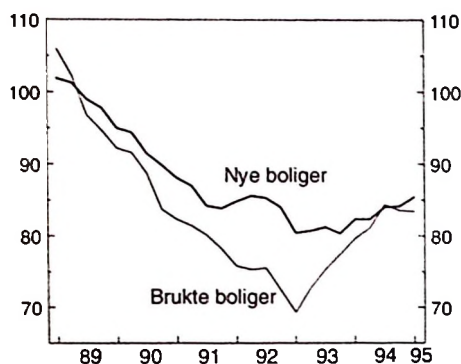
Figur 6
 Arbeidsledighet (AKU)
 Prosent av arbeidsstyrken. Glattet



I figurene er denne konjunkturoppgangen sammenliknet med forrige konjunkturoppgang ved å vise utviklingen fra den forutgående konjunkturbunnen. Et bunnpunkt er definert som kvartalet der veksten i BNP Fastlands-Norge skifter fra å være svakere til å bli sterkere enn den langsiktige trenden. Ut fra dette har vi anslått bunnpunktene til henholdsvis 4. kvartal 1983 og 4. kvartal 1991. For konjunkturoppgangen på 1990-tallet har vi benyttet nye nasjonalregnskapstall fra SSB og forlenget dem med prognosene fra de mellomlangsigte fremskrivningene i Penger og Kreditt 95/2. For 1980-tallet er nasjonalregnskapet foreløpig ikke revidert, noe som kan innebære enkelte definisjonsmessige forskjeller i figurene. Særlig i figur 2 er spareraten i det nye nasjonalregnskapet betydelig oppjustert, noe som innebærer at nivået på de to kurvene ikke nødvendigvis er sammenliknbart.

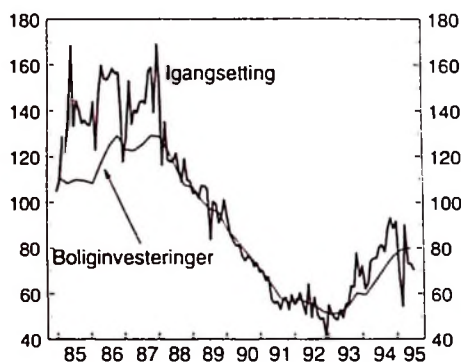
Kilde: Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

Figur 3.3
Realpriser boliger. Indeks 1989=100



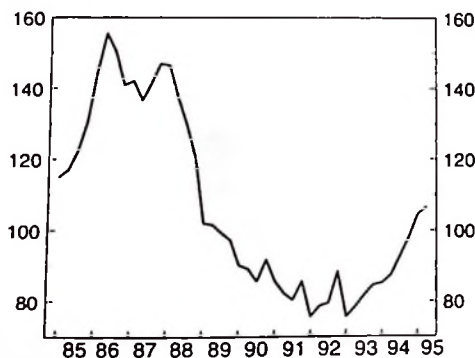
Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

Figur 3.4
Igangsetting av boliger og boliginvesteringer. Indeks 1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5
Investeringer i bedrifter i Fastlands-Norge. Indeks 1989=100. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ger ikke tall for andre kvartal. Prisoversikter fra EXACT, OBOS og NBBL indikerer likeledes en utflating av prisene på ulike typer boliger fram til og med juli i år.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi en realvekst i boligprisene på 3½–4 prosent i 1995 og 2–2½ prosent i 1996. Boligprisene viste en realvekst på 10 prosent i 1994. Uendrede bruktboligpriser fra andre kvartal ut året (basert på ECONs prisindeks) innebærer en gjennomsnittlig (nominell) prisvekst fra 1994 til 1995 på om lag 6 prosent.

Økte priser i annenhåndsmarkedet har ført til at avviket mellom prisene på nye og brukte boliger er blitt redusert, jf. figur 3.3. Dette gjør det relativt sett billigere å bygge nytt. I forrige inflasjonsrapport anslo vi en økning i boliginvesteringene på 18 prosent i år og 11 prosent neste år. I 1994 økte boliginvesteringene med mer enn 30 prosent. Tall over igangsettingen av nye boliger har siden forrige inflasjonsrapport vist en fallende tendens. Dersom det sesongjusterte igangsettningsnivået holder seg på juli-nivå ut året, vil antall igangsatte kvadratmeter gå ned med 8 prosent fra 1994 til 1995.

Ordrestatistikken for bygg og anlegg viser en sterk vekst i ordretilgangen for rehabilitering av boliger. Sammen med det høye igangsettningsnivået av boliger i fjor indikerer dette at boliginvesteringene i 1995 kan bli om lag som tidligere anslått.

3.4 Bedrifter

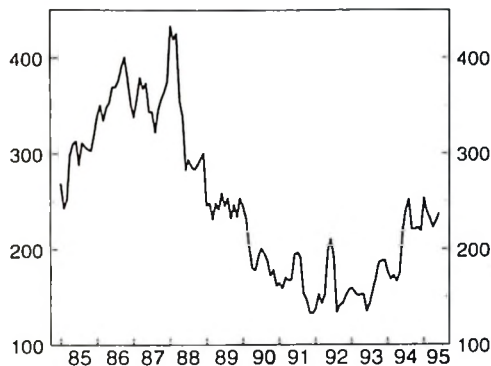
Den sterke konjunkturoppgangen har gitt seg utslag i kraftig investeringsvekst. I første halvår var investeringene i fastlandsbedriftene over 20 prosent høyere enn samme periode i fjor. I forrige inflasjonsrapport anslo vi en investeringsvekst for bedriftene i fastlandsøkonomien på omkring 18 prosent i år og 12 prosent neste år.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at investeringene i industrien har økt kraftig hittil i år. Dersom investeringsnivået i første halvår videreføres ut året, vil vi få en vekst i industriinvesteringene i år på over 30 prosent, i tråd med vårt anslag i forrige inflasjonsrapport. Innenfor privat tjenesteyting og samferdsel vil en tilsvarende beregning gi drøyt 15 prosent vekst i år. Her gir investeringene i ny hovedflyplass på Gardermoen et viktig bidrag. Også innenfor bygg- og anlegg og fiskeoppdrett har det vært høy investeringsvekst, mens investeringene i øvrige primærnæringer har avtatt. Det samlede investeringsbildet er i tråd med våre anslag fra forrige inflasjonsrapport.

Investeringstillingen fra Statistisk Sentralbyrå bekrefter inntrykket av en kraftig investeringsvekst i industrien i år. For neste år indikerer imidlertid tellingen et visst fall i investeringene, mens vi tidligere har anslått en vekst på 13–14 prosent. Tellingene baserer seg på bedriftenes egne anslag, og det er betydelig usikkerhet knyttet til disse anslagene for 1996. Et anslått

Figur 3.6

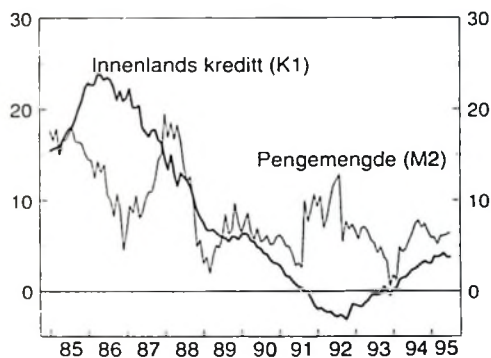
Igangsetting av næringsbygg. 1000 kv.meter. Sesongjustert, glattet. Pr. måned



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.7

Kreditt og pengemengde. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

fall i investeringene kan imidlertid være en indikasjon på at utflatingen i industriproduksjonen i år skyldes svakere etterspørsel, og at bedriftene derfor er avventende med videre investeringer. Ordrestatistikken viser fortsatt vekst i ordretilgangen til eksportrettede næringer i industrien, men svakere ordretilgang til industri som produserer på hjemmemarkedet.

Innenfor tjenesteyting og varehandel venter vi en investeringsvekst på 15 prosent i år og 12–13 prosent neste år. Ifølge byggearealstatistikken har riktignok igangsettingen av forretningsbygg hatt en avtakende tendens gjennom første halvår, jf. figur 3.6, men nivået er om lag 25 prosent høyere enn første halvår i fjor.

Det er grunn til å tro at rentefallet de siste årene sammen med høy inntjening og god egenkapitalutvikling i bedriftene gir et godt grunnlag for en viss investeringsvekst også neste år. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at investeringene i Fastlands-Norge i hovedsak kommer i bygninger og anlegg, mens maskininvesteringene bare har økt svakt siden i fjor. Dette er en indikasjon på at investeringene i stor grad er kapasitetsutvidende, og kan dermed bidra til å redusere faren for prispress som følge av kapasitetsskranke i produksjonen.

3.5 Kreditt- og pengemengdevekst

Husholdningenes konsumvekst er nå i større grad enn tidligere i denne konjunkturoppgangen kredittfinansiert. Den oppgangen vi så i innenlandsk kredittvekst gjennom hele fjoråret, fortsatte de første månedene i år. Kredittveksten i juni og juli var imidlertid noe lavere enn de foregående to månedene. Fra utgangen av juli 1994 til utgangen av juli i år økte innenlandsk kreditt med 3,8 prosent. Veksttaket – målt som gjennomsnittlig utestående kreditt siste tremånedersperiode sammenliknet med foregående tremånedersperiode – har de siste månedene ligget noe høyere enn den gjorde i fjor. I juli var veksttaket 4,3 prosent. Selv om den innenlandske kredittveksten nå ligger markert høyere enn det vi har sett de siste årene, er vekstratene så langt moderate, spesielt sammenliknet med kredittveksten omkring midten av 1980-årene. Hvis vi sammenlikner den reelle kredittveksten, det vil si at vi justerer for endringer i prisnivå, med vekstratene på 1980-tallet, er vi fortsatt langt unna tilsvarende vekstrater i kreditttilførselen.

For enkelte typer av utlån har det imidlertid vært en svært kraftig vekst det siste året. Utlån fra private banker og Postbanken, som er den klart viktigste kredittkilden for publikum, økte med nær 10 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av juli i år. En må helt tilbake til 1988 for å finne tilsvarende vekstrater. Den sterkeste relative utlånsveksten finner vi i finansieringsselskapene, men her er kredittvolumet

lite. Utlånsveksten fra finansieringsselskapene gjenspeiler i stor grad økt privat forbruk. Den kraftige utlånsveksten fra banker og finansieringsselskap ble i noen grad motvirket av en nedgang i utlånene fra livsforsikringsselskaper og private kredittforetak – institusjoner som i større grad yter kreditt til boligformål. En egen ramme om kredittveksten finnes i rapporten om «Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner» i dette nummeret av Penger og Kreditt.

Den registrerte pengemengden – M2 – vokste med 6,5 prosent i perioden fra juli 1994 til juli 1995. Dette er noe høyere enn de foregående månedene, men noe lavere enn i annet halvår i fjor. Den underliggende veksten i pengemengden var svært kraftig i juni og juli. Fra et bunnpunkt i februar, da veksttakten var nede i –5,4 prosent, har den steget jevnt til vel 17 prosent de to siste månedene. Veksten i pengemengden kan indikere økt transaksjonsbehov som følge av høy etterspørsel. Økte likvide fordringer kan også indikere planlagte økninger i forbruket fremover.

3.6 Utenriksøkonomi

Veksten hos våre handelspartnere har hittil bidratt med betydelig etterspørselsimpulser mot norsk økonomi, noe som reflekteres i høy eksport av vareinnsats og investeringsvarer. I forrige inflasjonsrapport la vi til grunn en volumvekst i eksporten av tradisjonelle varer på 8¼ prosent i år og 5¼ prosent neste år. Det ser imidlertid ut til at etterspørselen mot norske produkter i første halvår har vært noe svakere enn ventet. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at eksporten av tradisjonelle varer i første halvår var om lag uendret fra siste halvår i fjor. Dersom dette nivået holder seg ut året, får vi en vekst på drøyt 4 prosent i år. Også tjenesteeksporten viser en svakere utvikling enn ventet, og nivået i andre kvartal var hele 7 prosent lavere enn i første kvartal. Vi ser imidlertid for oss at markedsveksten, og dermed eksportveksten, tar seg noe opp i annet halvår.

Importen har hittil i år utviklet seg klart sterkere enn tidligere antatt. Mens vi i forrige inflasjonsrapport anslo en volumvekst i vareimporten på 5¼ prosent, ligger det nå an til at vi får en vekst på 8 prosent dersom nivået i andre kvartal holdes uendret ut året. En dekomponering av importvarene viser at veksten i første rekke omfatter vareinnsats og byggevarer, som i første halvår stod for ¼ av den samlede importveksten målt i verdi, jf. tabell 3.2. Importen av biler økte kraftig i andre kvartal, og nivået er nå nesten dobbelt så høy som gjennomsnittet i 1993. Bildet brytes imidlertid av tjenesteimporten, som i første halvår var nesten 4 prosent lavere enn siste halvår i fjor. Dersom total import i andre kvartal holdes uendret ut året, vil vi få en samlet importvekst på opp mot 5 prosent i år.

Tabell 3.2
Import av tradisjonelle varer, milliarder kroner.

	Januar-Juni 1995	Endring fra samme periode i fjor. Prosent
Investeringsvarer	19,9	-0,1
Vareinnsats	42,6	+12,0
Byggevarer	10,5	+33,3
Energivarer	3,1	+10,9
Konsumvarer	22,3	+8,5
Personbiler	4,1	+16,8
Sum	102,6	+10,2

Kilde: Statistisk sentralbyrå

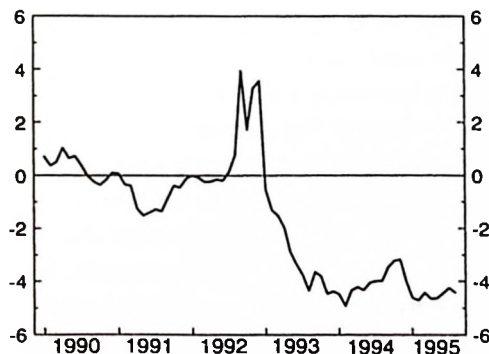
3.7 Finanspolitikk

I Revidert nasjonalbudsjett, som ble behandlet av Stortinget i juni, la Regjeringen opp til et finanspolitisk opplegg for 1995 som innebærer en innstramming i den innenlandske etterspørrelsen på om lag $\frac{1}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge. Dette er basert på uendrede reelle utgifter i forhold til året før. I omtalen av finanspolitikken for 1996 forutsatte Regjeringen i Revidert nasjonalbudsjett at statsbudsjettets underliggende utgifter videreføres på reelt uendret nivå. Sammen med uendret skatte- og avgiftsnivå vil dette innebære en viss innstramming på statsbudsjettets oljekorrigerede underskudd.

Statens finansielle situasjon er bedret siden budsjettbehandlingen i fjor høst. I behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett i Stortinget ble budsjettbalansen i statsbudsjettet for 1995 til slutt bedret med 4,7 milliarder kroner i forhold til anslått overskudd etter budsjettbehandlingen i fjor høst. Dette innebar likevel en svekkelse på over en halv milliard kroner i forhold til Regjeringens forslag. Av den anslåtte bedringen kommer nesten 3 milliarder kroner som følge av oppjusterte anslag for oljeproduksjonen.

I det reviderte budsjettet er det ikke gjort nye anslag for oljeprisen. Hittil i år har imidlertid oljeprisen i gjennomsnitt ligget under 109 kroner pr fat, noe som har gitt et inntektstap for staten på drøyt 2,5 milliarder kroner i forhold til anslaget på 115 kroner. Fallet i oljeinntektene skyldes dels lavere oljepris, men også en relativt svak dollarkurs tidligere i år. Dersom dagens oljepris på rundt 106 kroner blir liggende ut året, vil dette innebære at statens inntekter fra petroleumsvirksomheten kan bli mer enn 4 milliarder mindre enn anslaget etter behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett.

Figur 3.8
Norges Banks monetære indeks.
Januar 1992=0



Ved aggregering er realrente gitt vekt $\frac{1}{3}$, reell effektiv valutakurs vekt $\frac{2}{3}$.

Kilde: Norges Bank

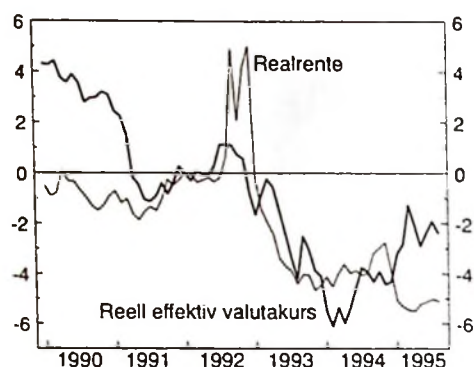
3.8 Renter og valutakurs

Renter og valutakurs er sentrale elementer i hvordan den økonomiske politikken påvirker realøkonomien og prisstigningen. Samtidig gir disse størrelsene informasjon om markedenes forventninger om fremtidig inflasjon raskere enn andre priser i økonomien.

Formålet med dette punktet er å vurdere hvordan renter og valutakursutviklingen påvirker etterspørselsforholdene i norsk økonomi. En omtale av hvordan valutakursutviklingen mer direkte påvirker den norske prisutviklingen ble gitt i punkt 2.2 foran. Rente- og valutakursutviklingen er dessuten nærmere omtalt i en egen rapport i dette nummer av Penger og Kreditt – *Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner*.

Norges Banks monetære indeks har endret seg relativt lite i løpet av 1995, men det har vært en viss stigning i indeksen siden forrige kvartalsrapport. En stigning i indeksen indikerer at pengepolitikken virker i kontraktiv retning på realøkonomien.

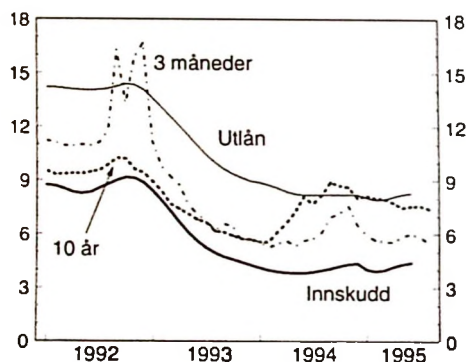
Figur 3.9
Monetær indeks. Januar 1992=0



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

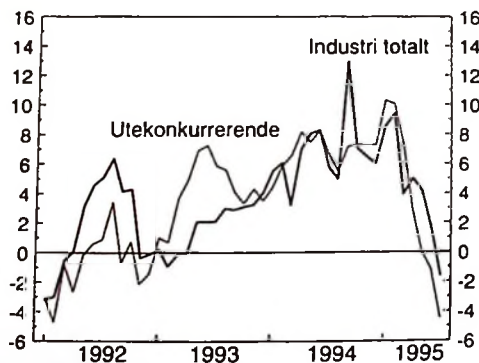
Kilde: Norges Bank.

Figur 3.10
Renteutviklingen i Norge. Bankenes innskudds- og utlånsrente, 3 mnd eurorente og 10 års statsobligasjonsrente



Kilde: Norges Bank

Figur 3.11
Produksjonsindeks. 12-månedersvekst



Kilde: Statistisk sentralbyrå

I begynnelsen av 1995 trakk en appresierende krone i kontraktiv retning, men effekten på den monetære indeksen ble i stor grad motvirket av en reduksjon i realrenten. Den midlertidige svekkelsen av kronkursen som en så på våren, ble reversert på forsommeren, og samlet så langt i år har utviklingen i den effektive kronkursen trukket i kontraktiv retning. En svak reduksjon i *realrenten* siden årsskiftet har bidratt ekspansivt.

De fluktuasjoner som har vært i pengemarkedsrentene gjennom første halvår, har bare i begrenset omfang påvirket de rentene publikum står overfor, jf. figur 3.10. Norges Banks rentestatistikk for andre kvartal viser at bankenes utlånsrenter fortsatte den nedadgående trenden vi har sett de seneste årene, og som bare ble avbrutt av en midlertidig renteøkning i fjerde kvartal i fjor. Rentereduksjonen fra første til andre kvartal var imidlertid beskjeden. Sammenliknet med utgangen av juni i fjor er bankenes utlånsrenter i gjennomsnitt redusert med 0,4 prosentpoeng. Denne rentereduksjonen har isolert sett gitt en ytterligere liten impuls til privat forbruk og investering. En oversikt over utviklingen i en del finansinstitusjoners renter på boliglån tyder på at det så langt ikke har vært særlige endringer i utlånsrentene i inneværende kvartal.

Rentenivået på utlån til norske bedrifter og husholdninger vil i hovedsak følge rentene i det kortsiktige pengemarkedet, ettersom fastrentelån bare har et begrenset omfang i Norge. Utviklingen i kapitalmarkedet kan likevel ha betydning for norske låntakeres atferd, ved at den påvirker forventningene om utviklingen i kortsiktige renter. Rentene i kapitalmarkedet har falt med vel 2 prosentpoeng siden de nådde en topp i september i fjor, jf. tiårsrentene i figur 3.10, og er nå tilbake på om lag samme nivå som i mai 1994. Dette er likevel fortsatt betydelig høyere enn i begynnelsen av fjoråret.

3.9 Produksjon

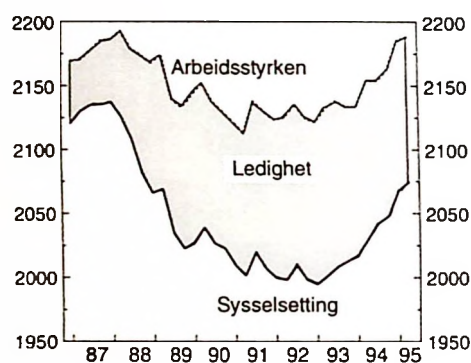
Høy investeringsetterspørsel og fortsatt høy konsumvekst førte til at BNP for Fastlands-Norge økte igjen i andre kvartal i år etter en nedgangen i første kvartal. Veksten fra første til andre kvartal var 1,7 prosent når en tar hensyn til normale sesongvariasjoner, og BNP for Fastlands-Norge var dermed nesten 4 prosent høyere enn samme periode i fjor. Veksten kom særlig innenfor privat tjenesteyting og vareproduksjon utenom industrien, mens det var klare tegn til utflating av industriproduksjonen. Dette bekreftes av den løpende produksjonsindeksen, som i juli lå 1,0 prosent høyere enn nivået i juni justert for normale sesongvariasjoner, men drøyt 1 prosent lavere enn i mai.

Selv om en betydelig del av den innenlandske etterspørselsveksten gjennom fjoråret rettet seg mot importvarer, gav veksten også sterke etterspørselsimpulser til fastlandsøkonomien, hvor samlet produksjonsvekst i 1994 nå anslås til 4,8

prosent. Når produksjonen i utekonkurrerende industri ser ut til å flate ut, kan dette henge sammen med lavere etterspørsel i utlandet. Videre kan det se ut til at den innenlandske etterspørselen i større grad retter seg mot importvarer. Selv om det hittil i år har vært stor økning i importen av vareinnsats, har det også vært betydelig vekst i importen av konsumvarer. En svakere etterspørsel mot norske industrivarer kan forklare at også produksjonen i skjermet industri har flatet ut de siste månedene.

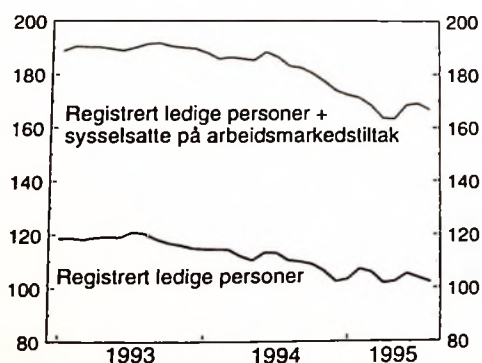
I en konjunkturoppgang kan lønnsveksten lett ta seg opp fordi økt produksjon gir sterkere etterspørsel etter arbeidskraft. Økt lønnsvekst vil øke bedriftenes kostnader, og dersom ikke produktiviteten øker i samme omfang, vil dette kunne resultere i økt prisvekst. Økt prisvekst kan igjen påvirke lønnsutviklingen. Samtidig vil økt etterspørsel etter varer og tjenester kunne gi rom for økte fortjenestemarginer hos bedriftene ved at de øker prisene mer enn kostnadsutviklingen tilsier. En bedrifts mulighet til å øke prisene vil avhenge av konkurransesituasjonen. Økt importkonkurranse vil gjøre det vanskeligere for en bedrift å øke sine priser. Marginene i eksportorienterte virksomheter vil i stor grad bestemmes av utviklingen på verdensmarkedet. Når prisene internasjonalt øker, øker også lønnsomheten i disse bedriftene. I neste omgang kan det slå ut i økt lønnsvekst. Disse forholdene diskuteres i denne seksjonen.

Figur 4.1
Arbeidsmarkedet. Tall i 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.2
Arbeidsmarkedet. 1000.
Sesongjustert, glattet



Kilde: Arbeidsdirektoratet

4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

Den gunstige utviklingen i arbeidsmarkedet fortsatte i andre kvartal, selv om sysselsetningsveksten ble noe dempet. Ifølge arbeidskraftundersøkelsen fra Statistisk sentralbyrå var sysselsettingen i andre kvartal 0,3 prosent høyere enn i første kvartal når en tar hensyn til normale sesongvariasjoner. I forhold til samme kvartal i fjor har sysselsettingen økt med 2,2 prosent. Det er nå sysselsatt nær 100 000 flere personer enn da sysselsettingen var på det laveste i 1993, men fortsatt 80 000 færre enn da sysselsettingen var på det høyeste i 1987. Sysselsetningsveksten det siste året er i sin helhet kommet i skjermet sektor. Bidraget er størst fra offentlig sektor. Det var sterk vekst i sysselsettingen innen helse- og sosialtjenester, undervisning og forskning. Prosentvis har imidlertid veksten vært størst innenfor bygge- og anleggssektoren. Store offentlige utbyggingsprosjekter er viktige stimulanter til veksten i denne sektoren.

Arbeidsledigheten går mindre ned enn det sysselsetningsveksten alene skulle tilsi. Det har vært en betydelig tilgang av nye personer på arbeidsmarkedet siden sysselsettingen begynte å ta seg opp i 1993. Fra første til andre kvartal i år var imidlertid veksten i arbeidsstyrken noe mindre slik at ledigheten (AKU, sesongjustert) falt fra 5,4 til 5,2 prosent. Ledigheten er nå på nivå med siste halvår i fjor.

Også Arbeidsdirektoratets tall antyder at nedgangen i ledigheten har bremsset opp. Den registrerte ledighetsraten (sesongjustert) har gjennom året ligget i underkant av 5 prosent. Korrigert for sesongvariasjoner har antall personer på tiltak økt svakt det siste halvåret. Mens vi i fjor hadde en nedadgående

trend i summen av antall ledige og personer på arbeidsmarkeds-tiltak, har nivået nå flatet ut på 6½–7 prosent av arbeidsstyrken.

Til tross for at arbeidsledigheten har vært nokså stabil det siste året, har det siden begynnelsen av 1993 vært en klart fallende trend i antall dagpengemottakere. Dette antyder at stadig færre går fra jobb til arbeidsledighet, og at de arbeidsledige i større grad består av grupper som hittil har vært utenfor arbeidsmarkedet og som nå melder seg som arbeidssøkende.

Med fortsatt styrke i konjunkturoppgangen vil vi få en utvikling i retning av et noe strammere arbeidsmarked i år og neste år. I forrige inflasjonsrapport anslo vi en økning i sysselsettingen med 1¼ prosent i år og 1 prosent neste år. I tråd med en noe sterkere produksjonsvekst enn tidligere antatt, kan sysselsettingsveksten bli noe høyere enn vi til nå har sett for oss.

4.2 Lønninger

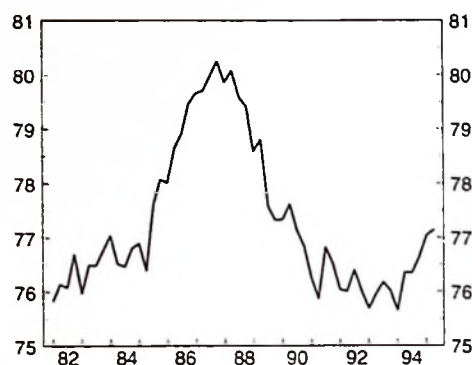
I forrige inflasjonsrapport anslo vi samlet årslønnsvekst til 3¼ prosent i 1995 og 4 prosent i 1996. Anslaget for inneværende år var blant annet basert på en lønnsglidning på omkring 1¼ prosent. Det er fortsatt noe usikkerhet knyttet til tilleggene i de lokale lønnsoppgjørene, men det er foreløpig få tegn som tyder på at lønnsveksten for 1995 blir høyere enn vårt anslag.

Lønnsstatistikk fra NHO for første kvartal i år bekrefter i hovedsak vårt bilde av en moderat lønnsvekst inn i 1995. Fra første kvartal 1994 til første kvartal 1995 var timelønnsveksten for arbeidere i industrien 3,0 prosent. Innenfor bygge- og anleggsbransjen har derimot enkelte grupper fagarbeidere hatt en lønnsvekst siste år på hele 5–7 prosent.

Byggearealstatistikken viser at gjennomsnittlig igangsetting av forretningsbygg fra mai til juli lå om lag 25 prosent høyere enn gjennomsnittet i fjor. Dette kan indikere et visst press i bygge-markedet. Igangsettingen av boliger har imidlertid falt noe de siste månedene, slik at totalt antall igangsatte kvadratmeter hittil i år er 14 prosent høyere enn for samme periode i 1994. Det kan også oppstå regionale presstendenser gjennom store offentlige utbyggingsprosjekter som Gardermoen, Rikshospitalet og Tjeldbergodden.

Usikkerheten om lønnsglidningen er videre knyttet til bedrifter i konkurranseutsatt sektor, hvor de lokale lønnsforhandlingene for mange har gitt en betydelig lønnsvekst, ofte i form av bonusutbetalinger. Lønnsomhetsutviklingen i konkurranseutsatt sektor er positiv, blant annet som følge av stor etterspørsel og produktprisoppgang. Lønnsglidning i denne sektoren kan få gjennomslag i bransjer med svakere lønnsevne. Det er imidlertid usikkert i hvilken grad høye lønnstillegg i form av bonusutbetalinger oppfattes som permanente. Økte lønnstillegg vil kunne svekke bedriftenes investeringsevne og dermed redusere vekstmulighetene på lengre sikt.

Figur 4.3
Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen 16-66 år



Kilde: Arbeidsdirektoratet

Tabell 4.1
Relative lønnskostnader pr. produsert enhet i industrien. Prosentvis endring fra året før. Negative tall for RLPE innebærer styrket kostnadmessig konkurransevne.

	1988-93 ¹⁾	1994	1995	1996
Norges handelspartnere				
Lønnskostnader	5,9	3,1	4%	4%
Produktivitet	3,1	5,3	2%	2%
LPE, nasjonal valuta	2,7	-2,1	1%	2
Norsk industri				
Lønnskostnader ²⁾	4,2	3,1	3%	4%
Produktivitet	1,5	1,7	2	2
LPE, nasjonal valuta	2,7	1,4	1%	2%
Valutakursendring ³⁾	0,7	1,4	-2%	-%
RLPE, felles valuta	-0,7	2,1	2%	%

1) Årlig gjennomsnitt

2) Inkluderer endringer i arbeidsgiveravgiften

3) Gjennomsnittlig valutakurs siste tre måneder ut året.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De siste to årene har vi opplevd en kraftig vekst både i sysselsettingen og arbeidsstyrken. Veksten i arbeidsstyrken vil imidlertid før eller siden måtte avta, og fortsatt sysselsettingsvekst vil da kunne gi et strammere arbeidsmarked med muligheter for lønnspress. Tall for yrkesdeltakelsen kan her gi en indikasjon på stramheten i arbeidsmarkedet. Yrkesdeltakelsen har vokst siden sysselsettingen var på det laveste i 1993, men den er fortsatt vesentlig lavere enn under forrige konjunkturtopp, jf. figur 4.3. Imidlertid har det i mellomtiden vært en kraftig økning i antall personer under utdanning. Arbeidsstyrken er dermed redusert, noe som trolig ikke fullt ut vil reverseres selv med høy vekst i sysselsettingen. Dette trekker i retning av at presstendenser i arbeidsmarkedet kan begynne ved et lavere nivå på yrkesdeltakelsen enn det vi tidligere har vært vant til.

Beholdningen av ledige plasser ved arbeidskontorene har økt betydelig hittil i år, noe som tyder på at kvalifikasjonene til de arbeidsledige i mindre grad samsvarer med det som etterspørres i arbeidsmarkedet. I en slik situasjon vil det lett kunne oppstå press i delmarkeder hvor det er mangel på kvalifisert arbeidskraft. Dette trekker også i retning av at den relativt høye arbeidsledigheten kan undervurdere stramheten i arbeidsmarkedet.

4.3 Kostnadmessig konkurransevne

Industriens kostnadmessige konkurransevne har hittil i år utviklet seg noe bedre enn forutsatt i forrige inflasjonsrapport. Dette skyldes at vi for handelspartnerne nå anslår lavere produktivitsvekst og noe høyere lønnsvekst. Lønnskostnader pr. produsert enhet (LPE) hos Norges handelspartnere anslås nå til 1½ prosent i år og 2 prosent neste år, som er om lag på linje med norsk industri, jf. tabell 4.1. Produktivitsveksten i norsk industri er imidlertid fortsatt svak, men lønnsveksten er samtidig noe lavere enn hos handelspartnerne. Ved å anta at valutakursene de tre siste månedene holdes fast ut året og neste år, får vi en appresiering i konkurransekursindeksen med 2½ prosent i år og ¼ prosent neste år. Dette innebærer at industriens kostnadmessige konkurransevne vil svekkes med 2½ prosent i år og ¾ prosent neste år, jf. tabell 4.1. Vektgrunnet for konkurransekursindeksen, som måler industriens effektive valutakurs, er nå revidert. Dette påvirker først og fremst nivået på indeksen og i liten grad utviklingen gjennom året. En nærmere omtale av den nye konkurransekursindeksen er gitt i egen ramme.

Som følge av hovedrevisjonen i nasjonalregnskapet fremstår bedringen i industriens kostnadmessige konkurransevne fra 1988 til 1993 nå som mindre enn tidligere antatt. Det er særlig svakere produktivitetstall, men også noe høyere lønnsvekst som fører til at vi nå anslår en økning i LPE i norsk industri på drøyt 14 prosent i perioden 1988-93 mot en tidligere antatt økning på om lag 6 prosent. Konkurransevneforbedringen i norsk industri

Endring i konkurransekursindeksen

Fra 14. september er det tatt i bruk nye vekter i konkurransekursindeksen. Indeksen brukes til å beregne industriens konkurranseevne, og vektene er ment å reflektere Norges konkurranseposisjon. De nye vektene er basert på beregninger fra OECD og er lagt inn tilbakegående fra 1970. Også i den nye indeksen har vi brukt basiskurser fra 18. oktober 1990, og det blir derfor relativt små endringer i forløpet. Som følge av at svenske kroner får større vekt i indeksen, vil imidlertid konkurransekursindeksen fremstå som sterkere enn tidligere lagt til grunn for perioden fra 1993.

Siden oktober 1990 har konkurransekursindeksen vært brukt til å beregne konkurranseevnen i norsk industri. Indeksen representerer et veid gjennomsnitt av valutakursene til våre handelspartnere, hvor vektene bestemmes ut fra hvilken betydning det enkelte land har for Norge i samhandelen med industrivarer. Konkurransekursindeksen omtales derfor også som industriens effektive valutakurs. I den nye indeksen er også Hellas og Portugal inkludert, slik at indeksen nå består av valutaer fra 18 av Norges viktigste handelspartnere, se tabell 1.

Hittil har vi brukt vekter beregnet av IMF basert på handel med 143 industrivaregrupper. Vektene har vært beregnet med utgangspunkt i handelsstrømmene i 1980, og er for de mellomliggende år justert ut fra endringer i bilaterale handelsstrømmer. I forbindelse med at IMF tidligere i år presenterte nye vekter for 1990, har Norges Bank og Finansdepartementet gjennomgått beregningsmetoder og oppdateringsrutiner og blitt enige om å gå over til å bruke OECD som kilde for konkurransevektene. Både OECD og IMF bruker nå samme beregningsmetode, basert på aggregerte handelsstrømmer for industrivarer. Ut fra dette beregnes de ulike landenes betydning for Norges eksport og import av industrivarer, hvor det også tas hensyn til den konkurranse vi møter på hjemmemarkedet og i tredjeland. En fordel ved å gå over til vektene fra OECD er at disse oppdateres hvert år.

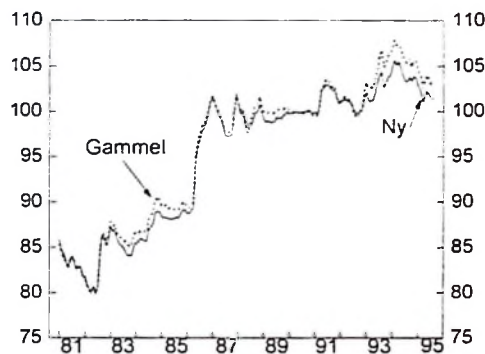
Den nye konkurransekursindeksen har noe mindre vekt for amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen enn de vektene vi hittil har benyttet. Videre legges det større vekt på de nordiske valutaene, særlig svenske kroner. Den svenske kronen svekket seg betydelig mot norske kroner ved årsskiftet 1992/93 og er siden blitt liggende på et historisk lavt nivå. Ettersom svenske kroner har betydelig større vekt i den nye indeksen, har dette ført til at industriens effektive kronekurs de siste årene er sterkere målt ved den nye indeksen. Pr. 30. august i år viste den nye indeksen 101,3, mens den gamle viste 102,8. (Lave tall innebærer en sterkere konkurransekursindeks.) Hovedforklaringen på at enkelte land har fått vesentlig større eller mindre vekt enn i den gamle indeksen, ligger ikke i overgangen fra

IMF til OECD som kilde for vektene, men at metoden vi hittil har brukt for årlig oppdatering av IMF's 1980-vekter har gitt et noe unøyaktig bilde av konkurranse-situasjonen.

Når konkurransekursindeksen blir sterkere, svekkes norsk industriens konkurranseevne målt ved RLPE (relative lønnskostnader pr produsert enhet). Endringene for de siste årene er imidlertid relativt små, og langt mindre enn det som følger av hovedrevisjonen i nasjonalregnskapet, jf punkt 4.3 om industriens konkurranseevne.

Vekter for 1994 vil foreligge fra OECD senere i høst. Inntil videre vil vi benytte vektene for 1993 i beregningen av konkurransekursindeksen for årene 1994 og 1995.

Figur 1 Gammel og ny konkurransekursindeks



Indeksen er satt lik 100 den 18. oktober 1990. Når indeksen faller innebærer det at industriens effektive valutakurs appresierer.

Kilde: Norges Bank

Tabell 1. Sammensetningen av konkurransekursindeksen, prosentvise andeler.

Valuta	Vekt i gammel indeks pr 1993	Vekt i ny indeks pr 1993
CAD	1,4	0,7
USD	10,9	8,1
JPY	10,8	8,4
ATS	1,7	1,3
BEF	3,1	2,7
DKK	4,8	8,3
FIM	3,5	3,4
FRF	7,4	5,7
DEM	14,1	16,0
GDR	–	0,3
IEP	0,7	1,1
ITL	5,3	4,6
NLG	6,2	4,7
PTE	–	0,8
ESP	2,5	2,2
SEK	12,7	18,3
CHF	1,8	1,9
GBP	13,1	11,5
Sum	100,0	100,0

for perioden 1988–93 er dermed vesentlig mindre enn tidligere antatt. Målt i relative lønnskostnader pr. enhet (RLPE) styrket konkurranseevnen seg med 0,7 prosent i årlig gjennomsnitt for perioden 1988–93, mens vi tidligere anslo en styrking på 2,7 prosent pr. år. Dersom en holder valutakursendringer og reduksjoner i arbeidsgiveravgiften utenfor, økte lønnskostnadene mer i Norge enn blant våre handelspartnere.

4.4 Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren

Konsumprisutviklingen kan påvirkes av endringer i bedriftenes fortjenestemarginer. Ofte tenker en seg at økt etterspørsel rettet mot en bedrift gir grunnlag for å sette opp prisene og således bedre bedriftens fortjenestemargin. Fortjenestemarginene vil imidlertid også kunne endres når avgiftsendringer eller endrede priser på innsatsvarer i produksjonen ikke momentant, eller bare delvis, innarbeides i utsalgsprisene.

Som nevnt under punkt 2.3, vil det ta tid før en endring i kronkursen slår fullt gjennom i konsumprisene. Dette innebærer at importører og bedrifter med betydelige innslag av importerte innsatsvarer øker sine marginer midlertidig når kronkursen appresierer. Erfaringene med avgiftsøkningene fra 1. juli i fjor og 1. januar i år antyder at disse slår langt raskere gjennom i prisene enn en valutakursendring.

Norske bedrifter forbedret sine resultater betydelig gjennom perioden 1992–94. Dette skyldtes økt omsetning som følge av konjunkturoppgangen og økte eksportpriser, men det kan også indikere noe økte prismarginer. Det er ofte vanlig å anta at bedriftene bedrer sine fortjenestemarginer i oppgangskonjunkturer og at marginene svekkes i nedgangskonjunkturer.

Ved å sammenligne prisindekser for innsatsfaktorer med prisindekser for ferdige produkter innen enkelte sektorer, kan en danne seg et bilde av utviklingen i fortjenestemarginer. En må imidlertid være oppmerksom på at prisindekser på ulike leverandørledd kan ha forskjellig sammensetning. En må derfor være forsiktig med å trekke bastante konklusjoner på dette grunnlag. En sammenligning av prisindekser vil i beste fall gi en grov indikasjon på utviklingen i prismarginene.

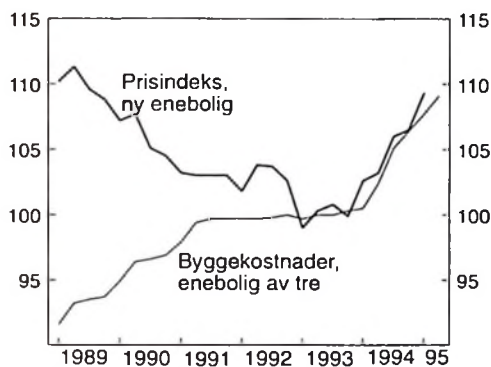
Figur 4.4 viser utviklingen i prisindeksen for førstegangsomsetning av matvarer og delindeksen for matvarer i KPI. Engrosprisene har vist en fallende trend de tre siste årene, mens konsumprisene har økt, dog svært moderat den siste tiden. Denne trenden har fortsatt også de siste månedene. Økningen i merverdisatsene de siste årene forklarer imidlertid noe av økningen i KPI og dermed forskjellen i utvikling i de to seriene. Dessuten har de store matvarekjedene økt sine markedsandeler betydelig, og det må antas at grossistenes marginer isolert sett har blitt svekket av dette. Bildet kan derfor representere en «overflytting» av marginer fra grossistleddet til detaljistleddet,

Figur 4.4
Indikatorene for fortjenestemarginer i detaljhandelen med matvarer. Sesongjustert. Indeks januar 1992=100



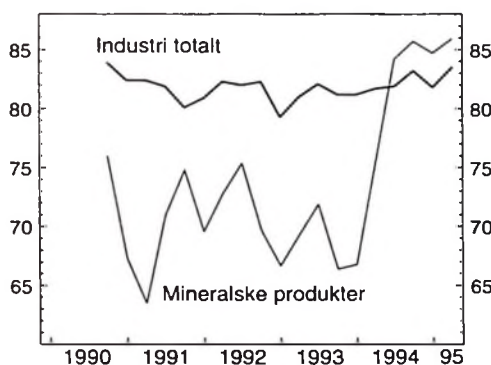
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5
Indikator for fortjenestemarginer i byggebransjen. Indeks 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.6
Gjennomsnittlig kapasitetsutnyttning iflg. konjunkturbarometeret. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

hvilket i seg selv ikke representerer et signal om sterkere prisimpulser fra denne bransjen.

Innen byggebransjen indikerer prisindeksene ingen store endringer av fortjenestemarginene over de siste to årene, jf. figur 4.5.

Når bedriftene produserer nær full kapasitet, kan ytterligere etterspørselsøkninger slå ut i økte priser – enten fordi kostnadene øker, eller fordi bedriftene øker sine fortjenestemarginer. Ifølge konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå økte kapasitetsutnyttelsen i industrien under ett fra første til andre kvartal i år. Kapasitetsutnyttelsen for industrien samlet har ikke vært på et så høyt nivå siden 1990. Hele 30 prosent av bedriftene oppgav at de benyttet mer enn 95 prosent av produksjonskapasiteten i andre kvartal i år. Ett kvartal tidligere var denne andelen 26 prosent.

Ifølge konjunkturbarometeret er kapasitetsutnyttningen innen konkurranseutsatte sektorer, som produksjon av trevarer og metaller, på om lag 90 prosent. Prisene på konkurranseutsatte produkter vil i stor grad være bestemt på verdensmarkedet, slik at graden av kapasitetsutnyttning innenfor disse sektorene har liten direkte betydning for prisnivået, men kan ha betydning for lønnsutviklingen. Innen skjermede sektorer, som produksjon av næringsmidler og mineralske produkter, var den gjennomsnittlige kapasitetsutnyttelsen om lag uendret fra første til andre kvartal i år. Kapasitetsutnyttelsen for mineralske produkter har i 1995 ligget på et betydelig høyere nivå enn i de foregående år.

Kapasitetsutnyttelsen økte i de fleste sektorer i andre kvartal i år. Konjunkturbarometeret gir her et noe annet bilde av kapasitetssituasjonen enn produksjonsstatistikken, som viser et fall i andre kvartal. Dette kan skyldes at kapasitetstallene i konjunkturbarometeret vektet etter antall ansatte i bedriftene, mens produksjonsstatistikken er vektet etter produksjonen.

Til tross for den relativt høye kapasitetsutnyttelsen i de fleste sektorer er det bare 1 prosent av bedriftene som oppgir at mangel på faglært eller ufaglært arbeidskraft begrenser produksjonen. Til sammenlikning var det 6 prosent av bedriftene som oppgav at mangel på faglært arbeidskraft begrenset produksjonen under konjunkturoppgangen i 1985. Tallene nå indikerer isolert sett at kapasitetssituasjonen ikke innebærer et økt lønnspress.

Den relativt sterke investeringsveksten vi ser for oss fremover, vil øke produksjonskapasiteten i de fleste sektorer, og således dempe faren for økt prispress på grunn av kapasitetsproblemer.

Konjunkturbarometeret viser at det er en fallende andel av industribedriftene som venter prisoppgang på egne produkter i tredje kvartal i år. Blant bedrifter som produserer til hjemmemarkedet venter fem prosent at prisene skal øke, etter at 12 prosent ventet en prisøkning i andre kvartal.

5 Utsikter for inflasjonen

I denne seksjonen presenterer vi Norges Banks anslag for konsumprisveksten de neste 12–18 månedene.

I forrige inflasjonsrapport presenterte vi et bilde med relativt sterk vekst i etterspørselen i 1995, men med en svakere avdemping i forhold til 1994 enn tidligere antatt. Vi beskrev et bilde av en forholdsvis balansert utvikling, men understreket også faren for at en for kraftig vekst i etterspørselen etter hvert kan skape pressproblemer i økonomien. Etterspørselsøkningen så imidlertid ut til for en stor del å bestå av kapasitetsutvidende investeringer, noe som vil dempe faren for prispress i økonomien på noe sikt. Et noe strammere arbeidsmarked sammen med god lønnsvekst i eksportnæringen pekte likevel i retning av noe høyere lønnsvekst. Alt i alt ventet vi imidlertid ikke at internasjonale eller innenlandske forhold ville skape noen vesentlig økning i inflasjonstakten i de kommende 12–18 månedene, og anslo veksten i konsumprisindeksen til $2\frac{1}{2}$ prosent i 1995 og $2\frac{1}{4}$ prosent i 1996.

5.1 Hva er nytt siden sist

Gjennomgangen av de foregående seksjonene gir grunnlag for følgende observasjoner:

- Konsumprisutviklingen har vært om lag på den bane vi anslo sist.
- Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren har vært positiv og i samsvar med forventningene.
- Det er fremdeles sterk vekst i sysselsettingen, men høy vekst i arbeidsstyrken fører til liten nedgang i ledigheten.
- Lønnsveksten ser foreløpig ut til å bli om lag som anslått.
- Boligprisutviklingen har flatet ut i tråd med våre anslag.

På enkelte punkter er imidlertid utviklingen foreløpig en noe annen enn vi har lagt til grunn:

- Detaljomsetningsvolumet har vist overraskende sterk vekst, mens eksporten av tradisjonelle varer har vært noe svakere enn vi så for oss tidligere. Samlet vokser trolig innenlandsk etterspørsel noe sterkere enn tidligere antatt.
- Importprisutviklingen har vært noe svakere enn vi så for oss. Dette kan ha sammenheng med appresieringen av kronen samt noe lavere priser internasjonalt enn tidligere lagt til grunn.
- Konjunkturbarometeret viser at det har vært en klar reduksjon i industribedriftenes prisforventninger på hjemmemarkedet. I første kvartal var det 24 prosent av de som produserer

for hjemmemarkedet som forventet at prisene på deres produkter ville øke det nærmeste året. Denne prosentandelen var falt til 5 for tredje kvartal.

5.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Anslagene i forrige inflasjonsrapport innebar en bane der tolv-månedersveksten i konsumprisindeksen ville avta i andre halvår i år til i området 2,32,5 prosent etter hvert som avgiftseffektene fra 1. juli i fjor og 1. januar i år ikke lenger påvirker vekstrentene. I 1996 ville tolvmånedersveksten ligge relativt stabilt på rundt 2¼ prosent.

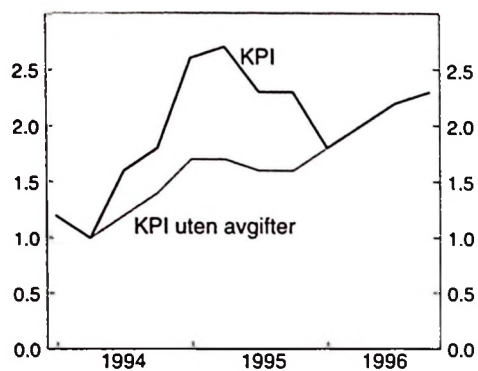
Prisveksten hos våre handelspartnere er nå på nivå med prisstigningen her hjemme. For 1995 anslås en prisstigning hos handelspartnerne på 2½ prosent økende til 2¼ prosent i 1996. Den moderate prisutviklingen må ses på bakgrunn av at innretningen av pengepolitikken har bidratt til å dempe inflasjonsforventningene i flere land. Samtidig har råvareprisene internasjonalt falt betydelig fra årsskiftet. Vi ser derfor ikke for oss noen vesentlige prisimpulser fra utlandet i tiden fremover.

Appresieringen av den norske kronen vil også bidra til å dempe inflasjonsimpulsene fra utlandet. Vi har, basert på en teknisk forutsetning om uendret importveid valutakurs fra gjennomsnittet av de siste tre månedene, lagt til grunn en appresiering på 2¼ prosent i 1995 og ¼ prosent i 1996. Appresieringen vil anslagsvis trekke konsumprisveksten ned med ¼ prosentpoeng både i 1995 og 1996, og også ha effekter på prisutviklingen etter dette.

Oppgangen i norsk økonomi i første halvår ble noe sterkere enn vi tidligere har lagt til grunn, på tross av overraskende svak eksportutvikling. Sterk økning i varekonsumet og høy investeringsvirksomhet har bidratt til kraftig vekst i økonomien. Faren for innenlandsk prispress reduseres ved at innenlandsk produksjonskapasitet ikke «belastes» med økt etterspørsel. Samtidig betyr økt import større priskonkurranse for importkonkurrerende sektorer.

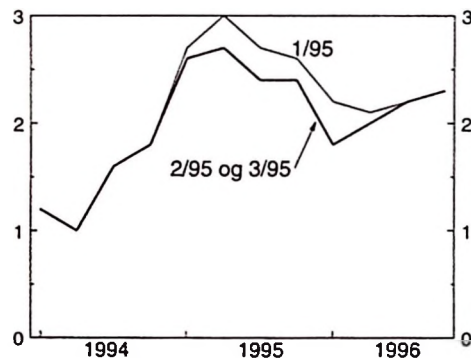
På den annen side har noe av den økte konsumetterspørselen rettet seg mot norsk produksjon av varer og tjenester, noe som kan gi opphav til prispress. I tråd med de vurderinger som ble gjort i forrige kvartalsrapport, legger vi imidlertid til grunn at veksten i husholdningenes etterspørsel vil avta etter hvert. Vi legger videre til grunn at veksten hos våre handelspartnere vil tilta mot slutten av året. Dette vil bidra til fornyet vekst i tradisjonell eksport. Samlet ser vi for oss at innenlandsk etterspørsel kan bli noe sterkere i år enn vi la til grunn for ett kvartal siden. Selv om importen også har vokst kraftig, betyr dette at det også ligger an til oppjustering av produksjonsbildet. Arbeidsmarkedet synes imidlertid ikke å være vesentlig strammere enn det vi la til grunn for ett kvartal siden, selv om de ledige nå i

Figur 5.1
Anslag for konsumprisveksten.
Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.2
Anslagene nå og tidligere. Årsvekst.
Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5.1 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge¹⁾. Prosentvis endring fra året før.

	1995		1996	
	Siste publiserte anslag fram til		Siste publiserte anslag fram til	
	juni 1995	sept. 1995	juni 1995	sept. 1995
Finansdepartementet	2½	2½	1½ ²⁾	1½ ²⁾
Statistisk sentralbyrå	2,5	2,5	2,4	2,2
OECD	2,0	2,8	2,2	2,6
IMF	2,5	2,5	3,0	3,0
Norges Bank	2½	2½	2½	2½
Private institusjoner ³⁾				
høyeste anslag	2,9	2,7	3,5	3,1
laveste anslag	2,5	2,5	2,0	2,0
gjennomsnitt	2,7	2,5	2,7	2,5

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

2) Årlig snitt i perioden 1996-98

3) Basert på anslag fra 13 institusjoner

større grad synes å være uten arbeidserfaring. Som i forrige inflasjonsrapport anslås lønnsveksten for 1995 til 3¼ prosent og for 1996 til 4 prosent.

Vi holder fast på anslaget på 2½ prosent prisstigning fra 1994 til 1995 og anslaget på 2¼ prosent prisstigning neste år. Ser vi bort fra avgiftsøkningene i 1994 og 1995 innebærer anslaget en økning i den årlige prisveksten fra omkring 1¼ prosent i 1995 til 2¼ prosent neste år.

I figur 5.1 gjengis våre anslag for prisutviklingen fremover. I samme figur vises også årsveksten i KPI eksklusive avgifts- endringene fra 1. juli i fjor og 1. januar i år. Holder en avgifts- endringene utenom, tar prisstigningen seg svakt opp gjennom perioden, før den stabiliserer seg rundt 2¼ prosent.

I figur 5.2 vises prisutviklingen vi nå ser for oss sammen med våre anslag i de to foregående inflasjonsrapporter. Som det fremgår er utviklingen de siste månedene lik anslaget fra forrige inflasjonsrapport, mens anslagene fra mars i år var høyere enn de realiserte inflasjonsrater og våre nåværende anslag for resten av 1995.

5.3 Inflasjonsanslag fra andre institusjoner

Norges Banks anslag for prisstigningen i år og neste år avviker ikke vesentlig fra de prognoser andre institusjoner gir, jf. tabell 5.1. Prisanslag fra 13 private institusjoner viser en i gjennomsnitt forventet prisstigning på 2,5 prosent i 1995. Dette er en svak nedjustering sammenliknet med anslagene i forrige inflasjonsrapport, og det er relativt liten spredning i anslagene.

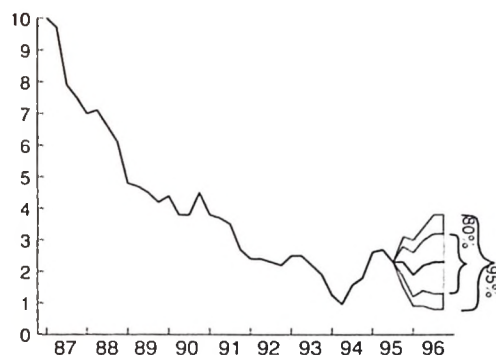
For 1996 varierer anslagene fra de private institusjonene fra 2,0 prosent til 3,1 prosent. Gjennomsnittlig anslag for prisveksten er 2,5 prosent også for 1996.

5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Prisbanen vi har gjengitt i figur 5.1 er hva Norges Bank anser som et forventningsrett estimat for forløpet for prisene i perioden fram til utgangen av 1996. Anslagene er imidlertid beheftet med usikkerhet, og i figur 5.3 gjengir vi to prediksjonsintervaller omkring prisbanen. Statistisk er det 80 prosent sannsynlighet for at det innerste intervallet vil dekke de faktiske inflasjonsratene. Tilsvarende sannsynlighet for det ytterste intervallet er 95 prosent.

På kort sikt er usikkerheten i inflasjonsanslaget nå som sist først og fremst knyttet til bedriftenes og importørens prissettingsstrategier i tilknytning til appresieringen av kronen. Vårt anslag bygger på en gradvis effekt på konsumprisene, anslagsvis ¼ prosent lavere prisstigning i 1995 og 1996. Dette innebærer en forbigående økning i bedriftenes fortjenestemarginer. Det er imidlertid usikkert i hvor stor grad, og hvor raskt, kurs-

Figur 5.3
Usikkerheten i prisanslagene.
Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

endringene vil slå igjennom, blant annet fordi det ikke er gitt at gjennomslaget fra appresieringen kan sammenlignes med våre tidligere erfaringer med depresiering av kronen. I tillegg kommer usikkerhet om den fremtidige utvikling i den importveide valutakursen.

På noe lengre sikt er usikkerheten primært knyttet til styrken av konjunkturutviklingen og hvordan et eventuelt press i økonomien vil slå ut i økte lønninger og priser. Veksten i samlet innenlandsk etterspørsel vil for en stor del bli bestemt av innretningen av finanspolitikken. Vi har lagt til grunn en fortsatt finanspolitisk innstramning, slik det er skissert i Revidert nasjonalbudsjett for 1995. Det er herunder forutsatt at veksten i kommunesektoren ikke blir vesentlig høyere enn tidligere anslått.

Foreløpig er inflasjonen moderat selv om konjunkturoppgangen må karakteriseres som forholdsvis sterk. Vi anslår at prisveksten vil holde seg på et moderat nivå i perioden fram til utgangen av 1996. Det er likevel en risiko for at inflasjonen skal ta seg opp ut over våre anslag:

- Innenlandsk etterspørsel kan bli sterkere enn vi har lagt til grunn og skape kapasitetsproblemer hos norske produsenter. Det er spesielt usikkert om veksten i privat konsum vil avta slik vi har lagt til grunn. Lønninger og priser kan dermed presses opp.
- Økt lønnsomhet i store deler av næringslivet kan føre til et press mot høyere lønnsglidning i år og høyere samlet lønnsvekst neste år.
- Arbeidsmarkedet kan være strammere enn ledighetstallene isolert sett indikerer, fordi de ledige i større grad enn tidligere er uten arbeidserfaring. Dette kan føre til økt lønnsvekst i enkelte deler av arbeidsmarkedet.

Det er også enkelte forhold som tilsier en lavere prisvekst enn vi har anslått:

- Økt internasjonal handel vil øke konkurransen i enkelte markeder. Dette vil kunne redusere fortjenestemarginer hos utenlandske eksportører og hos norske produsenter og importører og således dempe prisveksten.
- Lønnsveksten for 1996 kan bli lavere enn vi har antatt. Vi har antatt at gjennomslaget av solidaritetsalternativet avtar i styrke neste år.
- Appresieringen av kronen kan gi større gjennomslag i importprisene enn vi har antatt for neste år.

1 Samandrag

Den norske krona var i juni og juli stabil mot ECU etter ein svak periode i april og byrjinga av mai. Frå byrjinga av august styrkte krona seg mot ECU, noko som i første omgang truleg hadde samanheng med styrkinga av amerikanske dollar mot tyske mark. Krona styrkte seg vidare i samband med rentenedsettingane i Europa i andre halvdel av august. Noregs Bank selde norske kroner i valutamarknaden fleire gonger i andre halvdel av august og i byrjinga av september for å dempe kursoppgangen. Samla var intervensjonane 2,8 milliardar kroner, og hittil i år har Noregs Bank dermed netto seld norske kroner for 4,2 milliardar kroner.

Dei internasjonale valutamarknadene har sidan førre kvartalsrapport vore prega av at valutakursrørslene tidlegare på året er reverserte. Mellom anna har japanske yen og tyske mark svekt seg dei siste månadene, medan amerikanske dollar, svenske kroner og italienske lire har styrkt seg. Koordinerte intervensjonar frå sentralbankane i USA, Japan og Tyskland i juli og august har medverka til å styrke amerikanske dollar.

Utviklinga i langsiktige renter dei siste månadene har vore noko forskjellig i dei ulike landa. Fram til midten av august auka dei langsiktige rentene i USA og Japan, medan det har vore ein nedgang i rentene i Europa. Dei siste vekene har dei lange rentene falle i dei fleste landa. I fleire land har ein òg redusert signalrentene, og dei kortsiktige rentene har falle. Den tyske sentralbanken senka både diskontoen og lombard-renta med 0,5 prosentpoeng 24. august. Desse rentenedsettingane blei omgåande følgd opp av ei rekkje andre europeiske land.

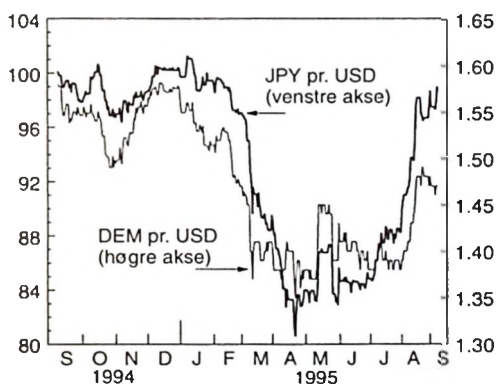
Også i Noreg har rentene falle sidan byrjinga av juni, men frå midten av august har pengemarknadsrentene auka noko igjen. Grunnen til det er truleg at marknadsaktørane sine renteforventningar blei endra då Noregs Bank ikkje følgde opp rentenedsettingane i Tyskland.

For enkelte typar av utlån har det vore ein kraftig vekst det siste året. Dette gjeld i første rekkje utlån frå forretnings- og sparebankar og finansieringsselskap. Samtidig har utlån frå kredittføretak og livsforsikringsselskap gått ned. Kreditten frå utlandet viser framleis nedgang. Veksten i samla bruttogjeld hos publikum er derfor framleis moderat, spesielt dersom vi samanliknar med vekstratane rundt midten av 1980-åra.

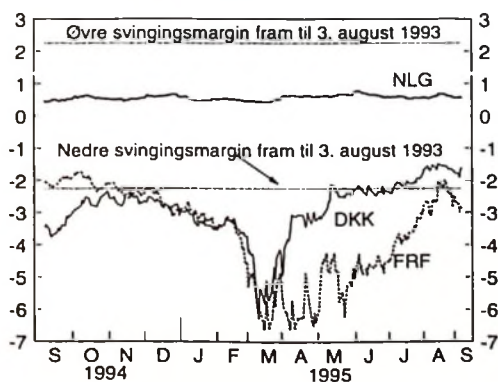
¹ Rapporten dekkjer utviklinga fram til og med 6. september

Netto renteinntekter i finansinstitusjonane, målt i forhold til gjennomsnittleg forvaltningskapital, var lågare i første halvår i år enn i første halvår i fjor. På grunn av auke i kursgevinstar på verdipapir og reduksjon i tap, er driftsresultatet etter tap forbetra i bankane og kredittføretaka, medan det går noko ned i finansieringsselskapa.

Figur 2.1
Kursutviklinga for hovudvalutaene.
Dagstal frå 1. september 1994 til
6. september 1995



Figur 2.2
Kursutviklinga for nokre ERM-valutaer. Prosent avvik frå sentralkursen
mot DEM. Dagstal frå 1. september
1994 til 6. september 1995



2 Dei internasjonale penge-, valuta- og kapitalmarknadene

Dei internasjonale valutamarknadene har sidan førre kvartalsrapport vore prega av ei reversering av valutakursrørslene tidlegare på året. Japanske yen og tyske mark har depreciert dei siste månadene, medan amerikanske dollar, svenske kroner og italienske lire har appresiert. Den effektive kursen på japanske yen var ved utgangen av august tilbake på nivået frå årsskiftet.

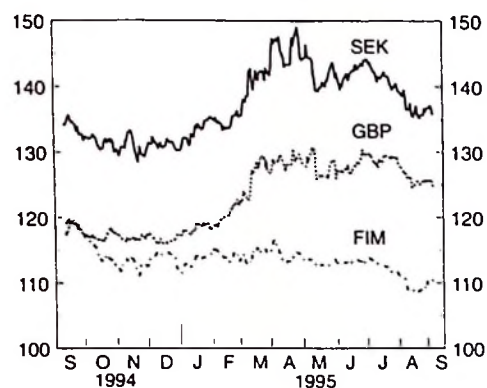
Utviklinga i langsiktige renter har dei siste månadene vore noko forskjellig i dei ulike landa. Medan dei langsiktige rentene i USA og Japan auka fram til midten av august, var det ein nedgang i Europa. Etter dette har det vore ein svak nedgang i dei fleste landa. Fleire land har den siste tida redusert signalrentene, og dei kortsiktige rentene har gått ned.

Den amerikanske dollaren deprecierte overfor tyske mark og japanske yen i juni. I juli snudde denne utviklinga, og august var prega av ein kraftig kursoppgang på amerikanske dollar. Sidan byrjinga av august og fram til 6. september har dollaren appresiert med 11,7 prosent mot japanske yen og 6,6 prosent mot tyske mark. Den kraftige appresieringa av japanske yen gjennom første halvdel av året blei dermed fullt ut reversert i juli og august. Fordi Japan gjennomgåande har lågare inflasjon enn handelspartnarane sine, har reell effektiv yen-kurs depreciert så langt i år.

Etter ein periode med noko svakare tal for amerikansk økonomi kunngjorde den amerikanske sentralbanken 6. juli at målet for renta på federal funds ville bli senka frå 6,00 til 5,75 prosent. For å stimulere den økonomiske veksten i Japan kunngjorde den japanske sentralbanken 7. juli at den ville tilføre meir likviditet til marknaden, slik at renta på dag-til-dag-pengar ville kunne falle under den allereie rekordlåg diskontoen på

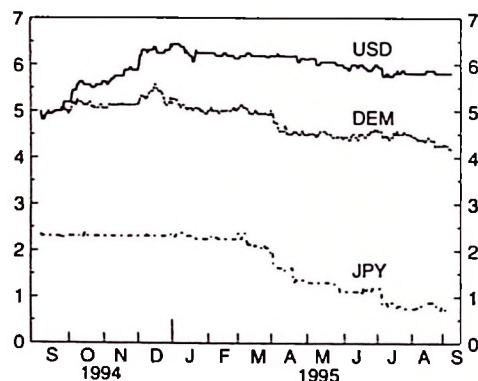
Figur 2.3

Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer utanfor ERM målt mot DEM. 3. januar 1992=100. Dagstal frå 1. september 1994 til 6. september 1995



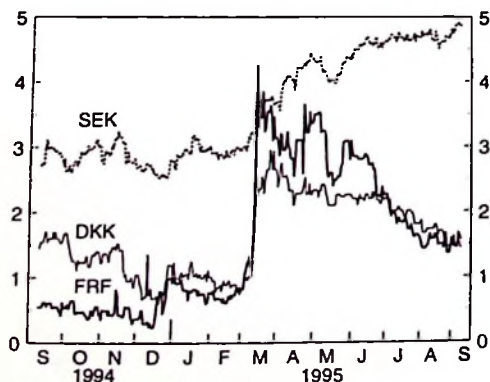
Figur 2.4

Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene



Figur 2.5

Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer



1 prosent. Same dag intervenerte både den japanske og den amerikanske sentralbanken med kjøp av amerikanske dollar mot japanske yen. Intervensjonen skjedde under tilvising til G7-møtet i april i år, der det var semje om å sørge for ei kontrollert styrking av amerikanske dollar.

I byrjinga av august kom ein ny runde med støttekjøp, då den japanske og amerikanske sentralbanken endå ein gong intervenerte med kjøp av dollar mot yen. Japanske styresmakter innførte samtidig tiltak som gjorde det meir attraktivt for japanske investorar å plassere i utanlandske obligasjonar. Medan støttekjøpa av dollar tidlegare blei grunnlagt med at ein ønskte å bremse fallet i dollarkursen, har sentralbankane dei siste vekene intervenert på ein dollar i oppgang. Denne intervensjonsstrategien har forsterka kursoppgangen.

Medio august intervenerte den japanske, amerikanske og tyske sentralbanken samtidig i valutamarknaden for å styrke amerikanske dollar. Dette skjedde etter at den tyske sentralbanken 9. august let lågaste aksepterte reporente falle frå 4,50 til 4,45 prosent. Reporenta i Tyskland blei 23. august sett ned ytterlegare, til 4,39 prosent. M3-veksten frå 4. kvartal 1994 til juli var -0,4 prosent i årleg rate. Dette var lågare enn venta. Saman med lågare prisstiging i juli var det noko av bakgrunnen for at den tyske sentralbanken senka både diskontoen og lombard-renta med 0,50 prosentpoeng 24. august. Desse rentenedsettingane blei omgåande følgd av rentereduksjonar i Danmark, Belgia, Irland, Nederland og Austerrike. Den 30. august og 6. september blei den tyske reporenta sett ned igjen, og er no 4,20 prosent.

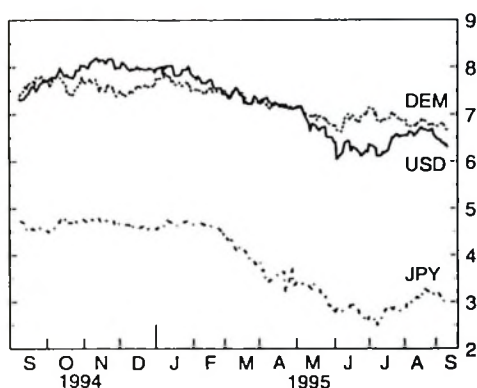
Etter eit visst fall i juni, steig effektiv rente på 10-års statsobligasjonar i USA fram til midten av august. Som i USA fall det langsiktige rentenivået i Japan marginalt i juni for deretter å stige i juli og første halvdel av august. Men dei siste vekene har rentene falle noko igjen i begge landa. Dei tyske langsiktige rentene auka i juni for deretter å falle fram til 6. september. Årsaka til nedgangen er truleg forventningar om at veksten i Tyskland blir lågare enn det ein tidlegare rekna med.

I Storbritannia styrkte pundet seg kortvarig mot tyske mark etter at statsminister Major sigra i første valomgang om formannskapet i det konservative partiet i byrjinga av juli. I august og fram til 6. september har pundet styrkt seg med 3,7 prosent mot tyske mark. Bank of England har dei seinaste månadene teke til orde for ein noko strammare pengepolitikk. Dei siste økonomiske indikatorane tyder likevel på ei viss avdemping i veksten. Sidan slutten av juni og fram til 6. september har dei langsiktige rentene falle med 0,61 prosentpoeng.

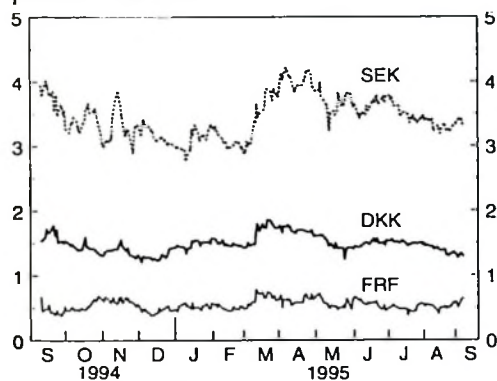
Sveriges Riksbank heva 4. juli reporenta frå 8,66 prosent til 8,91 prosent med verknad frå 6. juli. Dei siste tala for konsum-

Figur 2.6

Effektive 10-års statsobligasjonsrenter for hovedvalutaene

**Figur 2.7**

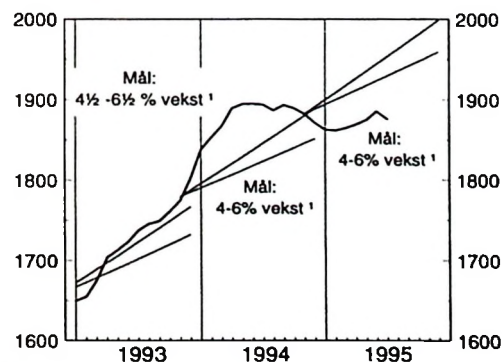
Rentedifferansar for 10-års statsobligasjonar mot DEM for nokre europeiske valutaer



Kilde: Norges Bank

Figur 2.8

Utviklinga i den tyske pengemengda. Sesongjusterte beholdningsstal for M3. Realiserte tal og målområde for dei einsskilde åra



¹⁾ Vekst frå 4. kvartal fjørre år til 4. kvartal inneverande år.

Kjelde: Bundesbank.

Oversikt over viktige renteendringar

Belgia

- 9. august: Sentralbanken sette ned sentralrenta frå 4,50 til 4,45 prosent.
- 23. august: Sentralbanken sette ned sentralrenta til 4,40 prosent.
- 24. august: Sentralbanken reduserte diskontorenta frå 4,00 til 3,50 prosent.
- 30. august: Sentralbanken sette ned sentralrenta til 4,30 prosent.

Danmark

- 6. juli: Nationalbanken sette ned diskontoen og innskottsrenta frå 6,00 til 5,75 prosent og renta for 14 dagars innskottsbevis/gjenkjøpsavtaler frå 6,35 til 6,20 prosent.
- 27. juli: Nationalbanken sette ned renta for 14 dagars innskottsbevis/gjenkjøpsavtaler til 6,05 prosent.
- 3. august: Nationalbanken sette ned diskontoen og innskottsrenta til 5,50 prosent og renta for 14 dagars innskottsbevis/gjenkjøpsavtaler til 5,90 prosent.
- 24. august: Nationalbanken sette ned diskontoen og innskottsrenta til 5,00 prosent og renta for 14 dagars innskottsbevis/gjenkjøpsavtaler til 5,65 prosent.
- 7. september: Nationalbanken sette ned renta på 14 dagars innskottsbevis/gjenkjøpsavtaler til 5,50 prosent.

Frankrike

- 22. juni: Sentralbanken gjeninnførte renta for 5-10 dagars gjenkjøpsavtaler, etter at den blei suspendert 8. mars. Renta blei sett til 7,50 prosent.
- 6. juli: Sentralbanken sette ned renta for 5-10 dagars gjenkjøpsavtaler frå 7,50 til 7,25 prosent.
- 20. juli: Sentralbanken sette ned renta for 5-10 dagars gjenkjøpsavtaler til 7,00 prosent.
- 3. august: Sentralbanken sette ned renta for 5-10 dagars gjenkjøpsavtaler til 6,50 prosent.
- 31. august: Sentralbanken sette ned renta for 5-10 dagars gjenkjøpsavtaler til 6,15 prosent.

Japan

- 7. juli: Bank of Japan kunngjorde at den ville tilføre likviditet til marknaden for å leie dei korte rentene ned.
- 8. september: Bank of Japan sette ned diskontoen frå 1,0 til 0,5 prosent.

Nederland

- 17. august: Sentralbanken sette ned renta på «special advances» frå 4,10 til 4,00 prosent.
- 24. august: Sentralbanken reduserte diskontorenta frå 3,75 til 3,50 prosent og renta på «special advances» til 3,90 prosent.

Sverige

- 4. juli: Riksbanken heva reporenta frå 8,66 til 8,91 prosent med verknad frå 6. juli.

Tyskland

9. *august*: Bundesbank tilførte likviditet via 14 dagars gjenkjøpsavtaler med lågaste aksepterte rente 4,45 prosent.
23. *august*: Bundesbank tilførte likviditet via 14 dagars gjenkjøpsavtaler med lågaste aksepterte rente 4,39 prosent.
24. *august*: Bundesbank sette ned diskontoen frå 4,00 til 3,50 prosent og lombardrenta frå 6,00 til 5,50 prosent.
30. *august*: Bundesbank tilførte likviditet via 14 dagars gjenkjøpsavtaler med lågaste aksepterte rente 4,30 prosent.
6. *september*: Bundesbank tilførte likviditet via 14 dagars gjenkjøpsavtaler med lågaste aksepterte rente 4,20 prosent.

USA

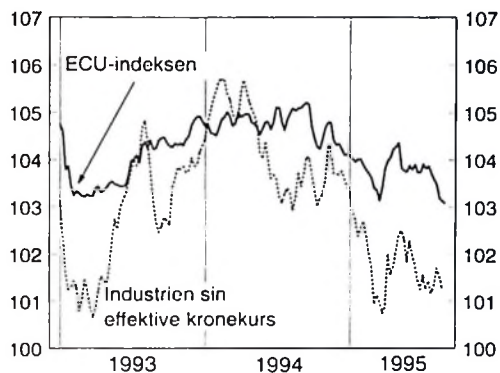
6. *juli*: Federal Reserve sette ned målet for «fed funds-renta» frå 6,00 til 5,75 prosent.

prisveksten har vore noko lågare enn venta, og i juli var tolv-månadersraten 2,8 prosent. Dei langsiktige rentene har falle med 0,93 prosentpoeng sidan slutten av juni og fram til byrjinga av september. Tilliten til svensk økonomi ser ut til å ha betra seg, mellom anna fordi overslaget over det svenske budsjettunderskottet for inneverande år er blitt nedjustert med omtrent 15 milliardar svenske kroner. Den svenske krona har appresiert mot tyske mark og teoretisk ECU med respektive 4,1 og 3,0 prosent sidan midten av juni og fram til 6. september. I den same perioden har den nominelle effektive valutakursen appresiert med 4,1 prosent.

Dei fleste landa innanfor det europeiske valutasamarbeidet, ERM, har sett ned signalrentene sine. I fleire land har rentenedgangen vore større enn i Tyskland utan at valutaene har svekt seg mot tyske mark. Mellom anna har både Danmark og Frankrike redusert rentedifferansane overfor Tyskland. Samtidig kom danske kroner og franske franc i midten av august igjen innanfor dei gamle svingingsmarginane overfor tyske mark på $\pm 2 \frac{1}{4}$ prosent. Den 25. august gjekk den franske finansministeren av etter utsegner i samband med budsjettreduksjonar, og franske franc fall på nytt utanfor dei gamle svingingsmarginane. I byrjinga av september var spennet mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM i overkant av 4 prosent. Italienske lire har dei siste månadene appresiert markert, og det er for tida speulasjonar om at lire vil gå inn i ERM igjen mot slutten av året.

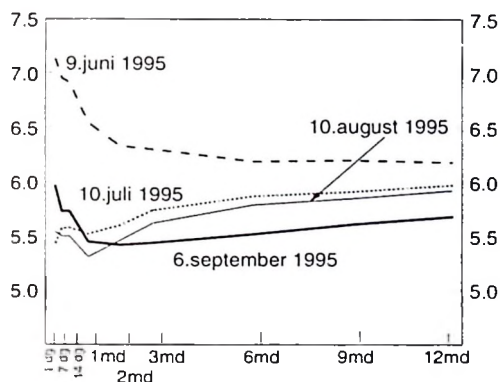
Figur 3.1

Utviklinga i kronkursen målt med ECU-indeksen og industrien sin effektive kronkurs. Vekegjennomsnitt



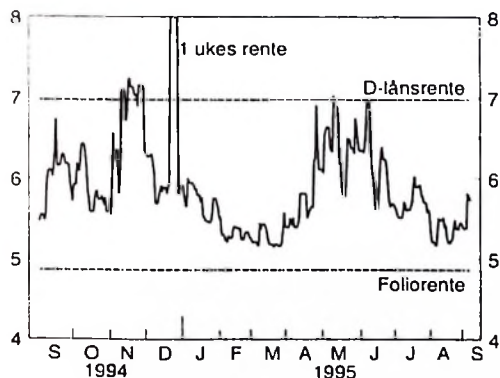
Figur 3.2

Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Figur 3.3

Utviklinga i dei korte pengemarknadsrentene. Dagstal 1. september 1994–6. september 1995. Effektive renter



3 Valuta- og pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

3.1 Valutemarknaden

Den norske krona var i juni og juli stabil mot ECU etter ein svak periode i april og byrjinga av mai. På det svakaste var indeksen 104,41, medan gjennomsnittet for juni og juli var 103,81. Frå byrjinga av august styrkte krona seg mot ECU, noko som i første omgang truleg hadde samanheng med styrkinga av amerikanske dollar mot tyske mark. Kronkursen mot ECU styrkar seg ofte parallelt med amerikanske dollar på grunn av at dollaren er viktig for norsk økonomi. Samtidig fører svekking av tyske mark ofte med seg at kapital blir flytt over i mellom anna nordiske valutaer, som norske kroner. Krona styrkte seg ytterlegare i samband med rentenedsettingane i Europa i andre halvdel av august. I byrjinga av september kom det mellom anna utsegner frå sentralbanksjefen om pengepolitikken, som truleg òg medverka til at krona styrkte seg. Noregs Bank selde norske kroner i valutemarknaden fleire gonger i andre halvdel av august og i byrjinga av september for å dempe kursoppgangen. Samla var intervensjonane på 2,8 milliardar kroner, og hittil i år har Noregs Bank dermed netto seld norske kroner for 4,2 milliardar kroner.

Frå 1. juni til 6. september har krona styrkt seg med 0,8 prosent mot ECU. Sidan byrjinga av året har krona styrkt seg med 0,9 prosent. Konkurranskursindeksen har i dei same tidsromma styrkt seg med høvesvis 0,9 og 1,8 prosent. I konkurransekursindeksen inngår òg valutaer som ikkje er med i ECU-indeksen, mellom anna amerikanske dollar og svenske kroner. Sidan nyttår har norske kroner styrkt seg med 4,7 prosent mot dollar og 2,6 prosent mot svenske kroner. Mot tyske mark, som veg tungt i ECU-indeksen, har kroneverdien sidan nyttår vore om lag uendra. Vektene i konkurransekursindeksen er blitt endra frå førre rapport. Dette er omtalt nærmare i ei eiga ramme i inflasjonsrapporten.

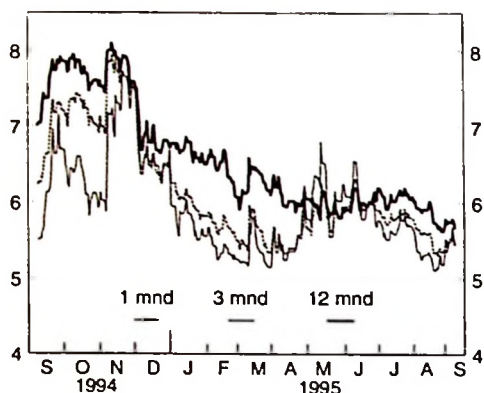
3.2 Pengemarknaden

Renteutviklinga

Oppgangen i dei korte pengemarknadsrentene frå april og mai heldt fram i første del av juni. Denne utviklinga må ein sjå i samanheng med at Noregs Bank førte vidare ein stram likviditetspolitikk. Bakgrunnen for den noko strammare likviditetspolitikken var svekkinga av krona. I tillegg gjekk pengemarknads-

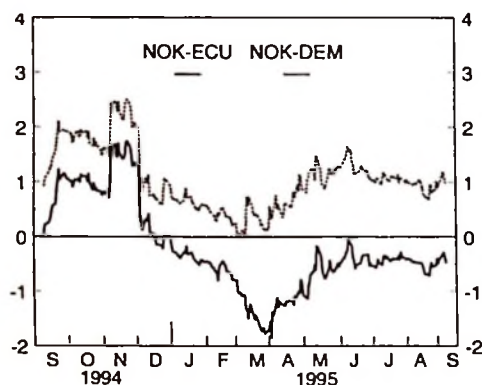
Figur 3.4

Utviklinga i ein-, tre- og tolv månaders pengemarknadsrenter. Dagstal 1. sept. 1994 – 6. sept. 1995. Effektive renter



Figur 3.5

Rentedifferansar for tremånaders pengemarknadsrenter. Dagstal 1. sept. 1994 – 6. sept. 1995. Effektive renter



Kjelde: Noregs Bank

rentene kraftig opp i forkant av bankstreiken som det var varsla om kunne komme i midten av juni. Etter det fall dei kortaste pengemarknadsrentene. Pengemarknadsindikatoren (gjennomsnittet av renter for løpetider opp til tre månader) fall såleis frå 6,33 prosent på det høgste i juni til 5,03 prosent på det lågaste i august. I den same perioden fall 12-månadersrenta frå 6,10 prosent til 5,59 prosent. Avkastningskurva i pengemarknaden blei med det noko brattare, jf. figur 3.2. Nedgangen i dei kortaste rentene fall saman med ei stabilisering og seinare styrking av kronkursen mot ECU og ein noko meir rommeleg likviditetssituasjon. I siste del av august og i byrjinga av september auka dei norske pengemarknadsrentene, jf. neste avsnitt. Pengemarknadsindikatoren var 1. juni 5,93 prosent og 5,35 prosent 6. september.

Etter at rentedifferansen overfor Tyskland (3-månadersrente) auka i løpet av våren, fall den frå ein topp på 1,55 prosentpoeng i byrjinga av juni til 0,64 prosentpoeng i veke 34 i august. Då reduserte Bundesbank for andre gong i sommar reporenta. I tillegg blei både diskonto- og lombardrenta sett ned med 0,5 prosentpoeng. Truleg førte det til at enkelte marknadsaktørar venta at Noregs Bank skulle setje ned dei administrerte rentene. Dei norske pengemarknadsrentene kom ned på eit lågt nivå, og einmånadersrenta fall til under 5 prosent. Då Noregs Bank ikkje reduserte dei administrerte rentene, gjekk pengemarknadsrentene noko opp. Den tyske reporenta blei justert vidare ned i slutten av august og byrjinga av september, og nedgangen i tyske pengemarknadsrenter heldt fram. Norske pengemarknadsrenter gjekk ytterlegare opp då renteforventningane i marknaden truleg blei påverka mellom anna av utsegnene som sentralbanksjefen kom med i byrjinga av september, jf. avsnitt 3.1. Rentedifferansen mellom norske og tyske tremånadersrenter auka igjen. Den 6. september var differansen 0,94 prosentpoeng, medan 1. juni var den 1,22 prosentpoeng.

Rentedifferansen for 3-månadersrenter overfor ECU følgde i juni om lag same mønster som overfor tyske mark. I juli fall rentene i ein del europeiske land kraftigare enn i Tyskland og Noreg, og rentedifferansen mellom kroner og ECU blei derfor mindre negativ. I august har differansen overfor ECU igjen følgd same utvikling som overfor tyske mark. Den 6. september var rentedifferansen $-0,44$ prosentpoeng, mot $-0,47$ prosentpoeng 1. juni.

Pengemarknadslikviditeten og Noregs Banks operasjonar

Gjennom transaksjonar som påverkar likviditeten i pengemarknaden motverkar Noregs Bank sesongmessige svingingar i likviditetstilførsel. Det er særleg likviditetstilførsel frå staten som varierer. Det er dei heilt korte rentene som ofte blir direkte

Tabell 3.1 Sentralbanktilførsla¹⁾

	1995				
	apr.	mai	juni	juli	aug.
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	3,3	5,4	7,7	0,0	1,1
Av dette: D-lån	0,5	0,6	0,9	0,1	0,1
F-lån/innskott	2,7	10,9	9,1	-0,7	0,4
anna finansiering	0,1	-6,1	-3,2	0,6	0,6
D-lånstilgang, mrd kr	3,0	3,0	3,0	3,2	3,2
Bankane sine likvide reservar i form av folioinnskott i Noregs Bank	2,7	1,3	1,9	2,0	2,7
F-innskottsrente (gjennomsnitt), prosent	5,47	6,11	5,50	5,36	4,96
F-lånsrente (gjennomsnitt), prosent	-	5,47	5,63	5,22	5,07

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.

påverka av likviditetspolitikken til Noregs Banks. Men dersom aktørane i pengemarknaden ventar at likviditetspolitikken vil bli endra på meir varig basis, kan dei lengre pengemarknadsrentene etter kvart òg bli påverka.

I første del av juni blei det ført ein stram likviditetspolitikk for å halde dei korte pengemarknadsrentene oppe og stabilisere valutakursen. Då kronekursen styrkte seg i utover i juni, blei likviditeten resten av sommaren halden noko romslegare.

I heile juni var det eit underliggjande likviditetsbehov, og det blei i alt lagt ut tretten F-lån. Det blei òg lagt ut eit F-innskott. F-låna hadde gjennomgåande kort løpetid (1–2 dagar). I første del av juli var det overskottslikviditet, og det blei trekt inn likviditet gjennom åtte F-innskott. I slutten av månaden blei det lagt ut seks F-lån fordi den underliggjande likviditetssituasjonen var noko strammare igjen.

Gjennom juni og juli blei D-lånsramma for bankane halden uendra på 7 prosent av berekningsgrunnlaget, noko som gav bankane i overkant av 3 milliardar kroner i dagleg trekkrett. I juni, då likviditeten var stram, blei i underkant av 30 prosent av låneramma utnytta, medan utnyttingsgraden i juli fall til i overkant av 3 prosent. I august blei det lagt ut to F-innskott. I siste del av august blei det lagt ut åtte F-lån. D-lånstilgangen blei i liten grad nytta.

Noregs Bank bestemte i mars i år at det frå 1. september 1995 må stillast 100 prosent pantesikring for bankane sine dagslån i sentralbanken. Frå 1. september 1994 var kravet 25 prosent. Som sikring aksepterer ein F-innskott i Noregs Bank og verdipapir som er pantsett til fordel for Noregs Bank. Pantesikringa kan endrast dagleg.

Sertifikatmarknaden

Fram til utgangen av august i år har omsetnaden av sertifikat på Oslo Børs vore på 136 milliardar kroner, noko som er ein auke på omtrent 50 prosent i høve til i same periode i fjor. Omsetnaden i statssertifikat utgjer hovudparten, med om lag 72 prosent av totalomsetninga. Av andre typar sertifikat er det berre notering på børsen for lånesertifikat, som blir emitterte av bedrifter i ikkje-finansiell sektor.

Statssertifikat blir lagt ut som eit ledd i finansieringa av verksemda til staten. Utleggingane bidreg òg til å trekkje inn likviditet frå pengemarknaden og blir derfor til ein viss grad tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. Det blir normalt publisert halvårlege auksjonskalendarar over utlegging av statssertifikat og statsobligasjonar.

Den 16. juni blei statssertifikatet med forfall mars 1996 (SS38) utvida med på 2 milliardar kroner. Samla uteståande beløp er no på 9 milliardar kroner. Vegd gjennomsnittsrente ved

*Tabell 3.2 Sertifikatmarknaden¹⁾
Bruttoemisjoner av sertifikat etter låntakarsektor.
(Milliardar kroner)*

	1993	1994	1994 jan.-juli	1995
Statssertifikat	67,9	52,5	23,5	26,5
Banksertifikat	12,6	19,4	11,1	30,4
Kreditsertifikat	11,4	14,0	7,4	10,2
Lånesertifikat	23,2	43,0	22,0	29,4
Finanssertifikat	1,7	6,1	3,1	4,9
Utanlandske sertifikat	0,0	0,5	0,0	1,8
I alt	116,8	135,4	67,1	103,2

¹⁾ Tabell 19 bak i heftet viser beholdning av sertifikat i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

utlegginga var 5,56 prosent. 21 rentepunkt under innlånsrenta til bankane i eurokronemarknaden for same løpetid. Differansen var større enn tidlegare, og dette skuldast mellom anna at differansen mellom rentene i eurokronemarknaden og rentene i andrehandsmarknaden for statssertifikat denne gongen var markert større enn ved dei to førre auksjonane i dette sertifikatet.

Den 18. juli blei det auksjonert ut eit nytt 11-månaders statssertifikatlån (SS 39). Lånet var på 5 milliardar kroner, og gjennomsnittrenta blei 5,77 prosent, 10 rentepunkt under innlånsrenta til bankane i eurokronemarknaden for tilsvarende løpetid.

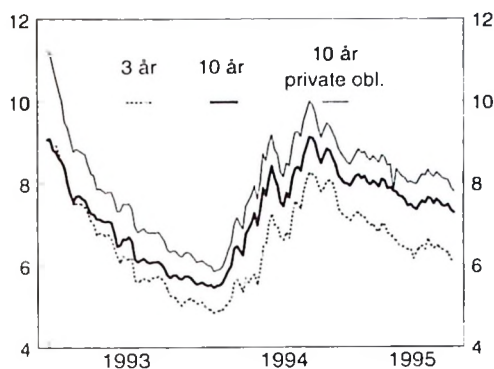
Den 17. august blei det same statssertifikatet (SS39), utvida med 3 milliardar kroner, og det har no eit uteståande volum på 8 milliardar kroner. Gjennomsnittleg auksjonsrente blei 5,49 prosent, 14 rentepunkt under renta i eurokronemarknaden.

Av tabell 3.2 går det fram at for dei sju første månadene i år har det vore ein markert auke i brutto emisjonar av alle typar sertifikat. Stats-, bank- og lånesertifikat er dei dominerande og utgjorde til saman 84 prosent av samla emisjonsvolum.

Forretnings- og sparebankar er den største eigarsektoren for sertifikat registrerte i Verdipapirsentralen, med i underkant av 38 prosent av ein samla pålydande verdi på vel 74 milliardar kroner ved utgangen av første halvår. Forsikringsselskapa har noko under 35 prosent. Den tredje største eigaren er «andre føretak» med i underkant av 20 prosent. Hushaldssektoren og utlendingar er små investorar i sertifikatmarknaden, med eigardelar på under ein prosent.

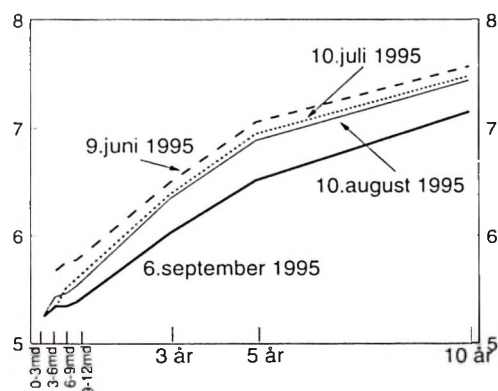
Figur 4.1.

Effektive renter på stats- og private obligasjoner. Veketal. 1. januar 1993–6. september 1995



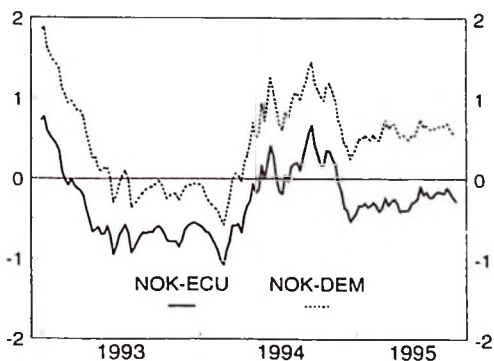
Figur 4.2

Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter



Figur 4.3

Rentedifferansar for 10-års statsobligasjonsrenter mot ECU og DEM. Dagstal 1. januar 1993 – 6. september 1995. Effektive renter



Kjelde: Noregs Bank

4 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Rentene på norske statsobligasjonar steig markant i løpet av juni, noko som innebar eit brot med den nedoverretta trenden ein har hatt sidan september 1994. Renta på den tiårige statsobligasjonen (S465) steig med 30 rentepunkt, og var ved utgangen av juni 7,74 prosent. I juli og august fall obligasjonsrentene igjen, og fallet meir enn vog opp auken frå juni. Den 6. september var renta på den tiårige statsobligasjonen 7,15 prosent, mot 7,44 prosent 1. juni.

Avkastningskurva for Noreg er, i likskap med i dei fleste andre land, framleis stigande.

Renteutviklinga i Noreg følger i stor grad renteutviklinga internasjonalt. Sidan krona blir halden stabil i høve til dei europeiske valutaene, er det særleg dei tyske rentene som er viktige for dei norske rentene. Dette har òg vore tilfellet i dei siste månadene, men rentedifferansen mot den tyske tiårige renta har falle. På det høgaste, i første del av juni, var denne differansen på 0,94 prosentpoeng. Den 6. september var differansen på 0,58 prosentpoeng. Rentedifferansen overfor ECU i tiårs-området var 1. juni $-0,18$ prosentpoeng og 6. september $-0,38$ prosentpoeng. Rentedifferansane ved årsskiftet var 0,36 prosentpoeng overfor tyske renter og $-0,54$ prosentpoeng overfor ECU-renter.

Differansen mellom den effektive renta på statlege og private obligasjonar med ti års løpetid ligg på om lag $-0,5$ prosentpoeng.

Omsetnad

Obligasjonsomsetnaden hittil i år har falle samanlikna med 1994. Fram til utgangen av august i år var omsetnaden 1 006 milliardar kroner mot 1 135 milliardar kroner for same periode i fjor.

Det meste av omsetnaden skjer i statsobligasjonar. Statsobligasjonsomsetnaden fram til utgangen av august var 772 milliardar kroner, 77 prosent av totalomsetnaden. Dette var marginalt opp i høve til same periode året før. Til samanlikning var prosentdelen i 1993 i overkant av 56 prosent.

Av omsetnaden i statsobligasjonar utgjør repohandel (dvs. samtidig avtale om sal og seinare tilbakekjøp) ein veksande del. Fram til utgangen av august i år var denne delen på 40 prosent, medan den i 1994 og 1993 var på 22 og 17 prosent.

Omsetnaden i storlånsektoren var fram til utgangen av august i år på 30 milliardar kroner. Storlånsektoren omfattar lån med pålydande over 500 millionar kroner, og låntakarane er i hovud-

Tabell 4.1.

Obligasjonsmarknaden¹⁾.

Bruttoemisjonar av ihendehavarobligasjonar etter låntakar sektor. (Milliardar kroner)

	1993	1994	1994	1995
			jan.-juli	
Statsforvaltninga	42,0	16,0	10,0	13,0
Statsbankar og statsforetak	9,2	3,5	3,4	3,9
Private bankar og forsikringsselskap	25,6	16,0	15,0	3,8
Kredittforetak	20,5	13,3	9,6	5,4
Private og kommunar	19,7	9,2	8,2	3,8
Utanlandske låntakarar	0,0	0,5	0,5	0,0
I alt	116,3	58,5	46,7	29,9

¹⁾ Tabell 16 bak i heftet viser behaldning av obligasjonar registrerte i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank og VPS

sak kredittforetak og bankar. Desse låna sin del av totalomsetnaden hittil i år er 21 prosent, medan den i 1994 var 24 prosent.

Den 21. august i år blei Noregs Banks system med primærhandlarar starta opp. I første omgang har systemet ein prøveperiode fram til desember i år. Det var i alt 16 som søkte om å bli primærhandlarar, og Noregs Bank valde ut sju: fire fondsmeklarforetak og tre bankar. Den viktigaste oppgåva for primærhandlarane er å stille forpliktande kjøps- og salskursar på Oslo Børs for dei fire store statsobligasjonane. Det er sett øvre grenser for kor store forskjellane mellom kjøps- og salskursane i dei enkelte låna skal vere.

Emisjonar

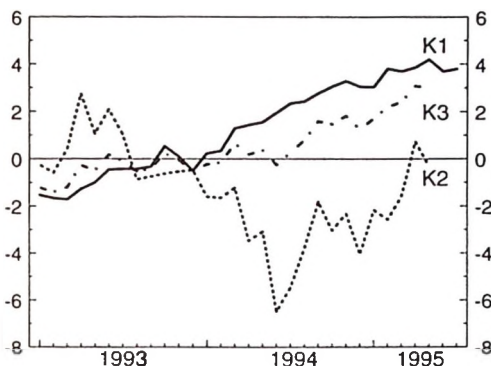
Bruttoemisjonar av obligasjonar til og med juli i år har gått markert ned i høve til same periode i fjor, frå 46,7 til 29,9 milliardar kroner. For låntakar sektoren som omfattar private bankar og forsikringsselskap utgjorde bruttoemisjonane hittil i år berre 25 prosent av talet for same periode i fjor, medan emisjonane for kredittforetak og finansieringsselskap var om lag 56 prosent av tilsvarende periode i fjor. Dette følgjer ein trend vi har sett dei seinare åra. Statsobligasjonar skil seg ut med ein auke i bruttoemisjonane på 3 milliardar kroner.

Eigarstruktur

Ved utgangen av første halvår 1995 var forsikringssektoren den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigarandel på i overkant av 38 prosent av ein samla marknadsverdi på nær 330 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankane sine sikringsfond) eigde vel 21 prosent, medan stats- og trygdeforvaltninga eigde om lag 12 prosent. Eigarfordelinga mellom dei enkelte sektorane har vore relativt stabil dei siste åra, med ein viss auke for forsikringsselskapa og eit fall for bankane. I første halvår 1995 var likevel forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og sikringsfonda) den klart største nettokjøparen av obligasjonar, med vel 9,3 milliardar kroner, meir enn dobbelt så mykje som forsikringsselskapa. Utlendingane reduserer framleis behaldningane sine av norske obligasjonar, frå 7,3 prosent av samla marknadsverdi i 1990 til 2,2 prosent ved utgangen av første halvår 1995. Til samanlikning er eigardelen for utlendingar av aksjar registrerte i Verdipapirsentralen på i overkant av 30 prosent av samla marknadsverdi. Hushalda sin eigardel har variert rundt 2–3 prosent sidan 1990.

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

Kredittindikatorane

Kredittindikatoren (K1), som viser delar av publikums (private og kommunars) innanlandske bruttogjeld, auka med 3,8 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av juli 1995. Dette var om lag same vekstrate som dei førre månadene, og noko høgare enn det vi hadde i 1994. Veksttakten, det vil seie veksten i gjennomsnittleg uteståande kreditt siste tremånadersperiode sett i høve til føregåande tremånadersperiode, har falle noko etter at den nådde ein topp i april i år. I juli var veksttakten 4,3 prosent. Sjølv om den innanlandske kredittveksten har teke seg opp frå inngangen til året, er vekstraten framleis moderat.

Det er store forskjellar i utlånsveksten frå dei ulike finansinstitusjonane. Utlån frå private bankar og Postbanken, som er den klart viktigaste kredittkjelda for publikum, auka med nær 10 prosent i tolv månadersperioden fram til utgangen av juli i år. Ein må heilt tilbake til 1988 for å finne tilsvarende vekstratar. Veksten i utlån frå private finansieringsselskap var endå sterkare, med ein tolv månadersvekst fram til utgangen av juli på nær 27 prosent. Men her er kredittvolumet relativt lite: Av ein samla innanlandsk kredittvekst på vel 31 milliardar kroner, utgjorde dei auka utlåna frå finansieringsselskapa nær 6 milliardar kroner.

Veksten i publikums bruttogjeld til utlandet (K2) fall med 0,3 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av mai. I behaldningstal svarer dette til i underkant av 1 milliard kroner.

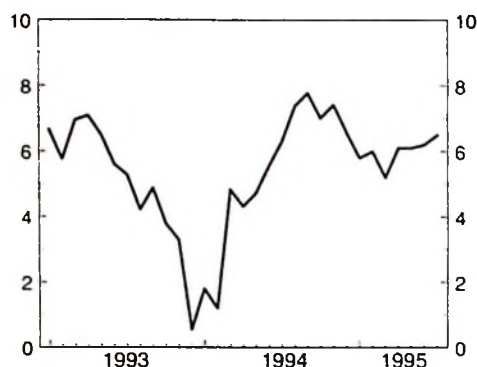
Summen av K1 og K2 auka med vel 33 milliardar kroner i same tolv månadersperiode, til 1 114 milliardar kroner. Dette var ein vekst på 3,0 prosent. Veksten i samla bruttogjeld for publikum er dermed framleis lågare enn veksten i innanlandsk kreditt.

Pengemengdeveksten

Publikums likviditet (M2), det vil seie behaldninga av setlar, mynt og bankinnskott, auka med 6,5 prosent (36,8 milliardar kroner) i tolv månadersperioden fram til utgangen av juli. Dette er noko høgare vekstratar enn dei førre månadene, men svakt lågare enn i siste del av fjoråret. Den underliggjande veksten, målt som gjennomsnittleg vekst siste tremånadersperiode samanlikna med førre tremånadersperiode, har teke seg markert opp gjennom dei siste månadene, frå ein negativ underliggjande vekst i februar til ein underliggjande vekst på vel 17 prosent i juli.

Figur 5.2

Vekst i publikums likviditet. Prosentvis vekst siste 12 måneder



Kjelde: Noregs Bank

Tabell 5.1

Endringar i private og kommunars finansielle fordringar og gjeld. Milliardar kroner ¹⁾

	1992	1993	1994	1. halvår	
				1994	1995
1. Auke i fordringar	93	114	33	25	42
1.1 Innanlandske bankinnskott	34	-8	18	9	7
1.2 Andre innanlandske fordringar	67	62	13	10	22
1.3 Fordringar på utlandet	-6	-5	6	5	-3
1.4 Omvurdering av fordringspostar	-2	65	-4	1	16
2. Auke i gjeld	69	144	21	-3	21
2.1 Lånegjeld til innanlandske finansinstitusjonar	51	-10	6	-5	1
2.2 Anna innanlandsk gjeld	0	55	3	9	9
2.3 Gjeld til utlandet	14	8	4	-5	-10
2.4 Omvurdering av aksjegyld	-18	67	19	2	22
2.5 Omvurdering av andre gjelds-postar	22	24	-11	-4	-1
3. Netto fordringsauke	23	-30	12	28	21
3.1 Bidrag frå transaksjonar	29	-4	24	25	26
3.2 Bidrag frå kursgevinst og andre omvurderingar	-6	-26	-12	3	-5
Memo.:					
Netto fordringsauke utanom omvurdering av aksjegyld	5	37	31	30	44

¹⁾ Omfattar private, statlege og kommunale føretak, samt hushaldningar og kommuneforvaltning. Tala er til dels baserte på anslag.

Kjelde: Noregs Bank

Veksten i publikums likviditet skriv seg først og fremst frå ein auke i tidsinnskott, det vil seie innskott med ei eller anna form for bindingstid. Også behaldninga publikum har av banksertifikat auka kraftig. Auken i desse postane var på nesten 16 prosent, vel 28 milliardar kroner, i tolv månadersperioden fram til utgangen av juli.

Endringar i publikums finansielle fordringar og gjeld

Private og kommunars nettofordringar auka i første halvår 1995, som følgje av store positive finansinvesteringar (linje 3.1 i tabell 5.1). I første halvår utgjorde desse 26 milliardar kroner, svakt høgare enn i første halvår i fjor. Eit negativt bidrag frå kurstap og andre omvurderingar (linje 3.2) gjorde at nettofordringane auka noko mindre, med 21 milliardar kroner. Dette er noko lågare enn i same periode i fjor. Dersom vi korrigerer tala for omvurderingar av aksjekapital, som i denne typen oppstillingar blir registrert på linje med ordinære gjelds-postar, finn vi at nettofordringane auka med 44 milliardar kroner i første halvår. Dette er markert høgare enn i første halvår i fjor.

Hushalda sine netto finansinvesteringar tok seg opp igjen i første kvartal 1995 etter å ha vore negative (sesongjustert) i fjerde kvartal 1994. Sesongjustert auka netto finansinvesteringane med 4,5 milliardar kroner til 3,6 milliardar kroner frå fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. I perioden frå utgangen av første kvartal 1994 til utgangen av første kvartal i år utgjorde netto finansinvesteringane 3,0 prosent av kalkulert disponibel inntekt. Hushalda sine nettofordringar er rekna til å vere vel 190 milliardar kroner ved utgangen av første kvartal 1995, tilsvarende knapt 45 prosent av disponibel inntekt.

Kapitalrørsler og valutareservane

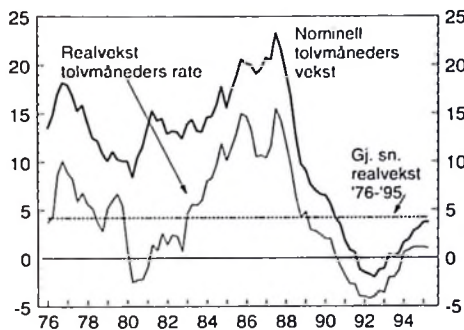
Hittil i år (veke 35) har Noregs Bank av intervensjonsomsyn netto seld kroner mot valuta for i overkant av 3,4 milliardar kroner til bankane. Sentralbanken har likevel både kjøpt og seld kroner i denne perioden. Fram til slutten av mars kjøpte Noregs Bank valuta for om lag 9 milliardar kroner, medan ein i perioden frå byrjinga av april og fram til om lag midten av mai netto selde valuta. Deretter intervenerte ikkje Noregs Bank i valutamarknaden før i siste del av august, der det i veke 34 og 35 blei kjøpt valuta for til saman 1,9 milliardar kroner.

Ved utgangen av juli utgjorde Noregs Banks internasjonale reservar vel 141 milliardar kroner. Dette er om lag same nivå på reservane som ved utgangen av 1994.

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1994 og hittil i 1995. Motstykket til sal av valuta frå

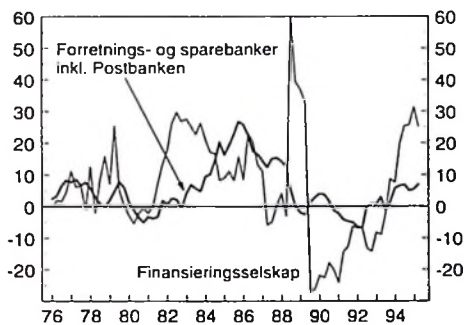
Figur 1

Vekst i publikums kreditt frå innanlandske kjelder – K1

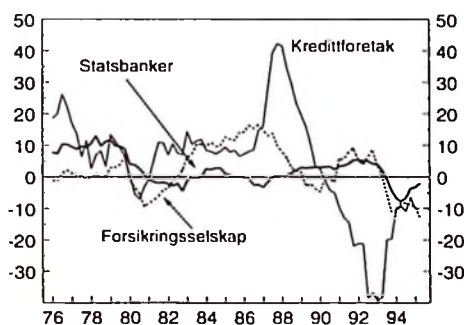
**Figur 2**

Innanlandsk kredittvekst fordelt på kredittkjelder

a. Vekst i utlån frå bankar og finansieringsselskap



b. Vekst i utlån frå statsbankar, kredittføretak og forsikringsselskap



Nærmare om utviklinga i innanlandsk kreditt

Det siste året har vi registrert tiltakande vekst i utlåna frå enkelte grupper av finansinstitusjonar. Dette har gitt opphav til ein viss otte for at ein igjen er inne i ein periode med ein privat forbruksvekst som i stor grad er lånefinansiert, og med kraftig gjeldsoppbygging i privat sektor. Statistikken som ligg føre over utlån frå kredittinstitusjonane, viser likevel at kredittveksten framleis er relativt moderat.

Veksten i innanlandsk kreditt (definert som i Noregs Banks kredittindikator) har gjennomgåande auka sidan slutten av 1992, då kreditten til publikumssektoren fall med vel 3 prosent på årsbasis. Dei siste månadene har vekstratane for publikums kreditt lege mellom 3% og 4% prosent på årsbasis. Dei nominelle vekstratane er dermed framleis lågare enn vekstratane i siste halvdel av 1970-åra og heile 1980-talet.

For å samanlikne vekstratane i dag med den utviklinga vi såg gjennom 1980-åra har vi justert dei tala som er observert for publikums innanlandske kreditt med endringar i prisnivået. Denne korrigerte kredittveksten kallar vi reell vekst. Figur 1 viser mellom anna at den reelle kredittveksten i første del av 1980-åra var relativt liten, og til tider negativ, sjølv om dei nominelle vekstratane låg i området 10 til 15 prosent. Men omkring midten av 1980-åra steig dei reelle vekstratane til mellom 10 og 15 prosent. Innanfor den 20-årsperioden som er illustrert i figuren, ser vi at dagens vekstrarar framleis er moderate. Utviklinga i samla innanlandsk kreditt indikerer dermed ikkje noka kraftig gjeldsoppbygging for publikumssektoren. Det har for øvrig heller ikkje vore noka markert endring i vekstratane for kreditt frå utlandet. Vekstratane ligg framleis omkring null.

Figur 2a og b viser dei reelle vekstratane for kreditttilførsel frå dei ulike finansinstitusjonane. Figurane viser at den reelle veksten i utlån frå statsbankar, kredittføretak og forsikringsselskap framleis er negativ. Etter at utlåna frå statsbankane fall markert i 1993 og 1994, ligg vekstratane framleis i underkant av null. Utlåna frå forsikringsselskapa begynte òg å falle ved inngangen til 1993, og vekstratane er framleis negative. Den reelle tolvmånedersveksten var om lag -13 prosent i juni i år (kvartalstal). For kredittføretaka har vekstratane vore negative sidan 1990. Det spesielt kraftige fallet i kreditten gjennom 1992 heng rett nok saman med konvertering av eit kredittføretak til bank. Men sjølv når tala blir korrigerte for denne typen endringar, er det eit markert fall i kreditten dei siste åra.

Samtidig som kreditten frå statsbankar, kredittføretak og forsikringsselskap fell, har veksten i kreditt frå bankar og finansieringsselskap teke seg kraftig opp dei siste åra. Den reelle veksten i utlåna frå bankar til publikum var om lag 7 prosent i tolvmånedersperioden fram til juni i år. Sjølv om vekstratane framleis er markert lågare enn rundt midten av 1980-åra, er veksten i utlån frå bankar til publikum høgare enn gjennomsnittet for dei siste tjue åra.

Utlån frå finansieringsselskapa har hatt den kraftigaste veksten det siste året. Tolvmånedersveksten har vore oppe i over 30 prosent, og ved utgangen av juni var den reelle veksten vel 25 prosent. Dette er på linje med eller høgare enn vekstratane i store deler av 1970- og 80-åra.

Vridninga av utlån frå statsbankar, kredittføretak og forsikringsselskap og over til bankar og finansieringsselskap skuldast endringar i tilpassinga hos anten tilbydarane av kreditt eller hos låntakarane.

Vi har registrert at enkelte finansinstitusjonar har overført utlån til finansinstitusjonar i ei anna gruppe, for eksempel frå forsikringsselskap til finansieringsselskap. Slike endringar kan vere motiverte ut frå eit ønske om å tilpasse balansestrukturen, for å endre risikoprofil eller liknande.

Den dreininga i avkastningskurva vi har sett dei siste åra, frå ei fallande til ei stigande avkastningskurve, representerer ei endring i konkurransesituasjonen. Renta på lån med bindingstid (fastrentelån) frå kredittføretak, men òg i nokon grad lån frå statsbankar og forsikringsselskap, blir bestemt av meir langsiktige renter. Dette har medført at renta på slike lån har stige samanlikna med lån frå for eksempel bankar, der renta i større grad blir bestemt av det kortsiktige rentenivået. Sjølv om dette ikkje nødvendigvis inneber at det vil vere gunstigare å ta opp lån med flytande rente enn lån med rentebinding, har ein av erfaring sett at spesielt privatpersonar tilpassar seg på ein slik måte. Forskjellane i kredittvekst for dei ulike institusjonane kan derfor i nokon grad skuldast slike tilpassingar.

Endringane i samansetjinga av publikums kreditt kan òg indikere at publikum i aukande grad lånefinansierer forbruk. Dei institusjonane som opplever at kreditten til publikum fell, yter først og fremst bustadlån eller andre langsiktige utlån. Finansieringsselskapa gir derimot i stor grad lån til forbruksføremål. Utlånsveksten frå bankane omfattar så vel utlån til bustadføremål som utlån av meir kortsiktig karakter.

Tabell 5.2

Motpostane til Noregs Banks valuta-intervensjonar overfor bankane.¹⁾

	1994	1995 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane	-1	-3,4
1. Spot	-1	-3,4
2. Termin	0	0,0
Brukt av bankane til å dekkje opp (dvs. motpostar):		
B. Utlandet	-15	-13,4
1. Spot ³⁾	-11	-1,3
2. Termin ³⁾	-4	-12,1
C. Norske sektorar, utanom bankane	16	10,9
1. Spot ³⁾	0	6,2
2. Termin ³⁾	8	-2,8
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	8	7,5
D. Anna	-2	-0,9
Memo: Valutaresevane	141,5⁴⁾	-141,1⁵⁾

¹⁾ For nærmare detaljar sjå tabell 49 bak i heftet.

²⁾ Veke 1-35 1995.

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

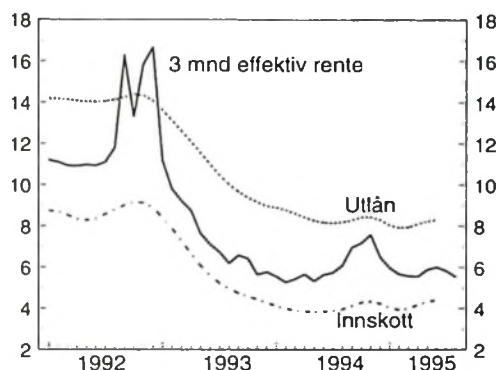
⁴⁾ Utgangen av året.

⁵⁾ Utgangen av juli.

bankane til Noregs Bank var kjøp av valuta tilsvarande 13 milliardar kroner frå utlandet, samtidig som bankane selde valuta tilsvarande vel 3 milliardar kroner til norske sektorar utanom bankane. I tillegg auka valutaforplikingane til bankane overfor norske kundar med vel 7 milliardar kroner.

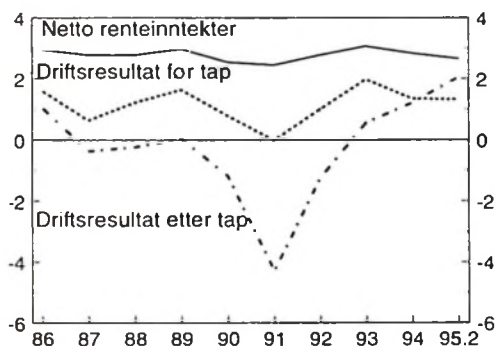
Figur 6.1

Bankane sine innskotts- og utlånsrenter og tremånaders pengemarknadsrenter



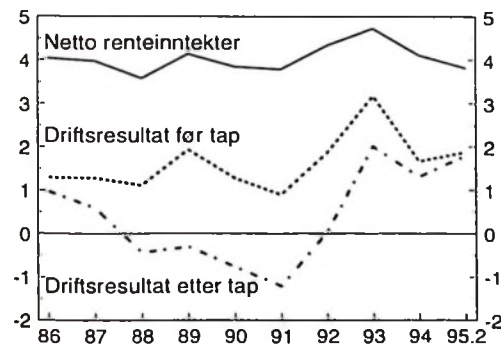
Figur 6.2

Hovudtal for resultatata til forretningsbankane. I prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Figur 6.3

Hovudtal for resultatata til sparebankane¹. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



¹ Dei 30 største

Kjelde: Noregs Bank

6 Utviklinga i finansinstitusjonane

6.1 Bankane

Renteutviklinga

Historisk har innskotts- og utlånsrentene i bankane følgd dei mellomlange pengemarknadsrentene med eit visst etterslep. Tremånaders pengemarknadsrente har stige med om lag 0,3 prosentpoeng frå andre kvartal 1994 til andre kvartal 1995. Gjennomsnittlege utlånsrenter i bankane på betjente lån har likevel falle med 0,4 prosentpoeng til 7,9 prosent, medan dei gjennomsnittlege innskottsrentene har auka med 0,2 prosentpoeng til 4,0 prosent. Rentemarginen er dermed blitt redusert med 0,6 prosentpoeng i høve til andre kvartal 1994. Reduksjonen i utlånsrentene og rentemarginen må ein sjå både i ljøs av den sterkare konkurransen i kredittmarknadene og den kostnadseffektiviseringa som har skjedd i banksektoren dei siste åra.

Resultatutvikling og kapitaldekning¹

I både forretnings- og sparebankane har det vore ein auke i gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK) frå første halvår i fjor til første halvår i år. I sparebankane auka GFK med 7,4 prosent til 224 milliardar kroner. Denne auken medverka til at kapitaldekninga i sparebankane gjekk ned frå 14,4 til 13,9 prosent, sjølv om ansvarleg kapital i kroner auka noko. I forretningsbankane auka GFK med 2,8 prosent til 371 milliardar kroner, samtidig som det fann stad ein svak reduksjon i ansvarleg kapital. Kapitaldekninga gjekk dermed ned frå 11,6 til 10,9 prosent. For begge bankgruppene må det takast omsyn til at definisjonen av ansvarleg kapital er blitt endra. Medan $\frac{2}{3}$ av dei uspesifiserte tapsavsetningane kunne takast med i den ansvarlege kapitalen i 1994, er denne delen i år redusert til $\frac{1}{3}$. I 1996 vil ein ikkje lenger kunne rekne uspesifiserte tapsavsetningar som ansvarleg kapital.

Reduksjonen i rentemarginen medverka til at netto renteinntekter i bankane – rentenettoen – fall frå første halvår i fjor til første halvår i år. I forretningsbankane gjekk rentenettoen ned med 0,39 prosentpoeng til 2,66 prosent målt mot GFK, medan rentenettoen i sparebankane fall med 0,45 prosentpoeng til 3,82 prosent. Innskottsdekninga i sparebankane (innskott som del av utlån) blei noko redusert frå utgangen av juni i fjor til utgangen av juni i år, medan det ikkje var endringar i innskottsdekninga

¹ Tala som er oppgitt, gjeld morbankar. For sparebankane omfattar tala dei 30 største bankane.

til forretningsbankane i denne perioden. Reduksjonen i innskottsdekninga til sparebankane kan vere med på å forklare noko av den reduserte rentenettoen, fordi ein då må finansiere meir av utlåna med annan innlåning, som ofte har høgare rente.

Forretningsbankane hadde eit driftsresultat etter tap på 2,04 prosent av GFK i første halvår av 1995, mot 1,65 prosent i første halvår 1994. Forbetringa i driftsresultatet, på trass av ein reduksjon i rentenettoen, kan ein forklare fullt ut med ein reduksjon i bokførte tap på utlån og garantiar på 0,78 prosentpoeng. Bokførte tap var på 0,06 prosent av GFK i første halvdel av 1994 og -0,72 i første halvdel av inneverande år. Dette må ein sjå i samanheng med at det framleis er store tilbakeføringar av tidlegare bokførte tap i bankane. Forretningsbankane hadde kurstap på verdipapir i første halvår i 1994 og kursgevinst i første halvår i år. Men denne betringa i «andre driftsinntekter» har blitt motverka av mellom anna reduserte kursgevinstar på valuta.

Også i sparebankane er driftsresultatet etter tap blitt betra, frå 0,98 prosent av GFK i første halvår i 1994 til 1,80 prosent av GFK i første halvår i år. Forbetringa skuldast i første rekkje at eit kurstap på verdipapir i første halvår i fjor er snudd til ein kursgevinst i første halvår i år, og at bokførte tap på utlån og garantiar er gått ned samanlikna med i fjor. I motsetnad til i forretningsbankane er det altså ikkje berre reduserte tap og inntektsføring av tidlegare bokførte tap som betrar driftsresultatet. Bokførte tap i sparebankane var i første halvår i år på 0,08 prosent av GFK.

6.2 Andre finansinstitusjonar

Renteutviklinga

Gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringsselskapa var på 6,8 prosent ved utgangen av andre kvartal i år, medan gjennomsnittleg utlånsrente i kredittføretaka var på 8,0 prosent. Det siste året har utlånsrentene i livsforsikringsselskapa vore relativt stabile. I kredittføretaka fall utlånsrentene med 0,5 prosentpoeng frå andre kvartal i fjor til andre kvartal i år.

Driftsresultat og kapitaldekning

Det har vore ein reduksjon i gjennomsnittleg forvaltningskapital i kredittføretaka på 7,8 prosent til 103 milliardar kroner. Ansvarleg kapital har auka svakt, slik at kapitaldekninga har stige med 2,2 prosentpoeng til heile 19,8 prosent frå første halvår i fjor til første halvår i år. Reduksjonen i forvaltningskapitalen kan til ein viss grad forklarast ved at det skjedde ei vriding i terminstrukturen for renta på vårparten i 1994, slik at

obligasjonsrentene no er høgare enn pengemarknadsrentene. Dette svekkjer kredittføretaka sin konkurranseposisjon, fordi utlånsrentene deira er knytte til obligasjonsrentene. Gjennomsnittleg forvaltningskapital i finansieringsselskapa har auka med 20,9 prosent sidan første halvår i fjor. Denne auken er likevel relativt liten målt i kroner, idet gjennomsnittleg forvaltningskapital var på om lag 25 milliardar kroner i første halvår i år. Ansvarleg kapital har vore relativt konstant, slik at kapitaldekninga har falle med 1,7 prosentpoeng til 13,5 prosent av GFK.

Kredittføretaka sin rentenetto målt mot GFK var på 1,02 prosent, ein reduksjon på 0,23 prosentpoeng frå første halvår i 1994. Som i banksektoren er likevel driftsresultatet etter tap noko betre i første halvår i år enn i fjor, idet resultatet er blitt forbetra med 0,06 prosentpoeng til 0,89 prosent av GFK. Forbetringa skuldast reduserte tap på utlån og garantiar, auka kursgevinstar på verdipapir, og ein svak reduksjon i andre driftskostnader. Rentenettoen i finansieringsselskapa har gått ned frå 7,30 prosent til 6,18 prosent. Driftsresultatet etter tap er redusert frå 3,45 prosent av GFK i første halvdel av 1994 til 2,82 prosent av GFK i første halvdel av i år. Bokførte tap i finansieringsselskapa var på 0,43 prosent av GFK.

Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi

Konjunkturbildet har endret seg siden 1994. I USA og de fleste andre land som har ledet konjunkturutviklingen, har den sterke økonomiske oppgangen de siste årene avtatt. Også for en del land i Europa som ligger etter i konjunkturutviklingen, har veksten blitt noe avdempet. I Japan har den svake oppgangen foreløpig stanset opp, og det knytter seg usikkerhet til den videre økonomiske utviklingen.

Konjunkturbildet reflekterer en naturlig avmatning i veksten i de land der konjunktur-oppgangen har vart noen år. Samtidig har den betydelige økningen i de langsiktige rentene i fjor hatt en generell kontraktiv effekt i industrilandene i første del av 1995. Japan og flere land i Kontinental-Europa har i tillegg blitt negativt påvirket av de store valutakursendringene i første del av 1995.

Fallet i de langsiktige rentene i år, og en betydelig grad av reversering av vinterens valutakursutvikling i løpet av sommeren, tilsier imidlertid at veksten i flere av industrilandene vil ta seg noe opp mot slutten av året.

Prisveksten i de fleste industriland er fortsatt moderat. I land som har vært gjennom en kraftig valutadepresiering de siste årene, er det imidlertid et visst inflasjonspress som er blitt søkt motvirket gjennom innstramming i pengepolitikken.

Internasjonalt er det nå et sterk fokus på effektene av kursbevegelsene mellom hovedvalutaene: amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen. Det har vært iverksatt koordinerte internasjonale valutaintervensjoner for å påvirke valutakursene i ønsket retning. Intervensjonene har vært basert på en erkjennelse av at betydelige avvik fra kurser som reflekterer mer langsiktige økonomiske forhold, har en kontraktiv effekt på verdensøkonomien. Slike kursavvik medvirker til økonomiske ubalanser, svekker aktiviteten i land med sterke og appresierende valutaer og nødvendiggjør økonomisk innstramming i land som får importert inflasjonspress. I andre del av denne oversikten vil vi gi en omtale av valutakursutviklingen og faktorer som har påvirket denne.

1 Konjunktur- og inflasjonsbildet generelt

I løpet av 1995 har veksttakten avtatt i de engelsktalende industrilandene som har ledet konjunkturutviklingen. I betydelige deler av det kontinentale Vest-Europa bidrar en innstramming i finanspolitikken til fortsatt svak konsumvekst. Stivheter i arbeidsmarkedet medvirker til svak sysselsettingsvekst.

Den sterke appresieringen av japanske yen de siste årene, og særlig i første halvår i år, har sammen med fortsatte ettervirkninger etter den finansielle boblen som sprakk først på 1990-tallet, bidratt til stagnasjon i japansk økonomi.

Det ser nå ut til at USA er inne i en «myk landing», hvor veksten vil stabilisere seg på et

lavere nivå, mer i samsvar med det langsiktige vekstpotensialet i økonomien.

Tabell 1 Anslag for BNP. Prosentvis vekst fra forrige år

	1994	1995	1996
USA	4,1	2½	2½
Japan	0,5	½	2½
Tyskland	2,9	2½	3
Storbritannia	3,8	3	2½
Sverige	2,2	2½	2½
Danmark	4,4	3½	2½
Finland	3,9	5½	4½
Norges handelspartnere	2,9	3	2½

Kilde: OECD, IMF og egne anslag

Inflasjonen i industrilandene er nede på nivået fra først på 1960-tallet. Inflasjonsbildet ble fyldig omtalt i Penger og Kreditt 1/95, og det er små endringer i dette bildet. En rekke ulike faktorer har medvirket til den moderate inflasjonen. Finanspolitikken er strammet til i nær alle industriland de siste årene. I tillegg har land som har ligget langt fremme i konjunkturutviklingen eller har blitt utsatt for sterkt inflasjonspress, strammet til pengepolitikken. De fleste land i det kontinentale Vest-Europa er relativt tidlig i konjunkturoppgangen. I disse landene bidrar ledig produksjonskapasitet og høy arbeidsledighet til lavt prispress. Råvareprisene steg betydelig i løpet av fjoråret, men siden årsskiftet har The Economists råvareprisindeks falt med 5 prosent.

Tabell 2 Anslag for konsumpriser. Prosentvis vekst fra forrige år

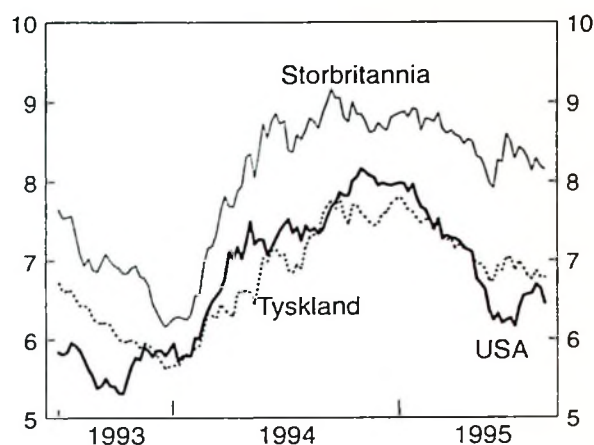
	1994	1995	1996
USA	2,6	3	3¼
Japan	0,7	0	½
Tyskland	3,1	2¼	2
Storbritannia	2,5	3¼	3
Sverige	2,2	3	3
Danmark	2,0	2½	3
Finland	1,1	1½	2½
Norges handelspartnere	2,4	2½	2¼

Kilde: OECD, IMF og egne anslag

Den sterke veksten i USA og konjunkturoppgangen i verdensøkonomien bidrog til en kraftig økning i de langsiktige rentene i 1994. I løpet av første halvår 1995 ble renteutviklingen i noen grad reversert. Nedgangen i veksten i USA, som medførte frykt for resesjon, samt svekkelse av vekstutsiktene også i en del andre industriland, har redusert markedsaktørenes forventninger om økt inflasjon og investeringsetterpørsel.

De langsiktige rentene i USA nådde et bunnpunkt i juli og har siden ligget på et noe høyere nivå. Dette reflekterer trolig at aktørene i finansmarkedene har fått økt tiltro til at USA er inne i en «myk landing», slik at det ikke vil bli nødvendig med betydelige lettelser i pengepolitikken i perioden fremover. I mange europeiske land har det i den senere tid

Figur 1. Effektive renter på 10-års statsobligasjoner i USA, Storbritannia og Tyskland



Kilde: OECD

vært et visst fall i de langsiktige rentene. Dette kan skyldes en nedjustering av forventningene til den økonomiske veksten.

Konjunkturavmatning i USA

Veksten i USA aksellererte mot slutten av 1994, og ble hele 4,5 prosent målt i sesongjustert årlig rate i fjerde kvartal. Veksten har avtatt gjennom første halvår 1995 til 2,7 prosent i første kvartal og 1,1 prosent i andre kvartal. Mens utviklingen fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år gjenspeilte en generell avdemping av veksten, reflekterer den videre nedgangen i BNP-veksten i andre kvartal i hovedsak en svakere økning i varelagre. Veksten i BNP-komponentene utenom lagerinvesteringer var målt i sesongjustert årlig rate 2,6 prosent i første kvartal og 2,5 prosent i andre kvartal.

Avdempingen av veksttakten i økonomien fra i fjor til i år har medvirket til at den gjennomsnittlige månedlige sysselsettingsveksten falt fra 294 tusen personer i 1994 til 141 tusen i årets første åtte måneder. Arbeidsledigheten har steget fra et bunnpunkt på 5,4 prosent i februar til 5,6 prosent i august. I lys av svekkelsen i konjunktorene ble federal fundsrenten redusert med ¼ prosentpoeng til 5,75 prosent 6. juli.

Konjunkturoppgangen som startet i første halvår 1991, hadde ved siste årsskifte hatt en normal etterkrigsvarighet. Et sentralt spør-

mål er om avmatningen av oppgangskonjunkturen innevarsler en resesjon, ofte uformelt definert som to kvartaler etter hverandre med negativ vekst, eller en «myk landing», hvor den økonomiske utviklingen blir ledet over i en vekst på linje med det langsiktige vekstpotensialet i økonomien, anslått til rundt 2½ prosent pr år. Veksten i BNP utenom lagerinvesteringene har ligget på rundt 2½ prosent i første halvår i år, og det er flere forhold som trekker i retning av at USA nå er inne i en «myk landing». Tilstrammingen av pengepolitikken ved en økning i de kortsiktige rentene gjennom 1994 og fram til februar i år, samt økningen i langsiktige renter i 1994, dempet konjunkturoppgangen og reduserte sannsynligheten for en påfølgende resesjon. Den sterke økningen i rentene i fjor har i tillegg skapt rom for et rentefall når andre vekstfaktorer er blitt svekket. Fallet i de langsiktige rentene i 1995 har bidratt positivt til etterspørselen etter varige forbrugsgoder og nye boliger. Antall byggestarter i juli var 12 prosent høyere enn ved bunnpunktet i mars.

Det har i det siste vært diskutert blant økonomer om bevegelser i varelagre vil kunne

utløse resesjon i USA. Vår vurdering er at dette utgjør den største faren for resesjon, men at det er lite trolig at nedgangen i lagerinvesteringene blir sterk nok til å utløse resesjon (se omtale i egen ramme).

De siste fire årene har tolv månedersraten for konsumprisveksten variert i intervallet 2,3-3,3 prosent. Til tross for at kapasitetsutnyttningen i USAs industri er høy og arbeidsledigheten er på et nivå som tradisjonelt gir økende lønnsvekst, er lønns- og prisveksten fortsatt moderat. Tolv månedersraten var 2,8 prosent for konsumprisveksten og 1,8 prosent for produsentprisveksten i juli. Lønnskostnadsindeksen var i andre kvartal bare 2,9 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Utviklingen i priser og lønninger reflekterer at økonomien kan ha unngått overoppheting i denne konjunkturoppgangen. I løpet av denne oppgangen har det vært betydelige omstillinger i næringslivet. Også mange bedrifter som har hatt en positiv økonomisk utvikling har foretatt bemanningsreduksjoner. Dette kan ha medvirket til en viss jobbutsikthet som bidrar til den relativt lave lønnsveksten.

Lagerutviklingen og konjunktorene i USA

Utviklingen i varelagre utgjør et av de største usikkerhetsmomentene i konjunkturutviklingen i USA. Lagerutviklingen har en tendens til å forsterke en lavkonjunktur. Lagrene har en tendens til å øke i forhold til produksjon og salg ved starten på en konjunkturavmatning fordi salget da blir mindre enn forventet. Den uønskede lageroppbyggingen og svakere etterspørselsutviklingen bidrar til et påfølgende fall i lagerinvesteringene, noe som forsterker konjunkturedgangen.

Fra 1993 til 1994 økte lagerinvesteringene fra 18,5 milliarder dollar til 40,7 milliarder dollar målt i 1987-priser. Lagerinvesteringene økte i første kvartal i år til hele 49,1 milliarder dollar målt i årlig rate, men ble redusert til 32,7 milliarder dollar i andre kvartal. Det nivå på lagerinvesteringer som er konsistent med et konstant forhold mellom produksjon og varelagre og en økonomisk vekst på 2½ prosent, er imidlertid betydelig lavere, rundt 20 milliarder dollar pr. år. Vi venter derfor et ytterligere fall i lagerinvesteringene i løpet av året. Lagerinvesteringene vil ventelig være den etterspørselskompo-

nenten som gir det største bidraget til den svakere veksten i USA inneværende år. Dersom lagerjusteringene skjer svært brått, kan det bidra til resesjon. Imidlertid har det i denne konjunkturoppgangen skjedd en mindre oppbygging av varelagre relativt til produksjon enn det som er normalt. Det tilsier at en vil få en gradvis nedgang i lagerinvesteringene. En resesjon er derfor svært lite sannsynlig.

De første tiårene etter krigen spilte lagerutviklingen en stor rolle i den generelle konjunkturutviklingen. To av etterkrigsresesjonene (1949 og 1960) er tilskrevet rene lagersykler: et voksende salg til sluttforbruker, samtidig som fallende lagerinvesteringer bidrar til fallende produksjon. Over tid har lagrenes rolle i konjunkturutviklingen blitt redusert. Dette henger sammen med en relativt økt betydning av tjenester i BNP. Samtidig har det vært en trend mot lavere lagerhold i forhold til produksjon og salg også i industrien, med innføring av datastyrte lagre og prinsipper om «just in time»-produksjon.

Høykonjunktur og innstramming i finanspolitikken, spesielt gjennom reduksjon av militært konsum, har bidratt til at offentlig forvaltnings underskudd har falt fra drøyt 4 prosent av BNP i 1992 til snaut 2 prosent i 1995. Det er den føderale delen av offentlig forvaltning som har budsjettunderskudd, og det foreligger planer både fra administrasjonen og Kongressen om ytterligere reduksjoner i det føderale budsjettunderskuddet. I begge tilfeller er hovedtyngden av innstrammingene plassert langt ut i tid.

Til tross for de offentlige budsjettinnstrammingene har underskuddet på USAs driftsbalanse overfor utlandet fortsatt å øke, og utgjør nå om lag 2½ prosent av BNP. Økningen skyldes at USA har hatt en sterkere etterspørselsvekst enn de øvrige industriland de siste årene. Underskuddet ventes å stabilisere seg neste år, for så å falle når veksttakten i industrilandene utenom USA overstiger veksttakten i USA.

Moderat vekst i Tyskland og Kontinental-Europa

Oppgangen startet i Tyskland i 1993, og veksten der nådde 2,9 prosent i 1994. Konjunkturoppgangen i Tyskland har i betydelig grad vært eksportledet. Tilstramming av finanspolitikken og moderat sysselsetningsvekst har bidratt til en svak vekst i privat konsum.

BNP var i første halvår 1995 2,6 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Veksten i BNP fra fjerde kvartal 1994 til første kvartal i år var nede i 0,2 prosent og økte til 1,1 prosent fra første til andre kvartal. Etter en nedgang i eksporten og investeringene fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, har alle hovedkomponentene i BNP vokst fra første til andre kvartal; eksporten med hele 4 prosent.

Fordi tyske mark nylig har svekket seg, venter vi at eksportveksten vil fortsette, men i lavere takt. Varslede skattelettelser vil ventelig bidra til at konsumveksten, som også tok seg opp i andre kvartal, vil gi et betydelig bidrag til BNP-veksten neste år. Høyere kapasitetsutnyttning og nedgang i langsiktige renter vil trolig medvirke til at investeringsveksten fortsetter.

De offentlige budsjetter ble svekket i for-

bindelse med den tyske gjenforeningen. Overføringene til de østlige delstater er fortsatt på et høyt nivå. Myndighetene har hatt som målsetting å redusere budsjettunderskuddet i offentlig forvaltning. Underskuddet kom i fjor ned i 2½ prosent av BNP og ventes å holde seg på dette nivået i 1995 til tross for at staten 1. januar overtok betjeningen av gjelden til Treuhand, som stod for privatiseringsprosessen i de østlige delstater.

I de østlige delene av Tyskland har det vært høye vekstrater de siste årene. BNP-veksten er anslått til rundt 9 prosent i fjor og forventes å bli noe lavere i år. Etter det meget sterke fallet i sysselsettingen de første årene etter gjenforeningen, er sysselsettingen nå i vekst i øst. Det fortsatt høye ledighetsnivået reflekterer trolig i stor grad de lønnsavtalene som ble inngått for de østlige delstater og som sikret de sysselsatte lønnsinntekter som nærmet seg vestlig nivå, tross vesentlig lavere produktivitet.

Økt kapasitetsutnyttelse og rasjonalisering har bidratt til sterk bedring av arbeidsproduktiviteten i tysk eksportindustri. Med det noe strammere arbeidsmarkedet har dette gitt seg utslag i relativt høy lønnsvekst i deler av eksportindustrien. Det er et hovedproblem i Tyskland – så vel som i mange andre europeiske land – at arbeidsmarkedet er svært lite fleksibelt. Dette bidrar til at konjunkturoppgangen i betydelig større grad slår ut i produktivetsvekst enn i sysselsetningsvekst. Til tross for en BNP-vekst fra 1993 til 1994 på 2,9 prosent for Tyskland, falt sysselsettingen med 0,9 prosent.

Prisveksten har vært avtakende de siste årene. Bundesbank reduserte gradvis rentene fram til sommeren 1994, hvorefter diskontoen en lengre periode ble stabilisert på 4½ og reponenten på 4,85 prosent.

Bundesbank har som en målsetting at pengemengden skal vokse med 4-6 prosent i 1995. Imidlertid har pengemengdeveksten vært svak og endog negativ inneværende år. Målt i årlig rate var nedgangen i pengemengden fra fjerde kvartal i fjor til juli i år 0,4 prosent. På bakgrunn av en svak utvikling i pengemengden og andre indikatorer for inflasjonspress ble diskontoen redusert til 4 prosent i slutten av mars 1995 og ytterligere til 3,5 prosent i slutten av august. Den 6. september var

reporenten kommet ned i 4,2 prosent. De tyske rentekuttene ser ut til å ha hatt en positiv effekt på spenningene mellom europeiske valutaer. Målt relativt til sentralverdiene var differansen mellom sterkeste og svakeste valuta i ERM rundt 4 prosent i begynnelsen av september.

De fleste land på kontinentet har i år en økonomisk vekst omtrent på linje med Tyskland. EU-området ventes å ha en økonomisk vekst på rundt 3 prosent i 1995, og noe svakere i 1996. Etter å ha økt fra rundt 8 prosent i 1990, nådde arbeidsledigheten innenfor EU-området en topp på rundt 11½ prosent i fjor. Ledigheten ventes å komme ned på 11 prosent i år, og falle ytterligere til 10½ prosent neste år.

Avdemping av veksten i Storbritannia

Sammen med andre engelskspråklige land har Storbritannia ledet denne konjunktursyken. Som i Nord-Amerika, og til en viss grad i Oseania, har det vært en klar avdemping av oppgangen i Storbritannia. BNP-veksten falt til 0,5 prosent fra første til andre kvartal i år, og målt i forhold til samme kvartal året før, falt veksten fra 3,8 prosent i første kvartal til 2,8 prosent i andre kvartal.

Avdemping i veksten reflekteres også i ledighetsutviklingen. I juli økte den sesongjusterte arbeidsledigheten for første gang siden august 1993. Ledighetsraten var imidlertid uendret på 8,3 prosent.

Det har skjedd en tilstramming av finanspolitikken de siste årene. Sammen med konjunkturoppgangen har dette bidratt til at offentlig forvaltnings underskudd vil falle fra nær 8 prosent av BNP i 1993 til snaut 5 prosent av BNP inneværende år. I lys av den sterke konjunkturoppgangen og et økende prispress, strammet Storbritannia til pengepolitikken gjennom siste halvdel av 1994. Det offisielle målet for prisveksten er at tolv månedersraten for konsumprisene eksklusive boliglånrenter skal være innenfor et intervall på 1-4 prosent, men en søker å styre prisveksten mot den nedre del av intervallet. Siste renteøkning skjedde 2. februar i år, og base rate er nå på 6,75 prosent, en økning på 1,5 prosentpoeng siden bunnpunktet i fjor. Prisveksten har tiltatt i løpet av det siste året. Tolv månedersraten for

produsentprisene økte til 4,5 prosent i juli, det høyeste nivået på nær fire år. Konsumprisene falt fra juni til juli, og tolv månedersraten var uendret på 3,5 prosent, drøyt et prosentpoeng høyere enn et år tidligere. Eksklusive boliglånrenter var tolv månedersraten for konsumprisveksten 2,8 prosent i juli.

Ulike drivkrefter i svensk og finsk økonomi

Veksten i Sverige var 3,8 prosent målt fra første kvartal i fjor til første kvartal i år. Dette er den høyeste veksten siden andre kvartal 1987. Veksten kan tilskrives økte industriinvesteringer og vekst i nettoeksporten. Privat konsum fortsatte å falle i første kvartal, og målt fra samme periode i fjor var fallet 0,4 prosent.

Tilliten til svensk økonomi ser ut til å ha bedret seg noe, og den svenske kronen har appresiert mot ECU og tyske mark de siste månedene. Anslaget for det offentlige budsjettunderskuddet for inneværende år er blitt nedjustert og anslås nå til 140-150 milliarder svenske kroner, rundt 8 prosent av BNP.

Riksbanken har som målsetting å holde den årlige konsumprisveksten innenfor et intervall på 1-3 prosent. Målt ved tolv månedersraten nådde konsumprisveksten en foreløpig topp på 3,3 prosent i april. Konsumprisene falt i juni og juli og tolv månedersraten var i juli kommet ned i 2,9 prosent, det samme nivået som ved inngangen til året. Etter flere økninger tidligere i år har Riksbanken holdt reporenten uendret på 8,91 prosent siden 4. juli.

BNP-veksten i Finland var på 6,3 prosent fra første kvartal 1994 til første kvartal i år. BNP er imidlertid ennå ikke tilbake på nivået før nedgangskonjunkturen satte inn. I motsetning til i Sverige har privat konsum blitt en viktig faktor bak den økonomiske veksten, med en økning på 3,6 prosent fra første kvartal i fjor til første kvartal i år. Det er likevel investeringene som gir det største bidraget til veksten med en år-til-år-vekst på 13,8 prosent i første kvartal i år.

De finske budsjettinnstrammingene er blitt godt mottatt i de finansielle markedene. Dette har ført til en kraftig appresiering av finske mark etter foregående års depresiering. Målt i forhold til ECU har finske mark ved utgangen av august bare depresiert med drøyt 1 prosent siden valutaen begynte å flyte høsten 1992.

Styrkingen av finske mark har hatt en dempende effekt på prisveksten. Målt ved tolvmånedersraten var den finske konsumprisstigningen 0,8 prosent i juli.

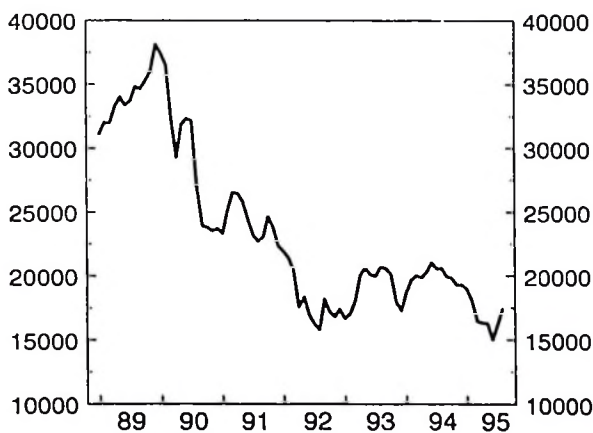
Stagnasjon i japansk økonomi

En svært ekspansiv pengepolitikk bidrog på slutten av 1980-tallet til en høy vekst i eiendomsprisene og en overoppheting av økonomien i Japan. I løpet av 1980-tallet ble aksjekursene femdoblet, og eiendomsprisene i byene mer enn doblet. Da boblen sprakk tidlig på 1990-tallet, falt prisene på eiendommer og verdipapirer sterkt. Dette reflekteres blant annet i utviklingen i NIKKEI-indeksen for aksjekursene på Tokyo-børsen.

Det betydelige fallet i eiendomsverdier og dermed i bedriftenes og husholdningenes formue, har bidratt til en svak etterspørselsutvikling i privat sektor og gav bankene og andre finansinstitusjoner store tap. Den sterke appresieringen av japanske yen de siste årene og i første halvår i år, har forsterket de store problemene i japansk økonomi. Etter en svak vekst gjennom 1994, falt BNP målt i sesongjustert årlig rate med 0,7 prosent i første halvår i år.

Valutaappresieringen har hatt en sterk effekt på driftsmarginene og investeringene i eksportsektoren og medvirket til en stor grad av uteetablering av japanske industriforetak. Japan har store netto fordringer på andre land, og valutaappresieringen siden 1990 har gitt japanske investorer betydelige valutakurstap.

Figur 2. NIKKEI-indeksen for aksjekursene på Tokyo-børsen



Kilde: Reuters

Den svake lønnsomhetsutviklingen i eksportsektoren har bidratt til den negative utviklingen i aksjemarkedet i første del av 1995. Depresieringen av japanske yen de siste månedene er trolig en viktig årsak til at aksjekursene på Tokyo-børsen i løpet av høsten har nærmet seg nivået de lå på ved siste årsskifte.

Den svake innenlandske etterspørselsutviklingen og appresieringen av yen har ført til deflasjonstendenser i japansk økonomi. Produsent- og engrosprisene har vært fallende siden 1991. I juli i år var engrosprisene 1,4 prosent lavere enn i samme måned året før. Konsumprisene har vist en meget svak vekst de siste årene, og vil ventelig være om lag uendret fra 1994 til 1995.

Myndighetene har møtt den svake utviklingen i økonomien med en omlegging av finans- og pengepolitikken i ekspansiv retning de siste årene. I lys av den svake økonomiske utviklingen og et ønske om å reversere appresieringen av japanske yen, ble diskontoen redusert fra 1,75 prosent til 1,0 prosent 14. april i år og videre til 0,5 prosent 8. september. Også de langsiktige rentene er blitt sterkt redusert over tid. På grunn av deflasjonstendensene har imidlertid realrentene som lånekundene har stått overfor de siste årene, ikke vært spesielt lave.

2 Nærmere om valutakursutviklingen

Internasjonalt er det for tiden stor oppmerksomhet rundt de betydelige kurs-bevegelsene mellom hovedvalutaene, og en rekke sentralbanker har intervenert i valutamarkedet for å påvirke kursene. En viktig årsak til det er at valutakurs-endringer påvirker konjunkturutviklingen. Vi har allerede sett at Japan, med sin svake innenlandske etterspørselsutvikling, nok en gang har opplevd at vekstanslagene er blitt nedjustert på grunn av den kraftige yen-appresieringen. Også for flere av landene som har hatt depresierende valutaer de siste årene, har kursutslagene vært store og uønskete og gjort det nødvendig å stramme inn pengepolitikken for å unngå et for sterkt inflasjonspress. Dette har i land som Italia og Sverige bidratt til en uheldig todeling av økonomien i en eksportsektor med betydelig styrket konkurransevne og høy kapasitetsutnyttning og en

Problemene i Japans finanssektor

Fallet i eiendomspriser og verdipapirkurser etter at den finansielle boblen sprakk tidlig på 1990-tallet har sammen med den langvarige stagnasjonen i japansk økonomi bidratt til en svært vanskelig situasjon for Japans finanssektor, med økende mislighold av lån og svekket sikkerhet for lånene. Lite strenge krav til rapportering av problemlån, sterke begrensninger på finansinstitusjonenes tapsavskrivninger og på retten til å rapportere underskudd, har bidratt til at problemene bare langsomt har kommet til syne. Den svake økonomiske utviklingen i Japan i første halvår i år og det ytterligere fallet i aksjekursene har imidlertid gjort situasjonen mer akutt. Kredittforetaket Cosmo Credit Cooperative i Tokyo ble 31. juli stengt av myndighetene etter at svekket tillit førte til store uttak av innskudd på kort tid. Landets nest største kredittkooperativ, Kizu Credit Cooperative i Osaka, ble 30. august stengt av tilsvarende grunn. 31. august ble Hyogo Bank, en større regional bank i Kobe, stengt. Stengningene vil trolig ikke få spredningseffekter på grunn av tiltak for å dekke innskuddene i institusjonene, og fordi andre japanske banker, som har vært hovedaksjonærer i Hyogo Bank, ventes å kunne bære egne tap.

Det er vanskelig å skaffe en fullstendig oversikt over situasjonen i finanssektoren. På grunn av lite strenge krav til rapportering av problemlån¹ er anslagene for slike lån svært usikre. Japans finansdepartement har anslått omfanget av problemlån fra japanske banker og andre finansinstitusjoner å være på 40 000 milliarder yen (om lag 400 milliarder amerikanske dollar). Dette tilsvarer 7 prosent av utlånsmassen og 8 prosent av BNP. Ulike private anslag for omfanget av problemlån er i området 55-80 000 milliarder yen.

Det har vært offisiell japansk politikk å unngå underskudd i banker og finansinstitusjoner. Japanske banker tillates ikke å rapportere et netto underskudd to år på rad, og det tillates ikke tapsavskrivninger som leder til at en bank faller under kravet til BIS (Bank for International Settlements) om risikoveid kapitaldekning på 8 prosent. Derfor har banker kun unntaksvis rapportert underskudd. Det har vært et offisielt mål at tap skulle dekkes av løpende overskudd, om nødvendig over en lengre periode, eller gjen-

¹ Problemlån er her definert som lån til institusjoner som er gått konkurs, lån hvor låntaker ligger mer enn 6 måneder etter med rentebetaling, eller hvor lånet er restrukturert.

nom realisering av kursreserver på verdipapirer. Realisering av kursreserver har skjedd ved at bankene har solgt og kjøpt tilbake verdipapirer. Bankene er derfor blitt mer sårbare for en negativ utvikling i verdipapirmarkedene ved at de raskere vil måtte bokføre urealiserte tap på verdipapirer.

Det er sterke begrensninger på tapsavskrivninger i Japans finanssektor. For at en bank skal kunne avskrive tap og få skattefradrag for dette, må låntakeren enten ha startet konkursprosedyrer eller ha vært insolvent i minst et år, eller så må banken ha realisert eiendommen. Fordi en har forventet at eiendomsverdiene ville stige, har bankene i stor grad blitt sittende med eiendommer de har hatt pant i.

I februar 1993 gikk en betydelig del av bank- og finanssektoren sammen og opprettet et selskap for kjøp av eiendommer fra bankene, med det formål å sikre bankene tapsavskrivninger. Eiendommer realiseres idet de selges til selskapet, som kjøper eiendommen med et lån fra banken som har hatt pant i eiendommen. Dersom selskapet selger eiendommen videre til lavere pris, må banken imidlertid dekke dette tapet. I slutten av mars 1995 var eiendommer til en bokført verdi på over 8600 milliarder yen solgt til selskapet med et avslag på over 50 prosent. Selskapet hadde imidlertid bare greid å videreselge 2 prosent av denne eiendomsmassen.

Til tross for problemene har de store bankene i Japan hittil greid å holde seg innenfor kapitaldekningskravene fra BIS. Disse bankene er imidlertid sterkt eksponert i aksjemarkedet og har en aksjeportefølje som overstiger bankenes egen bokførte aksjekapital. Blant annet som følge av fallet i aksjekursene på Tokyo-børsen og fortsatt lave eiendomsverdier, falt kapitaldekningsprosenten for de 21 største bankene fra snaut 10 prosent i mars 1994 til under 9 prosent i mars i år. Den svake utviklingen har bidratt til at bankene har hjemført midler fra utlandet og redusert utlånene. Fra mars 1994 til mars 1995 falt de store bankenes utlån med nesten 10 prosent.

De japanske myndigheter har lagt til grunn at problemene i finanssektoren ville bli løst gjennom en lengre periode med løpende driftsoverskudd i sektoren, samtidig som et økonomisk oppsving ville bidra til vekst i eiendomsverdiene. I løpet av første halvår i år ble det klart at dette ikke var en farbar vei. I juni lanserte der-

for myndighetene en tiltakspakke som har som mål å løse problemene i finanssektoren i løpet av en femårsperiode. Blant hovedpunktene i pakken er en styrking av beskyttelsen av innskudd, gjennom en økning av finansinstitusjonenes innbetaling til det japanske sikringsfondet Deposit Insurance Cooperation (DIC), og utvidelse av fondets virkeområde. Pakken oppmuntrer til realisering av eiendommer benyttet som sikkerhet, og legger opp til økt rapportering av problemlån og en styrking av overvåkingen av finansinstitusjonene. Pakken åpner også for fusjonering av institusjoner i vanskeligheter med andre finansinstitusjoner. I pakken ble også den japanske sentralbankens rolle som yter av kreditt til finansinstitusjoner i problemer understreket.

I forbindelse med stengingen av finansinstitusjoner denne sommeren har myndighetene gjort det klart at de vil sørge for at det blir stilt tilstrekkelige midler til rådighet for å dekke innskudd. Den nylig publiserte redningsplanen for Cosmo Credit Cooperative innebærer en tilførsel på 255 milliarder yen. De største bidragsyterne er det japanske sikringsfondet og private banker, men også kredittforetak, kredittforetakenes forening, sentralbanken og fylkesmyndighetene i Tokyo, som hadde tilsynet med institusjonen, vil bidra. Bruk av offentlige midler for å løse problemene i finansinstitusjonene har hittil vært politisk omstridt. Det at offentlige midler brukes i forbindelse med problemene i Cosmo Credit Cooperative blir av enkelte tolket som et signal om sterkere vilje fra myndighetene til å løse problemene i sektoren.

Det er foreløpig ikke presentert planer for å løse problemene i de to sist stengte institusjonene. Det er imidlertid ventet at sikringsfondet, lokale myndigheter og sentralbanken vil stille midler til rådighet. Myndighetene forsøker også å få større og mer solide banker til å bidra. Dette synes å møte en viss motstand i disse bankene da de frykter å få ansvar for flere probleminstitusjoner i fremtiden.

hjemlig etterspørsel som blir begrenset av et høyt rentenivå.

Det er rimelig å tro at valutakursendringene tidligere i år samlet sett ville fått en viss kontraktiv effekt på industrilandenes økonomi. Dette var noe av bakgrunnen for at det i vår var enighet mellom G7-landene om å bidra til en kontrollert reversering av fallet i dollarkursen og den kraftige appresieringen av japanske yen. Nedenfor ser vi nærmere på de siste årenes kursutvikling for hovedvalutaene og faktorer som har påvirket denne.

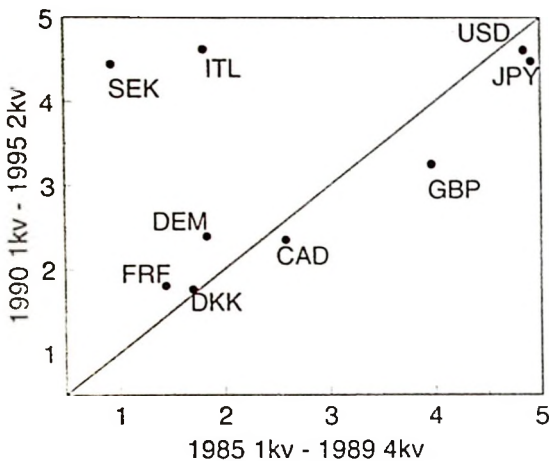
Kortsiktige fluktasjoner eller langsiktig mistilpasning i valutakurser?

Ved analyse av valutakursbevegelser kan det være hensiktsmessig å skille mellom kortsiktige fluktasjoner i valutakursene og de mer langsiktige bevegelser i kursene. Det har i den senere tid vært store kortsiktige fluktasjoner i valutakursene. Statistiske analyser for USA, Japan og Tyskland tyder imidlertid på at de kvartalsvise fluktasjonene i valutakursene var omtrent like store på 1980-tallet som de har vært hittil på 1990-tallet (se figur 3). Men selv om graden av kortsiktige fluktasjoner i valutakursene ikke har økt, kan de store kursvariasjonene likevel representere et problem. Fluktuerende valutakurser gir økt usikkerhet for økonomiske beslutningstakere, med potensielt store negative effekter på investeringer og handel.

For enkelte land kan det imidlertid være større grunn til å være bekymret over vesentlige og langvarige avvik fra valutakursnivåer som er konsistente med en balansert økonomisk utvikling. Slike avvik kan gi gale prissignaler som igjen kan lede til feilinvesteringer og en lite effektiv allokering av ressursene. Dette kan gi lavere økonomisk vekst og høyere arbeidsledighet. Valutakurser i strid med fundamentale forhold kan dessuten bidra til en uønsket regionalisering av verdenshandelen og medføre fare for proteksjonisme gjennom innføring av ulike handelsrestriksjoner.

Det bør imidlertid nevnes at det ikke bare er ulemper knyttet til fluktuerende valutakurser. Noen av de store kursbevegelser vi har sett de siste årene, skyldes at aktørene i valutamarkedet har reagert når landene fører en økonomisk politikk som over tid resulterer i

Figur 3. Kortsiktige kursfluktuasjoner for en del valutaer på 80- og 90-tallet. Standardavvik av kvartalsvise endringer i nominell effektiv valutakurs



Standardavviket til endringene i valutakursene er det mest brukte målet på omfanget av kortsiktige fluktuasjoner. Figuren viser standardavviket til kvartalsvise endringer i nominelle effektive valutakurser for de to periodene januar 1985 til desember 1989 og januar 1990 til juni 1995. Den diagonale streken representerer observasjoner der standardavviket er det samme i de to periodene. Observasjoner under (over) denne streken viser følgelig land som har hatt mindre (større) kortsiktige fluktuasjoner så langt i 1990-årene sammenliknet med siste halvdel av 1980-årene. Fra figuren ser vi at de fleste landene ligger relativt nær denne streken, noe som indikerer at det ikke har vært særlige endringer i de kortsiktige fluktuasjonene fra siste halvdel av 1980-tallet til 1990-tallet. Det er imidlertid to land som skiller seg klart ut; Sverige og Italia har begge opplevd en betydelig økning i valutakurs-svingningene. Når vi vet at de to landene har hatt særlig store offentlige budsjettunderskudd de siste årene, er det nærliggende å slutte at en fornuftig økonomisk politikk er en viktig forutsetning for å unngå store kortsiktige fluktuasjoner i valutakursene.

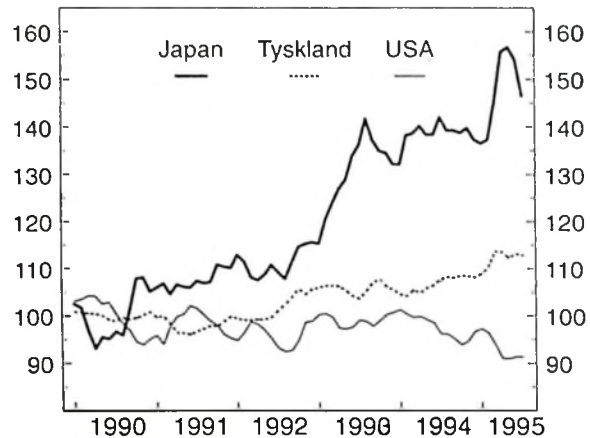
Kilde: Norges Bank

store makroøkonomiske ubalanser. Valutamarkedet kan derfor virke disiplinerende på politikktutformingen, og det finnes flere eksempler på at store bevegelser i valutamarkedet har bidratt til å presse fram en mer balansert utforming av politikken i de landene som blir berørt.

Valutakursutviklingen

En sentral faktor i en analyse av sammenhengen mellom valutakursendringer og den makroøkonomiske utviklingen er et lands

Figur 4. Reelle effektive valutakurser for Japan, Tyskland og USA, basert på konsumpriser. Indeks 1990=100 (Stigende indeks viser appresierende kurs)



Fra januar 1990 til utgangen av juli 1995 var den reelle depresieringen av dollarkursen 11 prosent, mens den reelle appresieringen av yen og mark var henholdsvis 43 prosent og 12 prosent. Inneværende år har vært preget av en kraftig appresiering av yen fra årsskiftet og fram til april og en omtrent like sterk depresiering etter det. Utviklingen i tyske mark har i år vist noe av det samme mønsteret som yen, men kursutslagene har ikke vært like store. Den reelle effektive dollarkursen har hatt motsatt forløp av kursene på mark og yen. Dollaren depresierte i årets første måneder for deretter å appresiere svakt. Merk at figuren bare viser utviklingen fram til juli i år. De reelle effektive valutakursene for august vil foreligge først når alle landene har publisert sine konsumpristall for denne måneden. Når kursene for august er klare, vil de vise at vi har fått en ytterligere reversering av kursbevegelsene tidligere i år.

Kilde: Norges Bank

reelle effektive valutakurs (se ramme). Denne valutakursen viser forholdet mellom prisene på innenlandske og utenlandske varer når disse måles i felles valuta. En reduksjon i den reelle effektive valutakursen betyr at utenlandske varer blir relativt sett dyrere i forhold til innenlandske varer. Dette kalles en reell depresiering, og innebærer at det blir lettere å eksportere innenlandske varer samtidig som det blir dyrere å importere utenlandske varer. En reell depresiering kan derfor bidra til økt innenlandsk aktivitetsnivå fordi en ønsker å produsere mer siden depresieringen gir mulighet til både økt eksport og til erstatning av import.

Valutakursbegreper

I daglig tale er det som oftest kortsiktige endringer i nominelle bilaterale valutakurser man snakker om, for eksempel amerikanske dollar i forhold til tyske mark eller japanske yen. Ut fra disse begrepene har verdien på dollaren blitt redusert, eller alternativt har verdien på tyske mark og japanske yen økt de siste årene. Som eksempel kan nevnes at for fem år siden var den nominelle dollarkursen 145 japanske yen, mens den ved utgangen av august i år var 97, det vil si en reduksjon på 33 prosent.

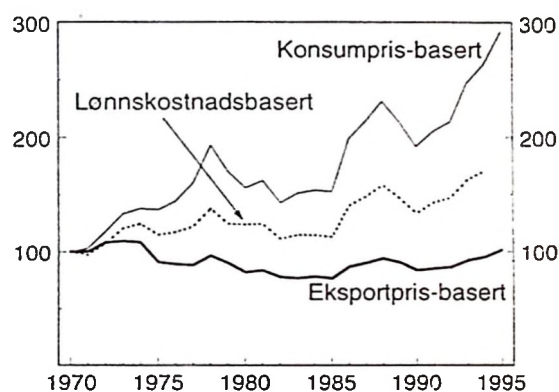
Fordi handel foregår mellom mange land, får man et bedre inntrykk av utviklingen i verdien av et lands valuta ved å se på et gjennomsnitt av valutakurser der handelsandeler brukes som vekter. En kommer da fram til nominelle effektive valutakurser. Dersom man også tar hensyn til at landene har ulik inflasjon, får man den reelle effektive valutakursen, som er en indikator på utviklingen i et lands konkurransevne. Reelle effektive valutakurser viser verdien av et lands valuta mot handelspartnernes valuta, korrigert for prisstigning (målt ved for eksempel konsumpriser eller eksportpriser) i ulike land. Et annet mål på utviklingen av konkurransevne er utviklingen i relative lønnskostnader pr produsert enhet målt i samme valuta for industrien.

Hvilken prisindeks som brukes til å beregne reelle effektive valutakurser, kan ha avgjørende betydning. Eksportprisindekser omfatter kun varer i konkurranseutsatt sektor. Konsumprisindekser omfatter derimot varer fra både skjer-

met og konkurranseutsatt sektor. Mens konkurranse kan sørge for at prisnivået mellom varene i konkurranseutsatt sektor utlignes mellom land, er det ingen tilsvarende mekanismer som tilsier at det samme vil skje for prisen på varer som produseres i skjermet sektor.

Et særpreg ved Japan er at produktiviteten har økt betydelig raskere i konkurranseutsatt sektor enn i skjermet sektor. Eksportprisene har derfor ikke økt like raskt som konsumprisene. Reell effektiv yen-kurs beregnet på grunnlag av utviklingen i eksportprisene har derfor appresiert langt mindre enn om konsumprisutviklingen legges til grunn (se figur).

Figur 1. Alternative mål for reell effektiv valutakurs for Japan. Indeks 1970=100



Kilde: IMF

Figur 4 viser utviklingen i den reelle effektive valutakursen for amerikanske dollar, japanske yen og tyske mark fra januar 1990 til utgangen av juli 1995. Vi ser at mens den reelle effektive valutakursen for dollar og mark har vært relativt stabil i denne perioden, har det vært en kraftig appresiering av japanske yen.

Selv om den effektive dollarkursen har vist små endringer så langt på 1990-tallet, har det vært store variasjoner i de bilaterale kursene mot dollar. Mens amerikanske dollar i denne perioden har svekket seg betydelig mot tyske mark og japanske yen, har den styrket seg mot meksikanske peso og kanadiske dollar, som begge er viktige valutaer for amerikansk han-

del. Den reelle effektive depresieringen av amerikanske dollar i første halvår i år kan blant annet sees i sammenheng med den finansielle krisen i Mexico, forventinger om rentekutt på grunn av lavere økonomisk vekst, samt mindre interesse for dollar som reservevaluta.

Vi ser av figur 4 at tyske mark appresierte gjennom 1992. Denne appresieringen var et resultat av behovet for å dreie bruken av ressurser fra eksport til innenlandsk anvendelse, og på den måten skape realøkonomisk rom for gjenoppbyggingen av det tidligere Øst-Tyskland. Det er imidlertid vanskeligere å begrunne appresieringen tidligere i år ut fra fundamentale forhold ved tysk økonomi. I den

Likevektsvalutakurser

Når en valutakurs er over- eller undervurdert, innebærer det at den nominelle valutakursen er høyere eller lavere enn en likevektsvalutakurs. Likevektsvalutakurs er definert som den underliggende «teoretisk» riktige valutakurs som sørger for at økonomien kommer i balanse. En viktig motivasjon for å beregne slike likevektsvalutakurser er å få informasjon om i hvilken retning nominelle valutakurser bør bevege seg i framtiden og om hvilken politikkutforming som kan være nødvendig for å initiere slike bevegelser. Det er særlig to metoder som har vært mye brukt for å beregne likevektsvalutakurser: kjøpekraftsparitet og makroøkonomiske beregninger.

Kjøpekraftsparitet

Den mest utbredte metoden for å beregne likevektsvalutakurser er å ta utgangspunkt i kjøpekraftsparitetsteorien. Absolutt kjøpekraftsparitet innebærer at en kurv med varer skal koste det samme i alle land etter å ha blitt konvertert til en felles valuta. En enkel variant av kjøpekraftsparitet er den såkalte Big Mac-indeksen, som tidsskriftet *The Economist* publiserer med jevne mellomrom. Denne indeksen viser hva de ulike bilaterale valutakursene skal være for at en Big Mac-hamburger skal koste det samme i alle land. I følge den siste Big Mac-indeksen fra april i år burde dollarkursen være 169 japanske yen og 2,07 tyske mark. En mer omstendelig bruk av kjøpekraftsparitetsteorien ser på utviklingen i prisene på en kurv av varer for hvert enkelt land. Basert på denne metoden har for eksempel OECD beregnet kjøpekraftsparitetskursen for amerikanske dollar til 181 mot japanske yen og 2,11 mot tyske mark. Ifølge slike beregninger var følgelig både yen og mark ved utgangen av august i år klart overvurdert i forhold til dollar (de faktiske kursene var 97 yen pr dollar og 1,47 mark pr dollar).

Mer avansert bruk av kjøpekraftsparitetsteorien tar utgangspunkt i et basisår der en antar økonomien var i balanse. Kjøpekraftsparitetskursen det året betraktes som likevektskursen. Når teorien benyttes på denne måten, antas det at likevektskursene er konstante. Det er imidlertid mer rimelig å tro at likevektsvalutakurser forandres over tid, blant annet på grunn av strukturelle endringer i økonomiene. En annen svakhet ved teorien er relatert til valg av basisår; et relevant basisår for et land behøver ikke nødvendigvis være det for et annet land. Det er

også viktig å huske at avvik fra kjøpekraftsparitet kan skyldes handelsbarrierer, offentlige reguleringer, transportkostnader, forskjellige definisjoner på prisnivå i ulike land og at ikke alle varer handles mellom land.

Makroøkonomiske beregninger

En fullstendig analyse må kunne forklare endringer i likevektsvalutakurser over tid og omfatte flere forklaringsfaktorer enn kjøpekraftsbetraktninger. En makroøkonomisk tilnærming tar som utgangspunkt at en valutakurs er i likevekt dersom den bidrar til balanse både eksternt og internt. Intern balanse betyr å oppnå så høyt aktivitetsnivå som mulig, konsistent med en stabil lav inflasjon. Ekstern balanse betyr at driftsbalansen (og utenlandsgjelden) er konsistent med et bærekraftig nivå for sparing og investering ved full kapasitetsutnyttelse. Land med høy sparing i forhold til investeringene, som for eksempel Japan, kan ha driftsbalanseoverskudd, som medfører en netto kapitalutgang, selv om valutakursen er i likevekt. Når valutakurser ikke bidrar til intern og ekstern balanse, er de enten over- eller undervurdert i forhold til andre valutaer. Situasjonen er ikke bærekraftig, og på lang sikt bør valutakursen bevege seg mot sitt likevektsnivå.

John Williamson ved Institute for International Economics i Washington DC har beregnet likevektsvalutakurser som er konsistente med intern og ekstern balanse på mellomlang sikt for dollar på 105 mot japanske yen og 1,60 mot tyske mark (*The Economist* 11. mars 1995). Fordi disse beregnede likevektsvalutakursene for amerikanske dollar er høyere enn de faktiske nominelle valutakursene, tilsier dette isolert sett at en appresiering av dollar mot yen og mark burde finne sted.

Ideelt bør en analyse av likevektsvalutakurser baseres på effektive (handelsveide) valutakurser idet handelen foregår mellom ulike land. Det har vært hevdet at dollar har vært for svak mot yen og mark, men for sterk i forhold til valutaen til en rekke andre handelspartnere, som for eksempel Mexico og Canada. På en reell effektiv basis mener enkelte derfor at dollar ikke er undervurdert. Undervurdering av dollar bilateralt mot yen eller mark, som noen studier har antydnet, kan likevel representere et problem på grunn av disse landenes størrelse og dermed «systempåvirkende» rolle i verdensøkonomien.

senere tid er noe av denne appresieringen også blitt reversert.

En rekke faktorer har bidratt til den kraftige appresieringen av japanske yen gjennom første halvdel av 1990-tallet. Noe av denne appresieringen kan ha vært en korreksjon av den reelle depresieringen av yen på slutten av 1980-tallet. En annen mulig årsak til yen-appresieringen er den gradvis økende motviljen blant japanske investorer mot å plassere pengene ute. De store driftsbalanseoverskuddene gjennom 1980-tallet gjorde at japanerne bygde opp betydelige fordringer i utlandet. Som en følge av appresieringen av yen har japanerne opplevd betydelige valutakurstap på disse fordringene de siste par årene, og tapene kan ha økt japanske investorers aversjon mot valutakursrisiko. Dette kan igjen ha ført til en uheldig sirkel, der redusert kapitalutgang fra Japan har bidratt til appresiering av yen, som har økt tapene på utenlandske plasseringer, som igjen har ført til salg av utenlandske aktiva og så videre. Appresieringen av yen skyldes også at betydelige midler har blitt tilbakeført for å styrke egenkapitalen i bedriftene som en følge av økonomiske problemer internt i Japan.

Valutakurser og fundamentale forhold

En valuta er enten over- eller undervurdert når valutakursen avviker fra sin likevektsvalutakurs. Med likevektsvalutakurs menes det nivået valutakursen bør ha for at økonomien skal komme i intern og ekstern balanse (se ramme). Det er imidlertid svært vanskelig å beregne hva som er en riktig likevektsvalutakurs. Det er særlig to grunner til det. For det første er det ikke opplagt hvordan en skal definere intern og ekstern balanse. Dessuten er det vanskelig å avgjøre hvilken kursutvikling som er nødvendig for at økonomien skal komme i balanse. Det er derfor viktig å tolke utsagn om at en valuta er over- eller undervurdert med stor forsiktighet. Et annet problem er at de fleste beregninger av likevektsvalutakurser relaterer seg til bilaterale valutakurser. Men for å avgjøre om en valutakurs er konsistent med de underliggende fundamentale forhold, bør en fokusere på effektive kurser. For eksempel viser kjøpekraftsparitetsberegninger at amerikanske dollar er undervurdert i for-

hold til japanske yen og tyske mark, mens den er overvurdert i forhold til meksikanske peso og kanadiske dollar. Hvorvidt dollaren i gjennomsnitt er over- eller undervurdert er derfor ikke opplagt.

Det synes for tiden å være delte meninger om hvorvidt de reelle effektive kursene for amerikanske dollar og tyske mark er i overensstemmelse med fundamentale forhold i de to lands økonomier. Det skyldes både at det er stor usikkerhet knyttet til beregninger av likevektsvalutakurser og at de reelle effektive kursene til de to valutaene har vært relativt stabile over lang tid. Men den betydelige appresieringen av japanske yen de siste årene har etter hvert ført til en utbredt oppfatning om at yen er overvurdert. Den kraftige depresieringen av yen de siste månedene gjør nok at dette bildet er blitt mindre entydig.

Noen vil mene at det ikke er opplagt at japanske yen er overvurdert, fordi Japan har så store driftsbalanseoverskudd (2,8 prosent av bruttonasjonalproduktet i 1994). Dette kan tilsa at japanske yen bør styrke seg ytterligere slik at driftsbalanseoverskuddet etter hvert reduseres. Mot et slikt resonnement kan det for det første hevdes at Japans overskudd ventelig blir mindre når volumeffektene av den kraftige appresieringen de siste årene får fullt gjennomslag. Dessuten er det strukturelle og konjunkturelle forhold som tilsier at Japan bør ha store driftsbalanseoverskudd i den nåværende situasjonen. Beregninger indikerer at Japan bør ha et strukturelt driftsbalanseoverskudd på 1-2 prosent av BNP i tiden fremover. En årsak til det er at Japan har en høy privat sparing og samtidig et behov for å bedre den offentlige budsjettbalansen for å møte de fremtidige pensjonsforpliktelsene som slår sterkere ut i Japan enn i andre land. Dessuten vil det nåværende driftsbalanseoverskuddet høyst sannsynlig reduseres når den økonomiske veksten tiltar i Japan.

Mulige tiltak for å stabilisere valutakursene

Fordi det er kostnader ved at valutakursene ikke er i overensstemmelse med de grunnleggende økonomiske forhold, ønsker myndighetene å motvirke en slik utvikling. Det kan skje ved valutaintervensjoner, administrerte rente-

endringer, makroøkonomisk politikk eller handels- og strukturpolitikk.

De siste månedene har vi sett en reverse-ring av de store kursbevegelsene mellom hovedvalutaene i begynnelsen av året. Koordinerte sentralbankintervensjoner mellom Japan, Tyskland og USA har bidratt til å forsterke reverseringen. I juli og august i år har den japanske, amerikanske og den tyske sentralbanken intervenert med kjøp av amerikanske dollar. Dette var en praktisk oppfølging av G7-møtet i april i år, der det var enighet om at en kontrollert reversering av kursbevegelsene tidligere på året ville være ønskelig. Mens støttekjøpene av dollar tidligere har vært ment å bremse fallet i dollarkursen, har sentralbankene de siste månedene intervenert på en allerede stigende dollarkurs for å styrke markedets forventninger om fremtidige kursrelasjoner. Denne intervensjonsstrategien har så langt vært effektiv. Japanske myndigheter har også innført tiltak som vil gjøre det mer attraktivt for japanske investorer å investere i utenlandske verdipapirer.

Historisk har vi flere eksempler på hvordan en proteksjonistisk handelspolitikk har fått alvorlige negative konsekvenser for den globale økonomiske utviklingen. Når det er fare for at store valutakursbevegelser fører til proteksjonisme, kan også andre koordinerte politikkendringer, særlig renteendringer og finanspolitiske justeringer, være nødvendig for å unngå en slik utvikling.

Når valutakurser er i uoverensstemmelse

med de grunnleggende økonomiske forhold, er det særlig viktig å korrigere de makroøkonomiske ubalansene og dermed «holde orden i eget hus». Det har for eksempel vært hevdet at land med store offentlige budsjettunderskudd og svake valutaer bør redusere disse underskuddene for på den måten å styrke valutaene. Tanken har vært at et redusert budsjettunderskudd vil bidra en bedring av driftsbalansen som igjen vil føre til at valutaen appresierer.

Men det er ikke opplagt at et redusert budsjettunderskudd vil styrke valutaen. Det vil avhenge av hva som skjer med kapitalbevegelsene, og her er det to faktorer som trekker i hver sin retning. På den ene siden kan lavere offentlig budsjettunderskudd redusere det innenlandske rentenivået. Dette vil føre til kapitalutgang og isolert sett bidra til en depresiering av valutaen. Men et redusert budsjettunderskudd kan også gjøre at tilliten til et lands valuta øker, noe som igjen kan initiere en kapitalinngang med en appresiering av valutaen som resultat.

Diskusjonen ovenfor viser at det ikke er noen opplagt sammenheng mellom budsjettunderskudd og verdien av et lands valuta. Hvordan denne sammenhengen er, blir derfor til syvende og sist et empirisk spørsmål. Erfaringer fra den senere tids valutakursutvikling tilsier imidlertid at det kan være grunn til å legge vekt på den betydningen et redusert budsjettunderskudd har for tilliten til et lands valuta.

Norges Banks adgang til å gi kreditt til andre enn banker

Helge Syrstad, stud. jur.¹

Nedenfor vurderes de rettslige sidene ved Norges Banks kredittgivning til andre enn banker. De materielle kompetansereglene for Norges Banks virksomhet står i sentralbanklovens kap. III., IV. og VI. Når det gjelder sentralbankens adgang til å yte kreditt til andre enn banker, finnes det en bestemmelse i lovens § 22 som etter ordlyden begrenser kredittgivningskompetansen i vesentlig grad. Men ved å sammenholde denne bestemmelsen med sentralbanklovens generelle regler i § 1 og reglene om markedsoperasjoner i § 21, ser vi at bankens myndighet til å yte kreditt går lenger enn hva lovteksten isolert sett gir uttrykk for. For sentralbankens virksomhet vil dessuten pengepolitiske vurderinger ha betydning som selvstendig tolkingsmoment.

1 Innledning

Sentralbanklovens (sbl.) § 22 første ledd inneholder en regel om at Norges Bank bare kan yte kreditt til andre enn banker « ... i særlige tilfeller ... ». Formålet med denne regelen er åpenbart å si at kredittgivning til andre enn banker ikke er en naturlig oppgave for sentralbanken, og at slik kreditt kun skal gis rent unntaksvis.

Det kan imidlertid forekomme tilfeller der sentralbanken for å få penge- og kredittmarkedene til å fungere tilfredsstillende, finner det både hensiktsmessig og nødvendig å gi visse kredittytelser til markedsaktører som ikke er banker. For eksempel kan det være behov for å yte forskjellige typer kreditt for å forhindre systemvirkninger i form av krise i pengemarkedene, hvis en eller flere markedsaktører innstiller sine utbetalinger. Det kan også være ønskelig å gi kreditt i tilfeller det ikke er naturlig å karakterisere som unntakstilfeller. Banken kan for eksempel finne det hensiktsmessig å yte kreditt for å regulere pengemengden. Det kan også tenkes at banken vil «smøre» pengemarkedet eller betalingssystemene i gitte tilfeller.

Formålet med denne artikkelen er å se nærmere på hva som egentlig er regulert i sbl. § 22, og vurdere hvilke skranker dette setter for

¹ Forfatteren hadde sommeren 1995 et studentengasjement i Norges Bank. Han var 1993/94 ansatt som vitenskapelig assistent ved Institutt for offentlig rett ved Universitetet i Oslo, og har tidligere gitt ut avhandlingen «Sentralbankkreditt til bankene og politisk styring av sentralbanken».

Norges Banks kredittgivningskompetanse. I avsnitt 2 skal det kort redegjøres for Norges Banks funksjon som kredittyter på generell basis, mens vi i avsnitt 3 skal analysere innholdet i og rekkevidden av sbl. § 22 første ledd. Til slutt vurderes bestemmelsen rettspolitisk i avsnitt 4.

2 Sentralbanken som kredittyter

Kort om sentralbankens oppgaver og funksjoner

Sentralbanken har noen oppgaver som må regnes som dens kjerneoppgaver. Det er for det første å *sikre stabil pengeverdi*, både m.h.t. lav prisstigning og stabil valutakurs. Dette er sentralbankens klassiske oppgave. For det andre skal banken *sikre finansiell stabilitet* i den forstand at verdien av finansielle fordringer ikke forringes. Og for det tredje er det en kjerneoppgave å *sørge for effektive betalingssystemer*.

Det synes å være alminnelig enighet, både i Norge og andre land, om at dette er sentralbankens hovedoppgaver. *Rettslig* har imidlertid disse oppgavene bare delvis kommet til uttrykk i gjeldende lovverk. Ingen bestemmelse i sentralbankloven sier at Norges Bank skal ha som formål å sikre stabil pengeverdi. Under arbeidet med loven ble det uttrykkelig tatt avstand fra å lovfeste et stabilitetsmål.²

² Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 17-18. Se også NOU 1983: 39 s. 245.

Derimot er oppgavene med å sikre finansiell stabilitet og effektive betalingssystemer til en viss grad nedfelt i loven gjennom formålsbestemmelsen i § 1 første ledd tredje punktum, som sier at banken « ... skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene.»

Generelt må det allikevel sies at sentralbankens hovedoppgaver har fått et uklart lovmesig uttrykk. Grunnen til det er at lovgiverne ønsket seg et lovverk som skulle være robust overfor skiftende økonomisk-politiske forhold.³

Disse tre oppgavene fører til at sentralbanken har visse hovedfunksjoner.⁴ Den skal for det første være myndighetenes *utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken*. For det andre er den bankenes egen kredittkilde - *bankenes bank*. For det tredje skal sentralbanken være med å *organisere og overvåke pengemarkedene og betalingssystemene*. Å *utstede lovlige og tvungne betalingsmidler*, dvs. sedler og mynt, jf. sbl. §§ 13 og 14, er en fjerde oppgave. Og for det femte er sentralbanken statens bank, dels slik at den kan yte staten kreditt, og dels slik at den kan utføre bankforretninger for staten. Sentralbanken fungerer også som statens emisjons-hus.

Disse hovedfunksjonene er på forskjellig vis regulert i sentralbankloven - uten at vi skal gå nærmere inn på det her. Det som interesserer i vår sammenheng, er sentralbankens funksjon som *kreditttyter*.

Sentralbanken har også en rekke tilleggsoppgaver og -funksjoner, og disse kan ha mer eller mindre nær tilknytning til bankens hovedoppgaver og -funksjoner. Slike tilleggsfunksjoner er dels regulert i sentralbankloven,

3 Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 17.

4 Jeg skiller altså mellom «oppgaver» og «funksjoner», men begrepsmessig må man ikke legge vekt på dette. Skillet er der kun for oversiktens skyld.

5 Sbl. § 19 og forhold rundt sentralbankkreditt til bankene for øvrig er behandlet i *Syrstad*, Sentralbankkreditt.

6 Denne bestemmelsen ble endret ved lov av 4. nov. 1994 nr. 59 om endringer i lov om Norges Postbank av 5.6. 1992 nr. 51 og i visse andre lover. Ordlyden er nå: «Banken skal [kan] yte likviditeislån, gjøre innskudd og gi annen kreditt til forretningsbanker, sparebanker og bank som eies av staten ved Postverket.» (Mine uth.) Etter ordlyden er anvendelsesområdet for bestemmelsen utvidet, siden det ikke står bare «Norges Postbank» som tidligere. Dette medfører imidlertid

og dels ulovfestet. Den nærmere rettsreguleringen skal imidlertid vi ikke bry oss med; vi vender interessen mot sentralbankens funksjon som kreditttyter.

Forskjellige typer sentralbankkreditt

Sentralbanklovens § 22 første ledd regulerer delvis Norges Banks funksjon som kreditttyter. Kreditttyting er i flere henseender en viktig del av sentralbankens virksomhet. Å gi kreditt kan nemlig være nødvendig for at banken skal kunne ivareta sine kjerneoppgaver. Både pengeverdien, den finansielle stabilitet og effektiviteten i betalingssystemene kan under gitte omstendigheter bli truet, hvis sentralbanken ikke tilfører penge-, kreditt- og valutamarkedene likviditet.

Norges Bank medvirker sterkt til at landet har et fungerende kredittvesen. Dette er essensielt for å ivareta alle bankens hovedoppgaver, både monetær og finansiell stabilitet, samt effektive betalingskanaler. Det viktigste leddet i dette er sentralbankens funksjon som *bankenes bank*, som etter gjeldende rett primært har kommet til uttrykk i sbl. § 19.⁵ Norges Bank gir både likviditetslån for å jevne ut likviditetssvingninger hos bankene, og andre typer lån hvis det skulle oppstå behov for det. Både kredittvolumet og kredittvilkårene, særlig renten, overfor bankene vil ha ringvirkninger på det øvrige pengemarked. For det tilfelle at sentralbanken er nødt til å gi kreditt for å unngå likviditets- og evt. soliditetskriser hos enkeltbanker eller bankvesenet generelt, kalles gjerne sentralbanken «lender of last resort».

Som uttrykket «bankenes bank» sier, er det kun bankene, dvs. forretnings- og sparebanker samt Norges Postbank, jf. sbl. § 19 første ledd⁶, som nyter godt av denne type kreditt.⁷ Andre finansinstitusjoner som f.eks. kredittfo-

ingen realitetsendring. I tillegg er bestemmelsen slik den står i den publiserte lovtæksten, endret fra en «kan»- til en «skal»-regel. Dette beror åpenbart på en feil, og loven må derfor leses som om det fortsatt står «kan». Forarbeidene til lovendringen er Ot. prp. nr. 52 (1993-94) og Innst.O. nr. 76 (1993-94).

7 I forbindelse med EØS-avtalen er lånefunksjonen noe utvidet, idet filialer av utenlandske kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-området på nærmere vilkår likestilles med banker, jf. låneforskriftens § 1 annet ledd. Dette er neppe i strid med sbl. § 19, siden forutsetningen er at institusjonene «driver slik bankvirksomhet som er vanlig for norske forretnings- og sparebanker», jf. § 1 annet ledd første pkt.

retak og forsikringselskaper kan ikke benytte seg av sentralbanken som regulær kredittkilde. Her kan sentralbankkreditt kun ytes i medhold av unntaksregelen i sbl. § 22 første ledd.⁸

Norges Bank er *statens bank*, og har i den forbindelse tradisjonelt hatt et visst ansvar for statsfinansene ved i noen tilfeller å yte kreditt til staten for å finansiere statens underskudd. Denne type kreditt er etter norsk rett regulert i sbl. § 18. De siste årene har det imidlertid ikke vært behov for å yte sentralbankkreditt til staten. Dessuten anses det i dag ikke for å være en naturlig oppgave for sentralbanken å finansiere statens underskudd.

Å gi kreditt til næringslivet og publikum for øvrig, regnes i dag ikke som en naturlig sentralbankoppgave, verken i Norge eller andre sammenlignbare land. Det er de ordinære kredittinstitusjonene som skal dekke kredittbehovet hos næringsliv og privatpersoner. Dels skyldes dette at det er et alminnelig prinsipp at sentralbanken ikke skal konkurrere med det øvrige kredittvesen. Og dels er det ansett for å være uheldig om sentralbanken skulle komme i kreditorposisjon overfor større deler av landets borgere.

Her ligger bakgrunnen for bestemmelsene i sbl. § 22. Etter gjeldende rett skal kreditt fra sentralbanken til andre enn banker kun forekomme i rene unntakstilfeller, og i så fall er det meningen at sentralbanken er siste mulige kredittkilde etter at andre er uttømt.

I tillegg til bestemmelsene i sbl. §§ 18, 19 og 22 gir bestemmelsene i § 21 om markedsoperasjoner og § 26 om internasjonale avtaler i en viss utstrekning hjemmel for å gi sentralbankkreditt. Disse bestemmelsene kommer vi tilbake til nedenfor.

Som vi ser av dette avsnittet, gis kreditt fra sentralbanken i all hovedsak til bankene etter § 19 for å sikre at penge-, kreditt- og valutamarkedene fungerer tilfredsstillende. Kreditt til andre bør forekomme kun unntaksvis. I gitte tilfeller kan dette allikevel føre til et visst spenningsforhold mellom lovens kompetanse-regler og sentralbankens hovedoppgaver: Slik strukturen er i finansmarkedet i dag, kan kreditt til andre finansinstitusjoner og -aktører enn banker i en viss utstrekning anses ønskelig for å sikre stabil pengeverdi, finansiell stabilitet og effektive betalingssystemer.

8 Jf. Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 100-101.

3 Sentralbanklovens § 22 - innhold og rekkevidde

Bestemmelsens forhistorie

I tidligere tider hadde Norges Bank en omfattende kredittvirksomhet overfor næringslivet. I hele forrige århundre drev banken med ordinær, kommersiell bankvirksomhet, og i lov om Norges Bank av 23. april 1892 § 15 første ledd bokstavene a til c var det forutsatt at banken skulle gi ordinær kreditt til næringslivet.

Rundt århundreskiftet vokste sentralbankens funksjon som bankenes bank frem, og kreditt til næringslivet ble etter hvert ikke ansett som en oppgave for sentralbanken.⁹ Riktignok ble forskjellige typer kreditt gitt til kriserammede bedrifter og kommuner i mellomkrigstiden, men etter annen verdenskrig frem til vedtakelsen av den nye sentralbankloven begrenset banken kredittgivningen til mindre deler av fiskerinæringen.

I forarbeidene til dagens lov går det klart frem at kredittgiving til andre enn banker ikke er en naturlig sentralbankoppgave, og at slik virksomhet bør reduseres til et minimum. Sentralbanklovutvalget, ledet av høyesterettsjustitiarius Rolv Ryssdal, uttalte i innstillingen som ble avgitt i 1983:

«For ikke helt å utelukke at slike engasjementer også kan fortsette etter at en ny lov er vedtatt, har utvalget i lovutkastets § 23 [lovens § 22] første ledd foreslått at banken i særlige tilfelle skal ha adgang til å yte lån til andre enn banker. For å markere at dette er en virksomhet som i prinsippet faller utenfor bankens virkeområde, har utvalget foreslått at slike lån bare skal kunne gis i «særlige tilfelle»»¹⁰

Utvalget uttalte også at «[s]like lån bør ... i størst mulig utstrekning avvikles.»¹¹

Finansdepartementet fulgte opp disse synspunktene, og kom med følgende uttalelse i proposisjonen:

«Slik virksomhet [altså kreditt til andre] bør ... så langt det er mulig avvikles. Som utvalget er inne på, vil det imidlertid kunne forekomme tilfeller hvor det private bankvesen etter forholdet ikke uten videre er villig eller i stand til å påta seg bestemte oppgaver. Alternativet med å la Norges Bank gi avgrensede lån eller kreditter kan i gitte situasjoner være hensiktsmessig og bør ikke helt utelukkes i loven. En regner imidlertid med at Norges Bank i slike tilfeller har

9 Utviklingen er beskrevet i NOU 1983: 39 s. 117-20, 147-49 og 328-29. Se også *Smith*, Bankrett og statsstyre s. 167.

10 Se NOU 1983: 39 s. 329.

11 NOU 1983: 39 s. 408.

undersøkt og vurdert andre løsninger for banken påtar seg noe oppdrag.»¹²

Bestemmelsens forhistorie viser altså at sentralbankkreditt til andre enn staten og bankene ikke bør forekomme, og uansett må reduseres til et minimum. Men forhistorien viser også at det lovgiverne primært har siktet til med bestemmelsen i sbl. § 22 første ledd, er kreditt til tradisjonell næringsvirksomhet, altså kreditt som ellers kan besorges av det alminnelige kredittvesen.

Alminnelig tolking av sbl. § 22 første ledd

Bestemmelsens kjerneområde. Med «kjerneområde» for sbl. § 22 første ledd, sikter jeg til de situasjoner lovgiver hadde for øye da bestemmelsen ble gitt.¹³ Som nevnt foran var dette kreditt til næringer som ikke kan skaffe kreditt fra andre steder.

Når vi ser på *ordlyden* i sbl. § 22 første ledd første punktum, ser vi at tre vilkår må være oppfylt for at bestemmelsen skal komme til anvendelse. For det første må Norges Banks ytelse være en *kredittytelse*, jf. ordene «yte lån og andre former for kreditt». For det andre må kreditten ytes til «*andre enn banker.*» (Min uth.) Og for det tredje kan kreditt ytes kun «*særlige tilfeller*» (min uth.).

Poenget med dette vilkåret ligger naturligvis i antisen: Det er forbudt å yte kreditt i *andre tilfeller*.

Det er vanlig å se på bestemmelsene i sbl. kap. IV som materielle kompetanseregler. Når det gjelder § 22 første ledd første punktum, er det imidlertid pliktelelementet – forbudet mot å gi kreditt i annet enn særlige tilfeller – som er det sentrale. Og det kan vel reises spørsmål om bestemmelsen har noen kompetansebegrensende virkning i materiell forstand. Brudd på materielle kompetansenormer fører etter tradisjonell lære ubetinget til ugyldighet. Men dersom Norges Bank bryter forbudet i § 22 første ledd første punktum – og fatter et begunstigende vedtak¹⁴ overfor søkeren – er det slett ikke sikkert at rettsfølgen blir ugyldighet. Det er til og med tvilsomt om ugyldighet overhodet er en adekvat virkning. Bestemmelsen kan m.a.o. godt anses som en ren pliktregel. På den annen side er det kanskje ikke nødvendig å knytte stramme bånd mellom karakteristikk av normen, og følger av overtredelse av normen.

12 Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 105.

13 Når jeg bruker ordet «kjerneområde» på denne måten, ligger det ingen bestemt tolkingsteori bak ordbruken, jf. Eckhoff, *Rettskildelære* s. 123-29.

14 Se petitavsnitt nedenfor om forholdet mellom sbl. § 22 og forvaltningslovens vedtaksbegrep.

Problemstillingen er omfattende, og skal ikke følges her. Det ville føre oss langt over i den alminnelige rettsteori.¹⁵

Vilkåret om at kreditten må ytes til andre enn banker, er uproblematisk når bestemmelsen sammenholdes med sbl. § 19 første ledd. Derimot kan det være tvilsomt både hva som menes med «andre former for kreditt», og når det foreligger «særlige tilfeller». Det er når vi vurderer disse vilkårene, vi må ha klart for oss om vi er innenfor bestemmelsens kjerneområde eller ikke.

Vilkårene om kredittytelse og særlige tilfeller må i utgangspunktet vurderes hver for seg, dvs. at kredittbegrepet må forstås ut fra hva som anses som kredittytelser etter alminnelig kontraktsrett, og uttrykket «særlige tilfeller» må leses ut fra forarbeidenes anvisning om at det kun skal anvendes på forholdsvis snevre unntakstilfeller. Men siden verken kredittbegrepet eller uttrykket «særlige tilfeller» er klart avgrensede juridiske størrelser, må de to vilkårene i en viss utstrekning bedømmes under ett.

Etter ordlyden omfattes alle typer kredittytelser av bestemmelsen, både direkte og indirekte kreditt. Dette innebærer først og fremst at garantistillelser fra sentralbanken faller inn under regelen, i tillegg til pengelån. Hvis Norges Bank deltar i en større kredittordning, f.eks. i samarbeid med staten eller andre kredittinstitusjoner, vil også det omfattes.

Vilkåret om «særlige tilfeller» sikter til situasjoner hvor kredittsøkeren ikke har hatt mulighet til å skaffe kreditt annet steds fra. «Særlige tilfeller» vil m.a.o. ikke foreligge hvis det ordinære kredittvesen kan gi den aktuelle type kreditt. Vilkåret vil f.eks. være oppfylt overfor næringer i distriktene som er mindre fristende kredittobjekter for de ordinære bankene. Men her må man huske på at de tradisjonelle statsbankene ofte har som oppgave å yte lån til og stille garantier overfor

15 I nyere rettsteoretisk litteratur går tendensen klart i retning av å ville løse på den begrepsmessige forbindelsen mellom kompetansebrudd og ugyldighet. Når materielle kompetansenormer splittes opp i innholdsangivelser og situasjonelle betingelser, i tillegg til personelle kompetansebetingelser, blir den definitoriske sammenheng mellom kompetanse og ugyldighet uklar. Se om disse og lignende spørsmål i Eckhoff/Sundby, *Rettsystemer* s. 83-99, særlig på s. 96-97, og mer utførlig Eng, TfR 1990 s. 625-71, særlig s. 664-69.

distriktsnæringer. Videre vil det foreligge «særlige tilfeller» i krisesituasjoner der kredittvesenet for øvrig har sluttet å fungere som normalt. Praksis er i overensstemmelse med dette: Kreditt i medhold av sbl. § 22 er kun gitt til mindre deler av fiskerinæringen og kriserammede finansieringsforetak i forbindelse med bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet.

Selv om vilkårene etter sbl. § 22 første ledd er oppfylt, har ikke Norges Bank noen rettslig plikt til å yte kreditt. Det synes rimelig klart at ordet «kan» her gir anvisning på et fritt skjønnet for banken. Ingen kan altså kreve å få innvilget kreditt i sentralbanken etter denne bestemmelsen. Om Norges Bank står fritt faktisk og politisk, er naturligvis en annen sak.

I første ledd annet punktum, heter det: «Vilkårene for slik kreditt fastsettes av banken.»

Dette må antagelig forstås slik at bestemmelsen ikke bare gir hjemmel for å fastsette ordinære kredittvilkår som renter, tilbakebetalingsvilkår o.l., men også for vilkår som gjelder låntakerens egen virksomhet. Norges Bank kan f.eks. sette som vilkår for kreditten at låntakeren skal foreta innsparinger. Denne bestemmelsen bør m.a.o. tolkes på samme måte som sbl. § 19 tredje ledd om særskilt kreditt til banker.¹⁶

Begrepet «vilkår» er som vi ser flertydig når det brukes i juridisk argumentasjon. Oftest sikter det enten til vilkår for å anvende en regel, eller det sikter til vilkår for å treffe en ellers begunstigende avgjørelse, f.eks. et enkeltvedtak eller en kontraktsinngåelse. Men det finnes også andre betydninger av begrepet.¹⁷

Som vi ser, er den type kreditt § 22 første ledd i første rekke omhandler, ordinære pengelån samt garantistillelser. De låntakere bestemmelsen primært er ment å omfatte, er små eller kriserammede næringer. Når vi stilles overfor tilfeller som ikke passer inn i dette bildet, f.eks. evt. kreditt for å sikre en smidig betalingsformidling, er det ikke gitt at vi må holde oss strengt til ordlyden.

En kredittytelse etter § 22 er en avtale om kreditt, og således underlagt kontraktsrettslige regler. I tillegg kan man spørre om kredittavgjørelsen fra Norges Banks side også er et enkeltvedtak i henhold til forvaltningslovens (fvL) § 2 første ledd bokstav b). Dette må sannsynligvis besvares med ja, og grunnen til det er likheten med særskilte lån til banker etter

16 Se *Syrstad*, Sentralbankkreditt s. 45-46.

17 Se *Eckhoff*, Forvaltningsrett s. 334-35 og *Syrstad*, Sentralbankkreditt s. 42-43

sbl. § 19 tredje ledd. Det er antatt at slike lån er enkeltvedtak,¹⁸ og da kan saken neppe stille seg annerledes for lån etter § 22.

Dette betyr at reglene i forvaltningslovens kap. IV - VI får anvendelse for kredittavgjørelser i medhold av § 22 første ledd. Hva dette nærmere medfører, skal vi ikke gå inn på her.

Når det generelt gjelder forholdet mellom sentralbankens kredittavgjørelser og forvaltningslovens vedtaksbegrep, vil man i en viss utstrekning kunne trekke paralleller fra de tradisjonelle statsbankene. Spørsmålet om disse gjennom sine kredittavgjørelser treffer enkeltvedtak, er viet betydelig oppmerksomhet i juridisk litteratur.¹⁹ Oppfatningen i dag er at statsbankenes kredittavgjørelser *som hovedregel* er vedtak i forvaltningslovens forstand. Som et utgangspunkt kan det være naturlig å legge samme syn til grunn for sentralbankens kredittavgjørelser, men da må vi huske på at kreditt fra sentralbanken på mange måter står i en stilling for seg selv.²⁰

Forholdet til reglene om markedsoperasjoner. Reglene om *markedsoperasjoner* i sbl. § 21 gir Norges Bank hjemmel for å øke eller begrense likviditeten i pengemarkedene, samt bedrive markedspleie («market-making») ved å kjøpe og selge høylikvide gjeldsdokumenter.²¹ I en viss utstrekning gir dette også banken hjemmel for å yte kreditt til andre enn banker. Det går frem av uttrykket «[b]anken kan kjøpe ... lett omsettelige gjeldsdokumenter ... » i første ledd.²² Riktignok er det ikke vanlig å regne markedsoperasjoner som sentralbankkreditt i ordinær forstand, men kjøp direkte fra utsteder er åpenbart en kredittytelse. I forhold til bestemmelsene i § 22 oppstår det dermed to spørsmål. For det første har vi subsumsjonsspørsmålet: hvilke kredittytelser omfattes av henholdsvis §§ 21 og 22? Og for

18 Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 21-22 og *Syrstad* Sentralbankkreditt s. 59.

19 Se *Smith*, JV 1978 s. 115-46; *Ørebech*, TfR 1983 s. 248-77; *Christiansen*, Norsk pengerett s. 268 og 470; *Smith*, Bankrett og statsstyre s. 245-47; *Eckhoff*, Forvaltningsrett s. 462 og *Frihagen*, Forvaltningsrett II s. 78.

20 Jf. *Syrstad*, Sentralbankkreditt s. 53-61.

21 Reglene om markedsoperasjoner er behandlet i *Christiansen*, Norsk pengerett s. 388-96. I forarbeidene er de behandlet i NOU 1983: 29 s. 304-307 og 407-408 og Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 102-104.

22 Per *Christiansen* synes å legge til grunn at Norges Bank bare kan benytte førstehåndsmarkedet til å selge verdipapirer, jf. Norsk pengerett s. 391. Det er imidlertid uklart om han vil oppstille en rettsregel med dette innhold, eller om det kun er snakk om en faktisk beskrivelse av markedsforholdene. I hvert fall gir verken ordlyd eller forarbeider holdpunkter for at sentralbanken skulle være avskåret fra å kjøpe verdipapirer i førstehåndsmarkedet.

det andre får vi spørsmålet om i hvilken grad § 21 kan brukes som et tolkingsmoment i forhold til § 22.

Kjøp av obligasjoner med høy likviditetsgrad vil alltid regnes som en markedsoperasjon etter § 21, dersom kjøpet er ment å regulere likviditeten i pengemarkedet. Dette gjelder uavhengig av om obligasjonene kjøpes direkte av utsteder, eller kjøpet skjer i annenhåndsmarkedet. Tilsvarende må gjelde ved kjøp av sertifikater.

Innlån til utsteder reguleres altså av bestemmelsene i § 21 første ledd, men forutsetningen er at det dreier seg om «lett omsettelige gjeldsdokumenter.» Prinsipielt vil altså kjøp av obligasjoner med lav likviditetsgrad fra andre enn banker i førstehåndsmarkedet reguleres av § 22 første ledd. Problemet er imidlertid så upraktisk at det ikke skal diskuteres nærmere. Hvilke kredittytelser som skal subsumeres direkte under § 21, vil i det hele tatt sjelden være problematisk.

Mer interessant er spørsmålet i hvilken grad reglene om markedsoperasjoner kan være tolkingsmomenter i forbindelse med § 22 første ledd.

Handlinger som sentralbanken foretar for å øke eller inndra likviditet i pengemarkedene, må legislativt vurderes i lys av at sbl. § 21 er ment å gi sentralbanken hjemmel for dette. Som et utgangspunkt er det rimelig å anta at kredittytelser som har som formål å regulere pengemengden, vil ligge innenfor rammene av bankens kompetanse. Når et forvaltningsorgan kan bruke ett virkemiddel for å ivareta bestemte formål, vil det som hovedregel kunne bruke også andre virkemidler for å ivareta dette formålet, forutsatt at det har kompetanse til å bruke andre virkemidler. Hvis hvert formål bare skulle kunne følges ved hjelp av de virkemidlene som uttrykkelig er angitt for de respektive formålene, ville man i realiteten operere med et internt materielt spesialitetsprinsipp. Et slikt spesialitetsprinsipp er det imidlertid ikke vanlig å bruke i norsk forvaltningsrett, og det er vanskelig å se gode grunner for å innfortolke det i sentralbankloven.²³

²³ I norsk forvaltningsrettslig litteratur har jeg ikke kommet over noen forfattere som henviser til et internt materielt spesialitetsprinsipp. Det er først og fremst i eldre dansk forvaltningsrett at man har villet legge bånd på forvaltningens virksomhet i form av ulike spesialitetsprinsipper. Men i dag vil man heller ikke i Danmark legge for stor vekt på spesia-

Når sentralbanken er tillagt kompetanse til å regulere likviditeten i pengemarkedene, bør banken ha en viss frihet til å velge hvilke virkemidler det er formålstjenlig å benytte seg av. Men den kan naturligvis ikke bruke andre virkemidler enn banken har fått kompetanse til å bruke.

Dette må etter mitt skjønn bety at kreditt som gis fra sentralbanken til aktører i pengemarkedene, lett vil styre klar av forbudet i sbl. § 22 første ledd første punktum, forutsatt at målsetningen er å regulere likviditeten. Jeg tror ikke det vil være riktig å si at banken er nødt til å kjøpe og selge obligasjoner for å regulere likviditeten. I en viss utstrekning må dette kunne gjøres ved å gi kreditt, dels etter § 19, men også til andre enn banker hvis det synes mest hensiktsmessig.

Dette får betydning for visse typer transaksjoner med finansielle instrumenter som ikke er tradisjonelle gjeldsdokumenter, men som allikevel kan innebære et kredittelement. Særlig gjelder dette repoer og swapper.

En repo, eller gjenkjøpsavtale (repurchase agreement) er enten kjøp eller lån av verdipapirer, der selgeren/låntakeren skal kjøpe verdipapirene tilbake på et gitt tidspunkt til en avtalt pris. Repoen består normalt av en spotdel og en termindel. Hvorvidt en repoavtale juridisk skal regnes som en reell eiendoms-overdragelse eller som et låneforhold, vil måtte vurderes for hver enkelt avtale. I Norge er spørsmålet dessuten delvis uavklart. I forhold til sentralbankloven må den privatrettslige karakteristikk av en repoavtale legges til grunn. Hvis repoen regnes som en eiendoms-overdragelse i konkursretten, vil den altså også være det i forhold til sentralbanklovens bestemmelser.

Det synes rimelig klart at vi i forhold til det offentlig-rettslige regelverk rundt sentralbankens virksomhet, er nødt til å forholde oss «passivt» til det privatrettslige begrepsapparat. Så vidt jeg kan se, er det ingen grunner som taler for at vi skulle operere med annet kredittbegrep i forhold til sentralbankloven, enn hva vi gjør i formuesretten. Hvorvidt bruk av et finansielt instrument innebærer en kredittavtale, må altså vur-

litetsprinsippene, se f.eks. *Christensen*, Nationalbanken og forvaltningsret s. 83-86, som drøfter anvendelsen av spesialitetsprinsipper på den danske sentralbankens virksomhet. Han stiller seg klart avvisende til å legge et internt materielt spesialitetsprinsipp til grunn.

deres ut fra formuesrettslige kriterier, og først og fremst med en konkurssituasjon for øye. Det er i forhold til rettsvernsreglene i konkurs at spørsmålet har størst interesse.

Noen nærmere vurdering av repoenes innhold skal ikke foretas her. Vi må nøye oss med å forutsette at noen repoer må regnes som eiendomsoverdragelser, og noen som låneavtaler. Det er først når en repo konkursrettslig regnes som en låneavtale, at det reiser seg spørsmål i forhold til sbl. § 22. Hvis repoen regnes som en reell gjenkjøpsavtale, subsumeres altså tilfellet direkte under § 21.²⁴

For tiden handler ikke Norges Bank med repoer i Norge, men nettopp ut fra formålet om å regulere likviditeten i pengemarkedet, er spørsmålet om bruk av repoer nå til vurdering. Så lenge repoene er egentlige kjøp- og tilbakesalgavtaler, vil det som nevnt ikke oppstå problemer rundt § 22. Og hvis handlene skjer med banker, vil det i høyden bli snakk om et rent akademisk spørsmål, nemlig om forholdet reguleres av sbl. §§ 19 eller 21. Men hvis nå sentralbanken skulle finne det hensiktsmessig for likviditetsstyringen å inngå repoavtaler også med andre markedsaktører, og avtalene regnes som låneavtaler, har jeg vanskelig for å se at sbl. § 22 skulle være til hinder for det. Selv om forholdet for så vidt faller innenfor ordlyden i § 22, må formålet bak § 21 om markedsoperasjoner – altså likviditetsstyring – veie så tungt at banken har adgang til å inngå slike avtaler. Etter mitt skjønn ville det være uheldig bokstavfortolkning om § 22 skulle få gjennomslag overfor denne type transaksjoner.

Tilsvarende synspunkter må også legges til grunn i forhold til swapavtaler. Når Norges Bank inngår slike avtaler, er det for å regulere likviditeten i pengemarkedet.

I praksis forekommer to typer swapavtaler, valutaswapper og renteswapper.²⁵ En valutaswapavtale er en form for gjenkjøpsavtale der partene selger valuta mot vederlag, og samtidig avtaler å bytte samme valuta tilbake til avtalt kurs på et gitt tidspunkt i fremtiden. En renteswap innebærer at partene etter nærmere avtale på et gitt tidspunkt bytter periodiske rentebetalingene. I likhet med en repo består en

24 Jf. *Christiansen*, Norsk pengerett s. 394.

25 Om swapper, se nærmere *Tjaum*, Valuta- og renteswapper. Se også *Tjaum*, Valutaterminkontrakten.

swap normalt av en spotdel og en termindel, og på samme måte kan det være usikkert om forholdet skal karakteriseres som et låneforhold eller en eiendomsoverdragelse.

Norges Bank bruker swapavtaler på to måter. For det første bruker banken valutaswapper i pengemarkedet på samme måte som andre aktører. Og for det andre swapper den valuta mot andre sentralbanker. I forhold til sbl. § 22 må vi skille mellom disse to situasjonene.

Det reiser seg flere problemer med hensyn til kompetanseforholdet mellom sentralbanken og Kongen, både når banken kjøper og selger valuta i spotmarkedet, og når den inngår valutaswapavtaler. Spørsmålet er om slike transaksjoner skal reguleres av sentralbanklovens kap. IV eller V. Dette får avgjørende betydning for Kongens myndighet, siden reglene i kap. V forutsetter at Kongen har myndighet over banken uavhengig av instruksjonsreglene i § 2 tredje ledd, jf. petitavsnitt i neste pkt. Problemet må vel anses for å være delvis uavklart. Jeg går ikke nærmere inn på dette.

For swapavtaler i pengemarkedet må vi på samme måte som for repoene legge den privatrettslige karakteristikk til grunn, når vi vurderer forholdet til sentralbanklovens bestemmelser. Hvis swappen godtas som en reell eiendomsoverdragelse i en konkurssituasjon, kommer dermed sbl. § 22 ikke til anvendelse.²⁶ Men selv om en swapavtale skulle regnes som et låneforhold, vil dette etter min mening ha såpass mye til felles med en markedsoperasjon, at avtalen ikke rammes av forbudet i § 22.

Når banken inngår valutaswapavtaler med andre sentralbanker, blir forholdet noe annerledes. Både Norges Bank og Finansdepartementet har her lagt til grunn at slike avtaler reguleres av sbl. § 26.²⁷ Dette drøftes ikke nærmere her. Se for øvrig nærmere om forholdet til § 26 i neste punkt.

Som vi ser har Norges Bank i vid utstrekning adgang til å benytte seg av terminkontrakter i likviditetsstyringen, selv om dette skulle innebære en kredittytelse. Men det går en grense for hvor langt det er mulig å gå uten å støte an mot forbudet i sbl. § 22. I forarbeid-

26 Per *Christiansen* synes å anse slike avtaler for markedsoperasjoner i henhold til sbl. § 21, jf. Norsk pengerett s. 395-96.

27 Se St. prp. nr. 51 (1990-91) s. 4 og St. prp. nr. 25 (1992-93) s. 5.

dene er det nemlig uttrykkelig gjort klart at ordinær kreditt til andre finansinstitusjoner enn banker, bare skal gis etter særregelen i § 22.²⁸ Det må imidlertid tas i betraktning at strukturen i pengemarkedene har endret seg en god del siden loven ble gitt, og at kompetansereglene må tolkes i lys av dette.

Generelt er det ikke mulig å si noe mer presist enn at Norges Bank i likviditetsstyringen kan gi kreditt til andre enn banker, når dette skjer gjennom avtaler som har mye til felles med markedsoperasjoner. Derimot er det normalt ikke adgang til å regulere likviditeten gjennom trekkadgang i sentralbanken eller andre former for likviditetslån. Slik kreditt kan bare gis til banker etter § 19.

Forholdet til internasjonale avtaler: Sentralbanklovens § 26 gir i visse tilfeller Norges Bank hjemmel for å yte kreditt. Bestemmelsen lyder slik:

«Banken kan inngå avtaler om innskudds-, kreditt- og garantiordninger med utenlandske sentralbanker og andre kredittinstitusjoner og med internasjonale økonomiske organisasjoner og institusjoner, forutsatt at det foreligger betryggende sikkerhet for dens tilgodehavender. Kongen skal godkjenne slike avtaler.»²⁹

Bestemmelsen står i lovens kap. V om oppgaver på valutamarkedet, og i likhet med reglene i §§ 24 og 25 er banken her underlagt Kongens alminnelige myndighet. Kompetanseforholdet mellom banken og de politiske myndigheter er derfor annerledes her enn for bankens virkemidler etter lovens kap. IV.

Så vidt jeg kan se, vil det neppe oppstå vanskeligheter mht. avgrensningen mellom kredittytelser etter hhv. §§ 22 og 26. Ordlyden i § 26 er såpass vid at alle internasjonale kredittavtaler mellom sentralbanken og andre vil omfattes. Det er også vanskelig å se at § 26 kan brukes som et tolkingsmoment i forhold til § 22.

28 Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 100-101.

29 Om denne bestemmelsen og dens forhistorie, se NOU 1983: 39 s. 287-88 og s. 409 samt Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 108-109. Departementet endret bestemmelsen i forhold til utvalgets forslag etter å ha vurdert Norges Banks høringsuttalelse. Anvendelsesområdet for bestemmelsen ble utvidet, og i tillegg ble det innført krav om sikkerhet for tilgodehavender. Departementet endret også siste setning fra: «Kongen kan gi nærmere retningslinjer for slike avtaler» til nåværende ordlyd.

Derimot kan det oppstå avgrensingsproblemer mellom bestemmelsene i § 21 om markedsoperasjoner og § 26. I gitte tilfeller kan det være tvilsomt hva som er kjøp og salg av lett omsettelige gjeldsdokumenter, og hva som er internasjonale kredittavtaler.

Denne problemstillingen er viktig, siden svaret får avgjørende betydning for forholdet mellom Norges Bank og de politiske myndighetene. Tilfeller som skal subsumeres under § 26 må godkjennes av Finansdepartementet, mens markedsoperasjoner tilhører bankens særskilte kompetanseområde. Hvis myndighetene vil gripe direkte inn her, må de særskilte instruksjonsreglene i sbl. § 2 tredje ledd benyttes.

Det ville sprengte rammene for denne artikkelen å drofte dette nærmere; jeg får noye meg med å peke på problemet.

Forholdet til sentralbanklovens generalbestemmelser: Sentralbanklovens generelle bestemmelser i lovens kap. I er viktige tolkingsmomenter for forståelsen av sbl. § 22. Føringer på bankens skjønnsutøvelse kan naturligvis tenkes i form av plikter formulert som økonomisk-politiske retningslinjer etter § 2 første ledd eller formelle instruksjoner etter § 2 tredje ledd. Det interesserer imidlertid ikke i vår sammenheng. De reglene som er viktige her, er generalbestemmelsene i § 1. Disse kan i utgangspunktet lede til at ordlyden i § 22 til en viss grad kan fravikes.

Den ene bestemmelsen som er av interesse her, er § 1 første ledd tredje punktum annet alternativ om at Norges Bank «... skal ... fremme et effektivt betalingsssystem innenlands og overfor utlandet ...». Denne regelen gir sentralbanken et overordnet ansvar for betalingsformidlingen. Kreditt for å «smøre» betalingsformidlingen vil først og fremst være aktuelt i forhold til bankene, og da gir sbl. § 19 under enhver omstendighet tilstrekkelig hjemmel. Men dersom det skulle være behov for det, kan § 22 neppe utgjøre noen skranke av betydning for bankens adgang til å «smøre» betalingsformidlingen også i forhold til andre. Dette støttes etter mitt skjønn av uttalelser i forarbeidene. Finansdepartementet uttalte bl.a.:

«Betalingsformidling er en viktig oppgave innenfor det økonomiske liv, og som legger beslag på ressurser. Det er derfor viktig at systemene for betalingsformidling er så rasjonelle og effektive som mulig. Dette felt er preget av banktekniske forhold og av en rask teknologisk utvikling. Sentralbankens bankmessige oppgaver og kompetanse; den nære kontakt med

bankvesenet; bankens betalingsformidling for bankene, Postverket og staten gjør det naturlig at sentralbanken pålegges ansvar.»³⁰

Også bestemmelsen i § 1 annet ledd første punktum er sentral for forståelsen av § 22. Den lyder:

«Banken kan sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank.»

Denne regelen gir regelverket rundt sentralbankens virksomhet et dynamisk preg. Da sentralbankloven ble gitt, var ett siktepunkt at den skulle være anvendelig under ulike penge- og kredittpolitiske regimer; hyppige lovendringer ville man unngå. Dette gjelder både m.h.t. formålsangivelser og reglene om bankens materielle kompetanse. Tiltak og virksomhet som etter de rådende politiske og økonomiske forhold fremstår som naturlige for en sentralbank, skal sentralbanken derfor også ha kompetanse til å gjennomføre. Norges Bank har bl.a. i vid utstrekning adgang til å hente impulser fra andre lands sentralbankpraksis i sin virksomhet. Særlig Ryssdalutvalget fremhevet lovens dynamiske karakter. Utvalget uttalte:

«Bestemmelsen [sbl. § 1 annet ledd første punktum] må forstås slik at internasjonal praksis er avgjørende for om et virkemiddel skal kunne karakteriseres som vanlig for en sentralbank. Hva som er naturlig avhenger av behovet til enhver tid. ... Erfaringen viser at utviklingen på sentralbankhold ofte ligger foran den lovgivningsmessige ramme. Den foreslåtte bestemmelse vil gi banken mulighet til å innrette seg etter forholdene til enhver tid.»³¹

Finansdepartementet ga her Ryssdalutvalget sin tilslutning.³² Regelen i § 1 annet ledd første punktum tilsier altså at sentralbanklovens spesielle bestemmelser i kap. IV og V ikke kan tolkes strengt etter sin ordlyd. Dette støttes også av bestemmelsen i annet punktum, som gir Norges Bank adgang til å «utføre alle former for bankforretninger og banktjenester.» Som vi ser, er denne regelen ment å gi rom for smidighet i bankens virkemiddelbruk.

Et eksempel på at Norges Bank kan sies å yte kreditt uten at sbl. § 22 er til hinder for det, har vi i bankens rolle i verdipapiroppjø-

ret mellom fondsmeglere. Når banken godtar obligasjoner som sikkerhet for pengeoppgjøret, må dette anses som et forhåndstilsagn om kortvarig kreditt, dersom sikkerheten må realiseres.

Kjøp og salg av fondsaktiva via børsen skjer ofte gjennom fondsmeglere. Verdipapirsentralen (VPS) administrerer selve verdipapiroppjøret. Pengeoppjøret mellom meglere skjer imidlertid i Norges Bank. Dette har VPS satt som vilkår for at et verdipapiroppgjør skal kunne skje der. For pengeoppjørets vedkommende er det inngått standardkontrakter (heretter kalt «avtalen») mellom Norges Bank og meglerne om hvordan oppjøret i Norges Bank skal foregå.³³

Alle fondsmeglerne har en egen VPS-oppgjørskonto i Norges Bank, jf. avtalens pkt. 2. Ved pengeoppjøret er det meningen at oppgjørskontoen skal stå i null etter at oppjøret har skjedd på daglig basis. Poenget er altså at meglernes saldo ved oppgjørdagens slutt skal være null. Til sikkerhet for eventuell debet krever Norges Bank at meglerne stiller garantier, se avtalens pkt. 3 i innledningen.

Alle meglere skal til enhver tid stille en bunngaranti, som Norges Bank kan benytte seg av ved debetsaldo, jf. avtalens pkt. 3.1. Garantien skal godkjennes av Norges Bank. Så lenge saldoen holder seg innenfor størrelsen på bunngarantien, vil verdipapiroppjøret gå igjennom uten problemer, dvs. at «gult» eller «rødt lys» ikke inntre. Sikkerheten kan stilles i form av:

- Ubetinget belastningsadgang av en banks folio-konto i Norges Bank
- Bank-/forsikringsgaranti
- Deponering av stats-/statsgaranterte obligasjoner
- Annen sikkerhet som Norges Bank godkjenner

Sikkerhet som er stilt i form av deponering av obligasjoner gir ikke Norges Bank umiddelbar likviditet; obligasjoner må jo realiseres. Hvis det blir nødvendig å trekke på bunngarantien, må derfor banken yte kreditt inntil realisasjon skjer, for at «gult» eller evt. «rødt lys» ikke skal inntre. Og etter alminnelig tolking av avtalen, må det anses som et kontraktsbrudd om Norges Bank skulle la være å gi kreditt, og la oppjøret gå i «gult lys».³⁴ Forutsetningen for

³³ Det kan vel reises spørsmål om ikke vilkårene for pengeoppgjør i Norges Bank burde vært forskriftsregulert. Avtaleformen kan virke noe anstrengt, når fondsmeglerne faktisk er tvunget til å la oppjøret gå via banken. Problemet skal ikke forfølges videre her.

³⁴ Den rettslige karakteristikk av problemstillingen er imidlertid ikke opplagt. For hvis vi forutsetter at sbl. § 22 kommer til anvendelse på forholdet, oppstår spørsmålet om Norges Bank på forhånd har bundet opp sin skjønnsutøvelse, altså «kan»-skjønn etter bestemmelsen. Man kunne derfor se dette som et spørsmål om forhåndsbinding av offentlig myndighet, og i så fall måtte de prinsipper som gjelder for dette problemområdet legges til grunn. Men spørsmålet om

30 Se Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 62.

31 Se NOU 1983: 39 s. 331.

32 Jf. Ot. prp. nr. 25 (1984-85) s. 63.

avtalen er jo nettopp at «gult lys» ikke skal inntreffe så lenge meglerne holder seg innenfor rammen av bunngarantien.

Forhåndstilsagn om kreditt faller utvilsomt inn under ordlyden i sbl. § 22. Men det å godta obligasjoner som sikkerhet for et pengeoppgjør, og så skyte inn penger inntil sikkerheten er realisert, er unektelig en spesiell form for kreditt. Og tilfellet ligger forholdsvis fjernt fra hva lovgiver mente å regulere med bestemmelsen. Jeg antar derfor at Norges Bank har sitt på det tørre når den godtar obligasjoner som sikkerhet i pengeoppgjøret, og det viktigste tolkingsmomentet i forhold til § 22 er nettopp § 1 annet ledd. Det er dessuten slik at sikkerhet i form av obligasjoner for forskjellige tjenester som sentralbanken yter, også overfor andre enn banker, blir mer og mer vanlig i andre land. Det ville være uheldig om man lot § 22 sette stopper for en tilsvarende utvikling i Norge.

De generelle reglene i sbl. § 1 annet ledd gir altså Norges Bank større spillerom i sin virksomhet enn hva man får inntrykk av ved å lese § 22 isolert. Men de generelle reglene gir allikevel ikke banken hjemmel for å *fravike* de spesielle bestemmelsene i loven. I den grad det oppstår motstrid mellom §§ 1 og 22, må de spesielle reglene i § 22 ha forrang. Om forholdet mellom de to regelsettene uttalte Ryssdal-utvalget:

«Utkastet gir ingen alminnelig adgang til å utføre bankforretninger uansett kundekrets. Virksomheten vil være begrenset av bankens formål. Lovutkastets § 23 [lovens § 22] inneholder f.eks. en regel som vil medføre en sterk begrensning i bankens adgang til å yte kreditt til personer og/eller foretak som ikke driver bankvirksomhet. Utkastets § 1 annet ledd gir ikke banken hjemmel til å opprettholde eller øke slike engasjementer under henvisning til at utlån er bankforretninger.»³⁵

Dersom de to reglene gir anvisning på ulike resultater, må altså § 22 legges til grunn. Men poenget er, som vi har sett, at generalbestem-

«privatrettslig» eller «offentligrettslig» synsvinkel er egentlig uten større betydning, for prinsippene om tolking av dispositive utsagn er uansett de samme. Og når et dispositivt utsagn først foreligger, koker det hele ned til et spørsmål om sbl. § 22 gir hjemmel for banken til å avgi forhåndstilsagn om kreditt. Om forhåndsbinding av offentlig myndighet, se Eckhoff, Forvaltningsrett s. 271-92.

35 Se NOU 1983: 39 s. 331

melsen i § 1 annet ledd er utformet slik at motstrid i vid utstrekning kan bortfortolkes. Med andre ord kan ordlyden i § 22 i større eller mindre grad fravikes, uten at det foreligger motstrid.

Penge- og kredittpolitiske vurderinger som selvstendig tolkingsmoment. Som ved all rettsanvendelse må *reelle hensyn* tillegges betydelig vekt ved tolkingen. *Formålet* bak reglene i §§ 1 og 22 er det allerede tatt hensyn til ved tolkingen av lovtekst og forarbeider. Reelle hensyn som *selvstendig* rettskildedefaktor vil da først og fremst være vurderinger om hva som er formålstjenlig ut fra et bredere pengepolitisk perspektiv. Når det gjelder rettsreglene om sentralbankens virksomhet, vil makroøkonomiske vurderinger regelmessig ha vekt som et særskilt tolkingsmoment.³⁶ Pengepolitiske forhold endrer seg raskt, og både kompetanseforhold og virkemiddelbruk har behov for å endre seg i takt med dem. Lovregler som ble laget under et direktivstyrt penge- og kredittpolitisk regime, må derfor etter omstendighetene kunne omfortolkes for å tilpasses nye forhold under et markedsstyrt regime. Hvis sentralbanken finner at den for å oppfylle sine kjerneoppgaver, bør gi kreditt også til markedsaktører som ikke er banker, må dette i en viss utstrekning kunne skje uten hinder av sbl. § 22.

Også her kan vi ta et eksempel fra verdipapiroppgjøret mellom fondsmeglerne. Vil Norges Bank kunne gå inn med kreditt i megleroppgjøret for å forhindre at oppgjøret går i «rødt lys»?

Som nevnt foran krever Norges Bank at meglerne stiller en bunngaranti for at pengeoppgjøret ikke skal gå i «gult lys», jf. avtalens pkt. 3.1. Hvis en megler debetsaldo ikke ligger innenfor bunngarantien dagen før oppgjørsdag, krever banken at det stilles tilleggsgaranti, jf. avtalens pkt. 3.2. Tilleggsgaranti må også stilles innen kl. 9.30 på oppgjørsdagen, når oppgjøret har gått i «gult lys», jf. avtalens pkt. 3.4 annet ledd. Hvis nødvendig sikkerhet ikke er stilt innen kl. 10.30, går oppgjøret i «rødt lys», dvs. at hele oppgjøret sendes tilbake til VPS for delvis reversering. Dette får konsekvenser også for andre fondsmegleres handler, jf. avtalens pkt. 3.4 tredje ledd.

Helt siden ordningen med pengeoppgjør i Norges Bank ble innført i 1986, har oppgjøret aldri gått i «rødt lys». («Gult lys» inntreder derimot relativt hyppig.)

36 Se *Syrstad*, Sentralbankkreditt s. 13-14.

Det er antatt at hvis en «rødt lys»-situasjon først skulle inntreffe, vil det kunne føre til alvorlige systemvirkninger i verdipapirmarkedet med smitteeffekt over i resten av penge-markedet. Stans hos en megler vil kunne gi likviditetsmangler hos andre, og i verste fall kan hele verdipapiroppkjøret stanse opp. Under gitte omstendigheter kan altså en «rødt lys»-situasjon føre til krise i verdipapirmarkedet.

I den grad det er fare for krise i verdipapirmarkedet, synes det rimelig klart at Norges Bank kan gi den aktuelle fondsmegler kreditt for å forhindre at pengeoppkjøret går i «rødt lys». I så fall vil jo vilkåret om «særlige tilfeller» i sbl. § 22 første ledd første punktum være oppfylt, og for så vidt er vi innenfor bestemmelsens kjerneområde.

Adskillig mer tvilsomt er det om banken på permanent basis kan garantere for at oppkjøret skal gå igjennom. Man kan ikke se helt bort fra at Norges Bank i visse tilfeller vil anse det ønskelig å stille en slik garanti for å styrke tilliten til det norske verdipapirmarkedet overfor utlandet. Og det å sikre tilliten til det norske penge- og kredittmarkedet, er utvilsomt en viktig oppgave for Norges Bank. Reelle hensyn kan altså tale for at sentralbanken har adgang til på mer permanent basis å garantere for at pengeoppkjøret ikke skal gå i «rødt lys». Allikevel går jeg ut fra sbl. § 22 første ledd er til hinder for dette. Forutsetningen for at oppkjøret skal gå i «rødt lys» er at megleren ikke har stilt tilstrekkelig sikkerhet. Hvis Norges Bank skulle stille en fast garanti for oppkjøret, ville det i realiteten ligne mye på en trekkadgang for fondsmeglerne. Og trekkadgang i sentralbanken er forbeholdt bankene etter sbl. § 19.

Det ligger etter mitt skjønn innenfor rammen av forsvarlig rettskildebekendelse å gi pengepolitiske vurderinger forholdsvis betydelig gjennomslagskraft ved tolkingen av sentralbanklovens bestemmelser, inklusive § 22. Men som vi ser, er det en grense for hvor langt man kan gå. Det ville være illojalt overfor lovgiver om man i realiteten satte lovreglene til side ved å påberope seg reelle hensyn. Særlig gjelder dette for en lov som ikke er eldre enn ti år, og som ble til etter et omfattende lovforarbeid. Og når loven knesetter et klart skille mellom banker og andre finansinstitusjoner i forhold

til sentralbankens funksjon som bankenes bank, må sentralbanken respektere dette. Men poenget er, som man har forstått, at bokstavfortolkning av loven må unngås.

En sentral rettskildefaktor på de fleste rettsområder er rettferdighetsbetraktninger, som regnes som en selvstendig rettskildefaktor ved siden av de konsekvensorienterte vurderingene.³⁷ I forhold til sentralbankloven synes det imidlertid nokså fåfengt å argumentere med rettferdighet ved tolkingen. Reelle hensyn begrenser seg m.a.o. til pengepolitiske vurderinger.

Sammenfatning. Etter dette ser vi at *tolkingsresultatet* av sbl. § 22 etter omstendighetene kan fravike ordlyden, når alle relevante rettskildefaktorer tas i betraktning. For det første kan det hende at kredittbegrepet i bestemmelsen, som etter ordlyden omfatter alle former for kreditt, må fortolkes innskrenkende. Når vi godtar obligasjoner som sikkerhet for pengeoppkjøret fra fondsmeglerne side, er det akkurat det vi gjør. For det andre må det vel under gitte omstendigheter være forsvarlig å tolke uttrykket «i særlige tilfeller» utvidende, slik at banken får en videre kredittgivningskompetanse. Og for det tredje vil resultatet kunne bli, når man ser de to vilkårene under ett, at § 22 ikke kommer til anvendelse på forholdet overhodet. Etter mitt skjønn vil det være tilfellet hvis det blir snakk om å «smøre» betalingssystemene med kortsiktig kreditt.

Generelt kan man si at jo lenger unna man kommer de tilfeller lovgiverne først og fremst har tenkt på med § 22 – bestemmelsens «kjerneområde» – jo lenger kan man gå i retning av å la andre momenter få gjennomslagskraft. Er det snakk om å regulere likviditeten i penge-markedene, er hensynene bak sbl. § 21 om markedsoperasjoner et viktig tolkingsmoment. Det har vi sett når det gjelder bankens adgang til å handle med repoer og swapper. Og handlinger fra sentralbankens side som synes hensiktsmessige for å oppfylle bankens kjerneoppgaver, må bedømmes i lys av de generelle bestemmelsene i sbl. § 1, samt penge- og kredittpolitiske vurderinger.

Men som jeg allerede flere ganger har understreket: Det går en grense for hvor fritt

³⁷ Se *Eckhoff*, *Rettskildelære* s. 312-22 om de forskjellige typer vurderinger som regnes som reelle hensyn.

man kan stille seg i forhold til lovens ordlyd. Sentralbankloven står nå slik den står, og det er den vi primært må forholde oss til. Vi kan ikke legge så mye inn i generalbestemmelsene i § 1, at de i realiteten får derogatorisk kraft.³⁸ Og vi kan heller ikke si som så, at under det gjeldende markedsstyrte penge- og kredittpolitiske regimet må pengepolitiske vurderinger være det primære tolkingsmoment. Det ville være illojalt overfor lovgiver.

4 Vurdering

Drøftelsen foran har vist at reglene i sbl. § 22 ikke legger så stramme bånd på sentralbankens myndighet som man kan få inntrykk av ved å lese den isolert. Men bestemmelsens kategoriske ordlyd fører allikevel til at det hersker en del uklarhet om bankens adgang til å gi kreditt til andre enn banker. I verste fall vil den kunne føre til at banken anser seg avskåret fra å foreta handlinger som er ønskelige for at dens kjerneoppgaver skal ivaretas på en tilfredsstillende måte.

Etter mitt skjønn bør derfor sbl. § 22 slik den nå står, endres. Flere muligheter kan tenkes.

En mulighet er å oppheve hele bestemmelsen, og så la det bli opp til sentralbanken selv å avgjøre hvem som kan få kreditt, og på hvilke vilkår. I så fall blir de generelle bestemmelsene i sbl. § 1 samt legalitetsprinsippet de eneste begrensningene på bankens kompetanse. Men dette vil kanskje utsette sentralbanken for uønsket press i retning av utvidet kredittgivning.

Selv mener jeg at sentralbankloven bør legge visse begrensninger på bankens kompetanse. Som nevnt foran under avsnitt 2, ligger det to bærende hensyn bak reglene i § 22: Sentralbanken skal ikke konkurrere med det øvrige kredittvesen, og den skal ikke komme i kreditorposisjon overfor større deler av befolkningen. Og disse hensynene bør nok komme til uttrykk i loven. Så vidt jeg kan se, er det to måter å gjøre dette på, samtidig som dagens regler endres. Enten kan man oppheve § 22 og ta de nevnte hensynene inn i en for-

målsbestemmelse. Eller man kan presisere ordlyden i § 22 til f.eks. bare å gjelde det ørdinnære næringsliv, og formulere bestemmelsen slik at den ikke oppfattes antitetisk. Hvilken løsning som er mest hensiktsmessig, bør nok vurderes nærmere i forbindelse med evt. kommende endringer i sentralbankloven.

I det hele tatt synes det som om flere av sentralbanklovens bestemmelser er modne for revisjon, og det gjelder både personelle og materielle kompetanseregler. Dagens lovtekst bærer sterkt preg av at den ble utformet under et direktivstyrt pengepolitisk regime. Særlig gjelder dette reglene om kompetanseforholdet mellom sentralbanken og Kongen, men også flere av bestemmelsene om virkemiddelbruk virker foreldet, f.eks. regelen i § 19 annet ledd annet punktum om regulering av bankenes utlånsvirksomhet. Lovens todeling mellom penge- og kredittpolitikk og valutapolitikk synes også uhensiktsmessig i dagens markedsforhold. Det samme gjør forholdet mellom sentralbankloven og det øvrige penge-, kreditt- og valutapolitiske regelverk etter kredittloven og valutaloven. Vi får håpe på at storting og regjering snart vil si seg villig til å gå kritisk igjennom hele det pengepolitiske lovverk.

Oversikt over lover, dokumenter og litteratur, med forkortelser som er brukt i teksten

Lover og forskrifter:

Valutaloven: *Lov om valutaregulering av 14. juli 1950 nr. 10.*

Kredittloven: *Lov om adgang til regulering av penge- og kredittforholdene av 25. juni 1965 nr. 2.*

Forvaltningsloven (fvl.): *Lov om behandling-måten i forvaltningssaker av 10. feb. 1967.*

Sentralbankloven (sbl.): *Lov om Norges Bank og pengevesenet av 24. mai 1985 nr. 28.*

VPS-loven: *Lov om verdipapirsentral av 14. juni 1985 nr. 62.*

Postbankloven: *Lov 5. juni 1992 nr. 51 om bank som eies av staten ved Postverket.*

Låneforskriften: *Forskrift om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank av 17. aug. 1994 nr. 815.*

³⁸ At en bestemmelse har «derogatorisk kraft», betyr altså at bestemmelsen kan brukes til å fravike andre bestemmelser i loven.

Forarbeider og stortingsdokumenter:

- NOU 1983: 39: *Norges Offentlige Utreddninger 1983: 39 – Lov om Norges Bank og pengevesenet.*
- Ot. prp. nr. 25 (1984-85): *Odelstingsproposisjon nr. 25 for 1984-85 – Om lov om Norges Bank og pengevesenet.*
- Ot. prp. nr. 52 (1993-94): *Odelstingsproposisjon nr. 52 for 1993-94 – Om lov om endring i lov 5. juni 1992 nr. 51 om Norges Postbank og i visse andre lover.*
- Innst.O. nr. 76 (1993-94): *Innstilling frå finanskomiteen om lov om endringer i lov av 5. juni 1992 nr. 51 om Norges Postbank og i nokre andre lover.*
- St. prp. nr. 51 (1990-91): *Stortingsproposisjon nr. 51 for 1990-91 – Om kvoteøkning, sanksjonsmuligheter m.v. i Det internasjonale Valutafondet, og om Norges Banks samarbeid med andre sentralbanker.*
- St. prp. nr. 25 (1992-93): *Stortingsproposisjon nr. 25 for 1992-93 – Om fullmakt til å ta opp innanlandske og utanlandske statslån, og om Noregs Banks avtalar med andre lands sentralbankar.*

Litteratur:

- Christensen*, Nationalbanken og forvaltningsret: Bent Christensen, *Nationalbanken og forvaltningsret* (København 1985).
- Christiansen*, Norsk pengerett: Per Christiansen, *Norsk pengerett – En fremstilling av de offentligrettslige regler om penger og pengesystemet* (Oslo 1987).
- Eckhoff*, Forvaltningsrett: Torstein Eckhoff, *Forvaltningsrett* (5. utg. v. Eivind Smith, Oslo 1994).
- Eckhoff*, Rettskildelære: *Torstein Eckhoff, Rettskildelære* (3. utg., Oslo 1993).

- Eckhoff/Sundby*, Rettssystemer: Torstein Eckhoff/Nils Kristian Sundby, *Rettssystemer – Systemteoretisk innføring i rettsfilosofien* (2. reviderte utg. v. Torstein Eckhoff, Oslo 1991).
- Eng*, TfR 1990: Svein Eng, Begrepene «kompetanse» og «gyldighet» i juridisk argumentasjon (*Tidsskrift for Rettsvitenskap* 1990 s. 625-71).
- Frihagen*, Forvaltningsrett II, Arvid Frihagen, *Forvaltningsrett bd. II* (5. utg., Bergen 1992).
- Smith*, Bankrett og statsstyre: Carsten Smith, *Bankrett og statsstyre* (Oslo 1980).
- Smith*, JV 1978: Eivind Smith, Om fordeling av økonomiske goder i forvaltningsretten (*Jussens Venner* 1978 s. 115-46).
- Syrstad*, Sentralbankkreditt: Helge Syrstad, Sentralbankkreditt til bankene og politisk styring av sentralbanken – Sentralbankens forvaltningsrettslige stilling belyst ved dens kreditt til bankene, *Institutt for offentlig retts skriftserie nr. 3/1995* (Universitetet i Oslo).
- Tjaum*, Valutaterminkontrakten: Arne Tjaum, Valutaterminkontrakten – En rettslig analyse, særlig av kontraktens stilling i konkurs. *Det nye pengesamfunnet, Research on Banking, Capital and Society, Rapport nr. 9* (Norges råd for anvendt samfunnsforskning – Oslo 1990).
- Tjaum*, Valuta- og renteswapper: Arne Tjaum, Valuta- og renteswapper. *Det nye pengesamfunnet, Research on Banking, Capital and Society, Rapport nr. 19* (Norges råd for anvendt samfunnsforskning – Oslo 1991).
- Ørebech*, TfR 1983: Peter Ørebech, Treffer statsbankene enkeltvedtak? Et alment problem søkt belyst med Statens Fiskarbank som eksempel (*Tidsskrift for Rettsvitenskap* 1983 s. 248-77).

Strukturendringer i norske finansmarkeder 1989-1994

*Assisterende direktør Gunnvald Grønvik og konsulent Cecilie Rom,
Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank*

Norske finansmarkeder har vært preget av store endringer de siste årene. Her blir enkelte trekk ved strukturutvikling og konkurranseforhold kommentert. Det tas utgangspunkt i hvordan husholdningers og foretaks porteføljer er endret, og markedsandelene til de ulike finansinstitusjonene vises. Den mest markerte endringen i publikums portefølje er den betydelige økningen i egenkapitalfinansiering i foretakssektoren, mens den mest markerte endringen i konkurransen mellom finansinstitusjonene er halveringen av kredittforetakenes utlån. Konsentrasjonen i det norske bankmarkedet er økt, men økningen har vært vesentlig mer markert i de øvrige nordiske land.

Innledning

De siste årene har norske finansmarkeder gjennomlevd dramatiske begivenheter. De er både knyttet til betydelige endringer i rammebetingelsene og til makroøkonomiske begivenheter som stort sett er uavhengige av disse endringene. Slike begivenheter kan endre vilkårene for real- og finanssparing, og konkurranseforholdene mellom ulike segmenter av finansmarkedene. I denne artikkelen skal vi først nevne noen begivenheter som kan ha påvirket strukturen i finansmarkedene, og deretter belyse noen trekk ved strukturutviklingen i markedene den siste femårsperioden. Vi vil i stor grad bruke data fra databasen FINDATR¹. Denne databasen er bygd opp for å gi en samlet oversikt over fordringsforhold mellom ulike institusjonelle sektorer. Dette gir gode muligheter til å studere enkelte aspekter ved strukturutviklingen, mens andre aspekter ikke kan avdekkes. Vi vil kommentere begrensningene datagrunnlaget setter, og når det er mulig vil vi supplere framstillinga med andre data.

Når en skal studere strukturendringer i norske finansmarkeder er valget av startpunkt av stor betydning. Her vil vi starte i 1989, og de viktigste makroøkonomiske begivenhetene som påvirket strukturutviklinga forut for og gjennom perioden som studeres her, er dereguleringa av finansmarkedene og bankkrisa.

¹ Databasen FINDATR inneholder kvartalsvise finansielle sektorbalanser. Den er beskrevet nærmere i Grønvik, Gulbrandsen og Larsen (1990) og Hvidsten og Larsen (1993).

Dereguleringa skjedde i flere etapper fra omkring 1980 til 1990. Den startet i 1980 med ny regulering av bankenes valutavirksomhet og framlegging av renteutvalgets innstilling (NOU 1980:4), og ble fullført gjennom avvikling av de siste reguleringene av publikums valutahandel i 1990. Dereguleringa er drøftet nærmere blant annet i Vale (1995) og Grønvik (1994).

Bankkrisa startet i 1989 og kulminerte i 1992. Den har sammenheng med dereguleringa i årene forut, fordi dereguleringa også bidro til en endring i bankenes atferd. I kampen om markedsandeler i det liberaliserte markedet ble det ytt lån uten forsvarlig sikkerhet. Dette svekket kvaliteten i bankenes balanse, og når nedgangskonjunktura inntrådte mot slutten av 80-tallet samtidig som det var lav egenkapital i bankene, ble bankkrisa utløst. Nå er bankkrisa et tilbakelagt stadium, men for å overvinne krisa har bankene gjennomført en betydelig kostnadsreduksjon, og de har også redusert balansene. Bankkrisa er analysert nærmere av bankkriseutvalget (NOU 1992:30).

Det var altså en særlig sterk vekst i norske finansinstitusjoners balanse i tida fra hovedtyngden av liberaliseringa var gjennomført midt på åttitallet fram til perioden vi ser på her. Det er derfor ikke opplagt at startpunktet for sammenlikningene kan sies å representere en «normal» situasjon. Men et startpunkt like før bankkrisa manifesterte seg for alvor, skul-

le være velegnet til å belyse om det har funnet sted strukturendringer av betydning fra bankkrisas start til utgangen av 1994, da bankkrisa definitivt var over.

Begivenheter i finansmarkedene

Finanslovgivningen har i løpet av de siste fem årene blitt endret på flere viktige områder. I tillegg til de lovendringer som ble nødvendige på grunn av bankkrisa, har lovendringene tatt sikte på å sikre effektiv og likeverdig konkurranse i finansmarkedene. Det har ført til harmonisering av lover på tvers av tradisjonelle institusjonsskille i finansmarkedet. Lovene er også modernisert for å åpne for finanskonsern, og for å åpne for konkurransen med institusjoner fra andre EØS-land. Disse institusjonene vil kunne drive sin virksomhet i Norge i samsvar med regler fra sine hjemland, og et viktig hensyn ved regelverksreformen som EØS-avtalen førte til, har vært å sørge for at norske institusjoner ikke blir stilt overfor svakt begrunnede særnorske regler som kan svekke dem i den internasjonale konkurransen.

Gjennom lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner fra 1988 og samtidige endringer i forretningsbank- og sparebanklovene og ny lov om forsikringsvirksomhet ble rammevilkårene for aktørene på finansmarkedet samordnet på en rekke felter. Det gjaldt både regler for å sikre soliditeten i finansinstitusjonene og regler for å begrense eierandeler og stemmerett i finansinstitusjonene. I 1990 ble det gitt lovregler for omdanning av finansinstitusjoner til aksjeselskaper, og kapitaldekningsreglene og grensene for enkeltkundeengasjement ble endret. Det ble også gjort endringer i styringsstrukturen i forretningsbankene og finansieringsforetakene.

I 1991 ble Statens Banksikringsfond og Statens Bankinvesteringsfond opprettet som en del av bankkrisetiltakene.² Samme år ble det tillatt å danne finanskonsern. Det kunne gi en mer effektiv utnyttelse av finansinstitusjonenes distribusjonsnett og dermed lavere kostnader. Loven sikrer at det ikke skjer overføringer mellom kunder i konsernet ved at ulike virksomheter skal holdes i adskilte selskaper, og at transaksjoner mellom selskapene i kon-

² Oppgavene til disse institusjonene er nærmere drøftet av Wilse (1995).

sernet skal skje til forretningsmessige prinsipper. For å forhindre omgåelser er det krav om konsolidering av selskapene ved beregning av kapitalkrav m.v. Loven tillater banker å eie forsikringsselskaper - og omvendt - i blandede finanskonsern, som kan utnytte anlegg, personale og kunnskap bedre. Ved å få adgang til å levere et videre produktspekter vil finanskonsernene kunne utnytte eventuelle breddefordeler. Ved utgangen av 1994 var det i alt tre blandede konsern i Norge, to bankkonsern og ett forsikringskonsern.

Det ble etter hvert gjennomført omfattende lovendringer som tilpasning til EØS-avtalen. Fra januar 1994 har EØS-kredittinstitusjoner hatt adgang til å yte tjenester fra hjemlandet og etablere seg med filial i Norge, og samtidig ble de særlige begrensningene på utenlandske eierandeler og stemmerett opphevet. Fra 1 januar 1995 er de to postbankene, Norges Postbank og Postgiro, fusjonert til Postbanken etter at Norges Postbank allerede i to år hadde vært underlagt vanlig bankregulering med tilsyn fra Kredittilsynet.

Blant regelendringene som ventes i nær framtid, er vedtak av en rekke forskrifter for å gjennomføre EØS-regimet for forsikring. Lovverket for fondsmegling ventes modernisert slik at institusjonene friere kan ta opp en rekke virksomhetsområder samtidig som det kreves at kapitalen må stå i forhold til risikoen institusjonen utsetter seg for. Fondsmegling, eller yting av investeringstjenester, vil fra januar 1996 også inngå i et felles EØS-konkurransområde, og de foreslåtte lovendringene vil oppfylle forpliktelsene Norge har på dette området. For banker og fondsmeglere skal det gjelde felles EØS-regler for kapitaldekning fra 1 januar 1996, og forskriften som innfører reglene om kapitaldekning for markedsrisiko på valuta- og handelsporteføljen av verdipapirer har nylig vært på høring.

Av regelverksendringene i perioden fra 1989 er den økte adgangen til internasjonal konkurranse den viktigste. Den er viktig ikke bare fordi internasjonale institusjoner kan konkurrere i Norge, men også fordi norske institusjoner har endret sin strategiske atferd for å møte konkurransen. I perioden har det blant annet vokst fram finanskonsern både med utgangspunkt i de største bankene og forsikringsselskapene. I finansmarkedene vil all-

tid bankene spille en nøkkelrolle på grunn av det store volumet i innskudd, utlån og betalingsstransaksjoner som går gjennom banksystemene. Dessuten har livsforsikringselskaperne en betydelig rolle som formuesforvaltere.

Banksektoren domineres i dag av Postbanken, to landsdekkende forretningsbanker, en landsdekkende sparebank og flere store regionale sparebanker. I tillegg kommer en gruppe mellomstore og til dels spesialiserte forretningsbanker og en stor gruppe mindre sparebanker. EØS-avtalen åpnet for økt konkurranse ved at kredittinstitusjoner i EØS kunne etablere filialer i Norge fra 1994. Sommeren 1995 er det sju slike filialer, men det er bare tre som vil konkurrere på et fullt spektrum av banktjenester rettet mot husholdninger og bedrifter. Også i forsikringsmarkedet har det vært konsentrasjon, og det er nå fire store og en rekke mindre livselskaper. De konkurrerer også med bankene om forvaltning av husholdningenes finansinvesteringer. Innen livsforsikring er den internasjonale konkurransen begrenset, mens innen skadeforsikring er det betydelig utenlandsk konkurranse. Også innen skadeforsikring er det fire store innenlandske tilbydere. Kredittforetakene har nesten opphørt å eksistere som sjølstendig sektor. Et stort selskap er omdannet til bank, de tre store bankene har betydelige kredittforetak innen sine konsern, og det foreligger søknad fra CBK om å overta det siste store sjølstendige kredittforetaket.

Husholdninger og bedrifter kan også plassere i verdipapirmarkedet, enten direkte eller via verdipapirfond, og internasjonalt har plasseringer i verdipapirmarkedene vært det raskest voksende plasseringsalternativet.

Vi skal her vise hvordan husholdningenes og foretakenes portefølje har vært sammensatt i perioden. Vi skal bryte fordringer og gjeld ned på kontraktspart og finansobjekt. Dette vil illustrere strukturendringer mellom markeder. Deretter skal vi ta for oss markedene for innskudd og utlån og vise hvordan fordelingen mellom tilbydersektorer er endret, og vi skal også kommentere hvor konsentrerte bankmarkedene er. Et aspekt ved strukturendringene som ikke kan belyses ved bruk av FINDATR, er betydningen av konkurransen fra filialer av utenlandske finansinstitusjoner.

Det skyldes at filialene, som gir fulle statistiske oppgaver til norske myndigheter, ikke skiller ut fra de norske bankene i statistikken.

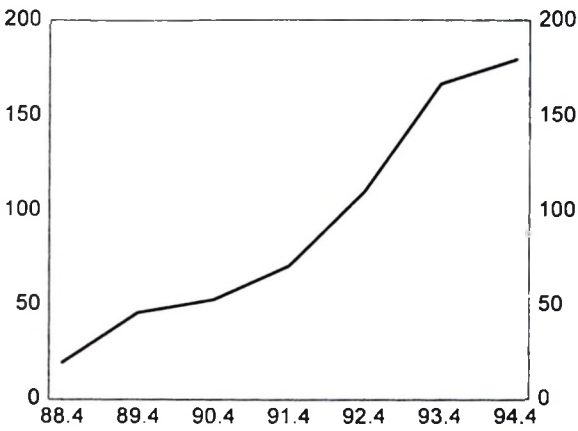
Husholdningenes og foretakenes portefølje

Figur 1a viser at husholdningenes netto finansformue er økt fra 19,4 mrd kroner ved inngangen til 1989 til 179,5 mrd kroner ved utgangen av 1994. Dette er for øvrig laveste og høyeste verdi for husholdningenes netto finansformue i hele perioden FINDATR har data (dvs fra 1975). Bak denne utviklingen viser figur 1b at husholdningenes brutto gjeld har ligget nærmest stille med en vekst fra 530,3 til 569,5 mrd kroner, mens brutto fordringer har hatt en forholdsvis jevn vekst fra 549,7 til 749,0 mrd kroner i perioden. Bryter vi brutto fordringer ned på kontraktspart, viser figur 1c en vekst i kravene på «andre kredittinstitusjoner»³ (stort sett forsikring) på over 60 prosent fra inngangen til 1989 til utgangen av 1994, mens kravene på forretnings- og sparebanker bare er økt med drøyt 12 prosent i perioden. Figur 1d viser at det har vært en vridning i brutto gjeld fra «andre kredittinstitusjoner» (som i denne sammenheng er forsikring, kredittforetak og finansieringsselskaper) til statlige og private banker. Husholdningenes gjeld til postbankene er tredoblet, til øvrige statsbanker er den økt med drøyt 20 prosent og til forretnings- og sparebankene med snaut tjue prosent. Samtidig er gjelda til «andre kredittinstitusjoner» redusert med om lag 25 prosent i perioden. Sammensetningen av brutto fordringer på objekter i figur 1e viser at spesielt forsikringskrav, men også aksjer og andeler i fond har hatt en økende markedsandel, mens markedandelen for bankinnskudd og direkte eie av obligasjoner er sunket fra 43 til 38 prosent i perioden. Figurpanel 1 avsluttes med figur 1f, som viser at husholdningenes gjeld fortsatt er helt dominert av utlån.

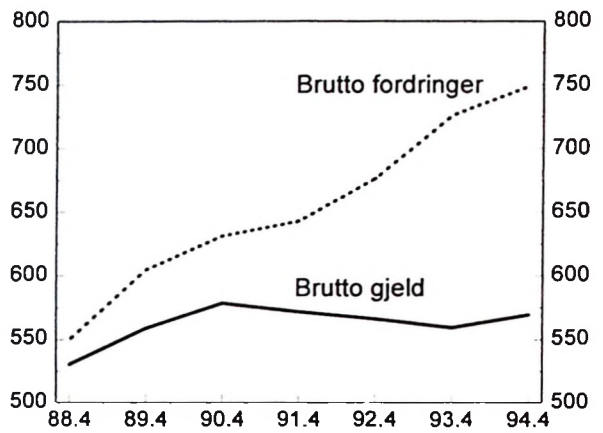
³ I kredittmarkedsstatistikken er «andre kredittinstitusjoner» en samlebetegnelse på livsforsikring og pensjonskasser, skadeforsikring, kredittforetak og finansieringsselskaper. I finanslovgivningen brukes finansinstitusjoner om disse institusjonene og banker, og i EØS-regelverket er kredittinstitusjon et noe videre begrep enn banker. I omtalen av figurene brukes «andre kredittinstitusjoner» som i offisiell statistikk.

Figur 1. Husholdningssektorens fordringer og gjeld. Milliarder kroner

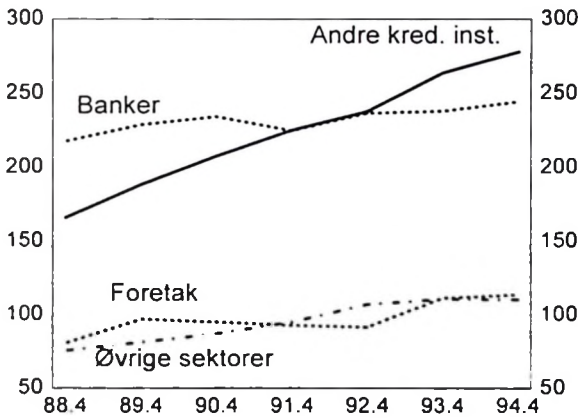
a. Netto finansformue



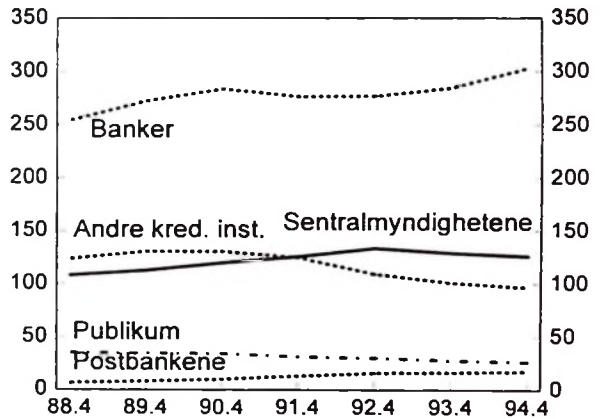
b. Brutto gjeld og brutto fordringer



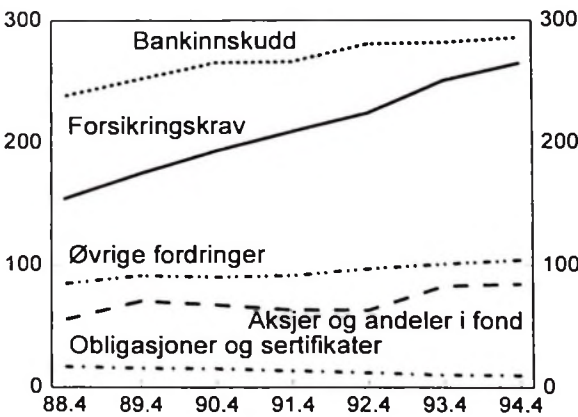
c. Brutto fordringer (ekskl. interne) fordelt på sektor



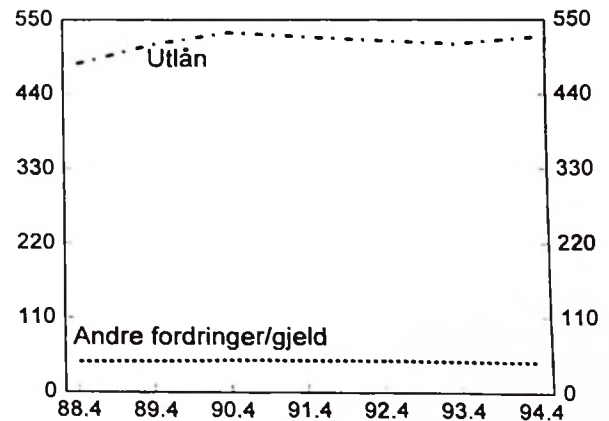
d. Brutto gjeld (ekskl. intern) fordelt på sektor



e. Brutto fordringer fordelt på objekt

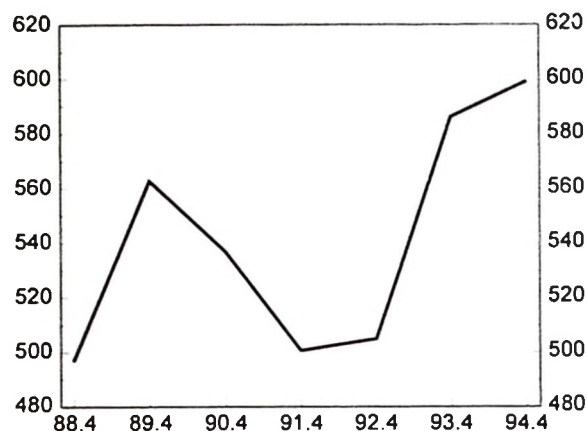


f. Brutto gjeld fordelt på objekt

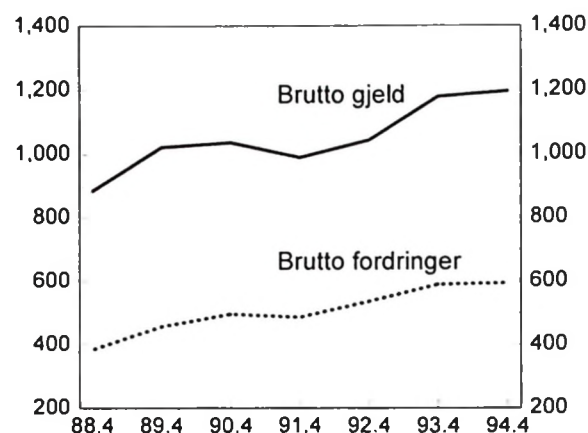


Figur 2. Foretakssektorens fordringer og gjeld

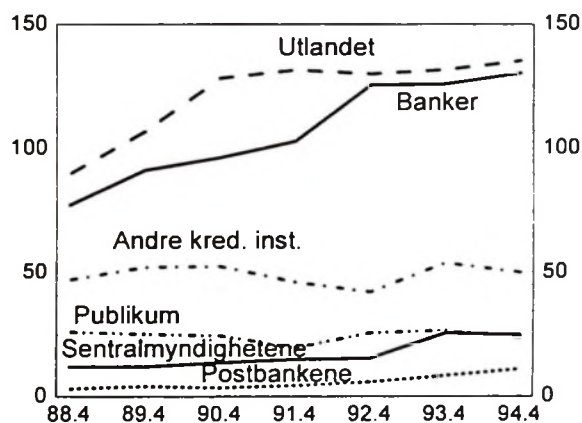
a. Netto gjeld



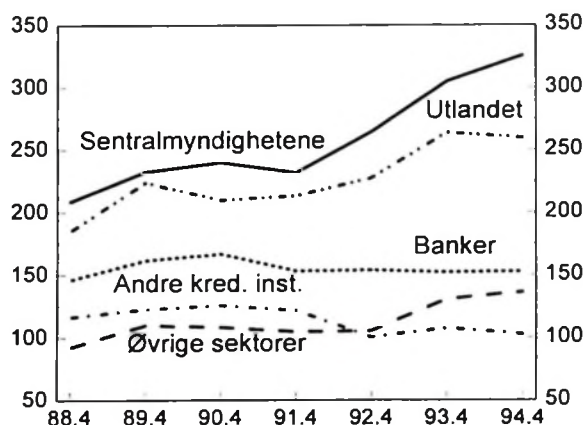
b. Brutto gjeld og brutto fordringer



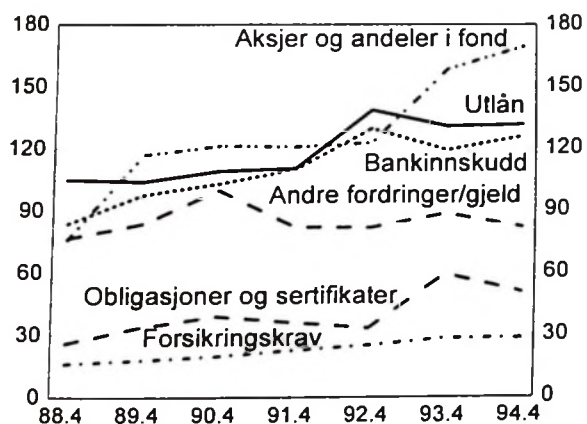
c. Brutto fordringer (ekskl. interne) fordelt på sektor



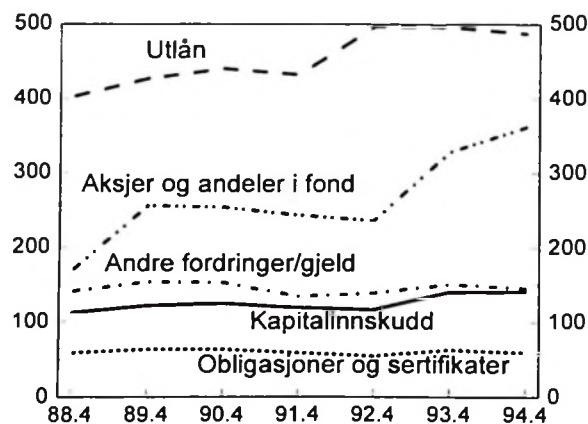
d. Brutto gjeld (ekskl. intern) fordelt på sektor



e. Brutto fordringer fordelt på objekt



f. Brutto gjeld fordelt på objekt



Figurpanel 2 inneholder de samme figurene for foretakssektoren, og her er det i figur 2a særlig grunn til å merke seg at netto gjeld var tilbake på samme nominelle nivå ved utgangen av 1992 som ved inngangen til 1989 da den var 497,1 mrd kroner. Gjennom 1993 og 1994 har nettogjelda økt til 599 mrd kroner samtidig som realinvesteringene har økt. Det er imidlertid grunn til å merke seg at aksjekapitalen i FINDATR føres som en gjeldspost, men det er i realiteten egenkapital i foretakene det er snakk om. Aksjekapitalen er økt sterkt: fra 164,8 til 325,5 mrd kroner fra 1989 til 1994. Korrigerer en for dette er foretakssektorens netto finansielle gjeld redusert med om lag 100 mrd kroner i denne perioden. Figur 2b viser at foretakenes brutto gjeld økte gjennom 1989, for så å endre seg lite til utgangen av 1992 da brutto gjeld igjen økte. Brutto fordringer har økt betydelig gjennom perioden. Figur 2c viser at det er brutto fordringer på bankene som har økt særlig sterkt, mens figur 2d viser foretakenes brutto gjeld fordelt på sektor. Her har både banker og «andre kredittinstitusjoner» redusert sin andel, mens utlandet har økt sin andel marginalt. Utlandets andel av foretakenes brutto gjeld er fortsatt betydelig lavere enn den var fram til tidlig på åtti-tallet. Sammensetningen av brutto fordringer på objekter i figur 2e viser at ulike former for verdipapir har hatt en økende markedsandel på bekostning av utlån og andre fordringer. Markedsverdien av plasseringene i verdipapirfond ble mer enn tredoblet fra 1992 til 1994. Plasseringer direkte i obligasjoner og sertifikater er nesten fordoblet i perioden, og det aller meste av veksten skjedde fra 1992 til 1993. Det er grunn til å påpeke at en stor del av denne verdiveksten ikke skyldes nye plasseringer, men er et resultat av det store rentefallet gjennom 1993. Figur 2f viser slik det ble påpekt over, at foretakenes aksjegyld har økt betydelig på bekostning av andre former for finansiering.

For publikumssektoren under ett har perioden vært preget av finansiell konsolidering ved at netto gjeld er stort sett uendret, mens finansielle aktiva har økt. En viktig årsak til denne finansielle konsolideringen er økningen i realrente etter skatt som følge av redusert inflasjon og skattereformen. Når det gjelder objektsfordelingen av publikums aktiva, er

det mest markante trekk at plasseringer gjennom forsikringskrav og i verdipapirmarkedet, særlig gjennom verdipapirfond, har økt på bekostning av bankinnskudd og utlån. Finansinvesteringer gjennom verdipapirfond har økt med over 240 prosent i hele perioden. Til tross for nedskrivningen av bankaksjer i 1991 og 1993 har plasseringer i børsnoterte aksjer økt med om lag 65 prosent i perioden sett under ett. Plasseringer i grunnfondsbevis, andeler i verdipapirfond og i ikke-børsnoterte aksjer er økt enda kraftigere slik at publikums samlede eie av aksjer og andeler er nær fordoblet i perioden. Når det gjelder finansiering av publikumssektoren, er det mest markante trekket at egenkapitalen (aksjekapitalen) i foretakssektoren er økt på bekostning av fremmedkapital.

Konkurransen i enkelte markeder

Bankinnskudd

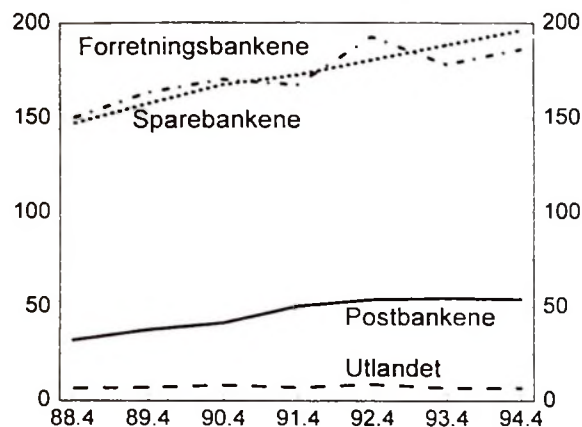
Figur 3a viser publikums (husholdninger, foretak og kommuner) plasseringer i bankinnskudd i forretnings- og sparebanker, postbankene og utlandet. Innskudd i forretningsbankene har variert, men er alt i alt noe økt, mens sparebankene har hatt en stabil innskuddsvekst i perioden. Forretningsbankene har mer enn 42 prosent av det totale innskuddsmarkedet og sparebankene har 44 prosent ved utgangen av 1994. Sparebankene har økt sin markedsandel med ca. 0,5 prosentpoeng, mens forretningsbankene har tapt om lag 3 prosentpoeng. Ved utgangen av 1994 hadde postbankene ca. 12 prosent av det totale innskuddsmarkedet, en økning med 3 prosentpoeng fra starten av 1989. Bankinnskudd i utlandet utgjorde ved slutten av perioden ca. 1,5 prosent av det totale innskuddsmarkedet, en reduksjon på ca. 0,5 prosentpoeng i perioden.⁴ Endringene i markedsandeler mellom innenlandske institusjoner kan ha sammenheng med tillit etter bankkrise; postbankene har statsgaranti og ble neppe rammet av tillitssvikt, mens sparebankene ble mindre rammet av bankkrise enn forretningsbankene.

Figur 3b viser innskudd fra publikum som prosent av forvaltningskapitalen. For forretningsbankene utgjør innskuddene fra publi-

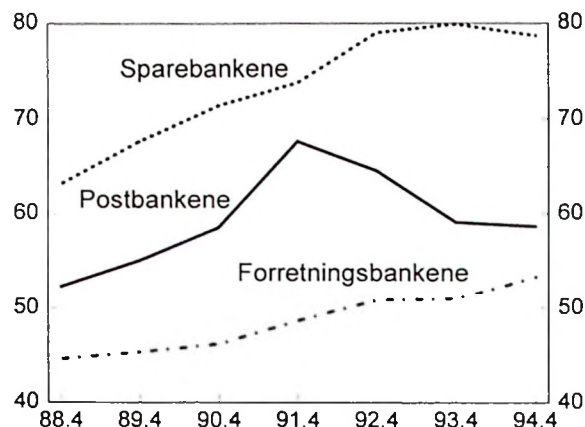
⁴ Innskudd i utenlandskeide banker og bankfilialer inngår ikke i disse tallene.

Figur 3. Publikums bankinnskudd

a. Innskudd i milliarder kroner



b. Innskudd i prosent av forvaltningskapitalen



kum om lag 53 prosent i 1994, en økning fra 45 prosent ved inngangen til 1989. I sparebankene øker innskudd i prosent av samlet forvaltningskapital fra 63 prosent i begynnelsen av perioden til 79 prosent ved utgangen av 1994. I postbankene utgjorde innskudd fra publikum om lag 59 prosent av forvaltningskapitalen ved utgangen av 1994. Andelen publikumsinnskudd i postbankene økte sterkt fram til utgangen av 1991 på grunn av effektivisering av den statlige økonomiforvaltning som ga mindre statlige innskudd. Etter dette er andelen redusert fordi andre innlånskilder har økt raskere enn innskudd fra publikum.⁵

Et viktig trekk ved konkurransen i finansmarkedene i mange land har vært at det utvikles substitutter som kan fylle tilnærmet samme funksjon som tradisjonelle produkter. I mange land erstattes bankinnskudd av andeler i verdipapirfond. Spor av en slik utvikling finnes også i Norge, og utestående andeler i verdipapirfond har økt med 740 prosent i perioden. Andeler i verdipapirfond utgjør ved slutten av perioden ca. 2 prosent av publikums totale finansielle aktiva. Bankinnskudd er i perioden sunket fra 34 til 31 prosent. I forhold til den internasjonale utvikling har verdipapirfond vist en svakere utvikling i Norge.

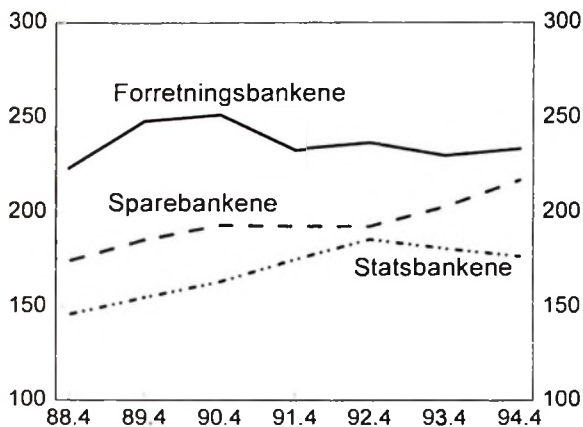
5 Innskudd i alt utgjør over nitti prosent av forvaltningskapitalen i postbankene. Innskudd fra statlige sektorer i forbindelse med inn- og utbetalinger over postgiro utgjør dermed om lag 30 prosent av forvaltningskapitalen.

Utlån

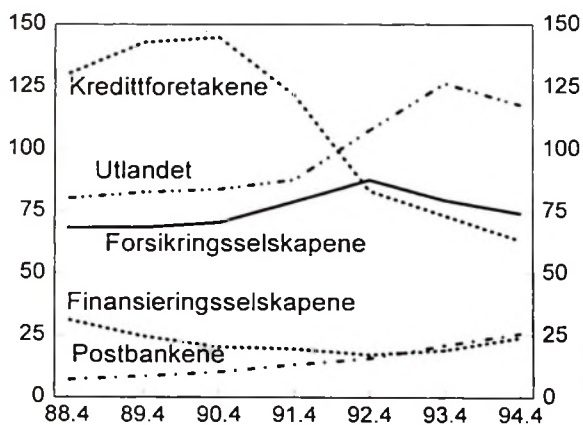
Figur 4a viser publikums (husholdninger, foretak og kommuner) lån fra de største tilbydersektorene. Forretningsbankene har ikke hatt særlig endring i totalt utlånsvolum i perioden sett under ett. Reelt sett har det vært en nedgang ettersom totalen inkluderer vekst som følge av reklassifisering av lån da et kreditforetak ble omdannet til forretningsbank i 1992. Dette økte nivået på forretningsbankenes totale utlån med 5 prosent i 1992. Likevel er forretningsbankenes andel av publikums lån redusert med nesten 2 prosentpoeng i perioden. Sparebankenes utlån har økt gjennom perioden, og markedsandelen er økt med 1,5 prosentpoeng. Statsbankene hadde jevn utlånsvækst til utgangen av 1992, men volumet ble noe redusert gjennom 1993 og 1994 da markedsrentene falt under rentenivået i statsbankene. Statsbankenes markedsandel har vært forholdsvis stabil på 15-17 prosent. I 1994 hadde husholdningene ca. 50 prosent, foretakene ca. 25 prosent og kommuneforvaltningen ca. 20 prosent av utlånene fra statsbankene. Statsbankene yter lån til ulike prioriterte formål, og spesielt Statens lånekasse for utdanning, som ved utgangen av 1994 står for om lag 26 prosent av statsbankenes utlån, yter ikke lån i konkurranse med andre långivere. Kreditforetakenes utlån er redusert til mindre enn halvparten i perioden. Etter en liten

Figur 4. Publikums lån

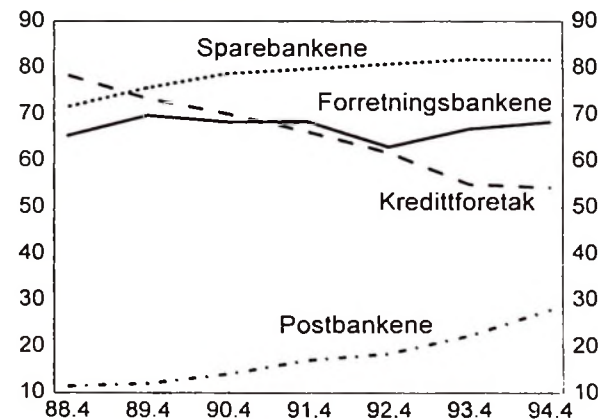
a. Lån fra de største tilbydersektorene. Milliarder kroner



b. Lån fra de minste tilbydersektorene. Milliarder kroner



c. Utlån til publikum i prosent av forvaltningskapitalen



reduksjon i 1991 kom en stor nedgang i 1992 som følge av reklassifiseringen omtalt over, og i forbindelser med oppkjøp og omstruktureringer har utlån blitt reklassifisert fra kredittforetak til banker også etter dette. Utlånsvolumet har fortsatt å synke, og ved utgangen av 1994 har kredittforetakene om lag 6 prosent av lånemarkedet til publikum.

Figur 4b viser publikums lån fra de minste tilbydersektorene. Utlånsvolumet i forsikringsselskapene økte fram til utgangen av 1992, men falt deretter tilbake til omtrent samme nominelle nivå ved utgangen av 1994 som ved inngangen til 1990. Markedsandelen har vært stabilt 7 prosent gjennom hele perioden. Etterspørselen etter utlån fra finansieringsselskapene er sterkt konjunkturavhengig, og utlån sank fra begynnelsen av 1989 til utgangen av 1992, mens det var vekst i 1993 og 1994. Finansieringsselskapene hadde en markedsandel på 2 prosent ved utgangen av 1994. Postbankene har hatt en jevn vekst i utlånsvolumet fram til utgangen av 1992, og i 1993 var veksten på over 33 prosent i forhold til 1992. Veksten var på 260 prosent for hele perioden. Utlånene fra postbankene har tradisjonelt gått vesentlig til statskassen. Dette er i ferd med å endres som følge av de nye rammebetingelser Norges Postbank fikk i 1993. Andelen av postbankenes lån som går til publikum, er økt fra 18 til 40 prosent i perioden, og markedsandelen var ca. 2 prosent i 1994. Utlandet har i perioden hatt en vekst i utlånsvolumet på om lag 47 prosent og markedsandelen er økt med om lag 2,5 prosentpoeng til 10 prosent.

Figur 4c viser utlån til publikum som andel av forvaltningskapitalen til de finansielle sektorene. Forretningsbankene har fra 1989 til 1994 økt utlån som andel av forvaltningskapitalen med 3 prosentpoeng til 68 prosent ved utgangen av 1994. Hele økningen skjedde i 1989. Den sank igjen i 1992, men steg deretter resten av perioden. Sparebankene har økt utlån som andel av forvaltningskapitalen jevnt, fra 72 prosent ved inngangen til 82 prosent ved slutten av perioden. Kredittforetakene har redusert utlånsandelen med 12 prosentpoeng fra 1989 til 1994, mens andelen er økt fra 12 til 28 prosent i postbankene i perioden.

Konsentrasjon

En vanlig måte å måle konsentrasjon på er å se på andelen et bestemt antall av de største aktørene har av totalmarkedet. For å kunne vurdere om konsentrasjonen i Norge er stor, sammenliknes markedsandelene i Norge med andelene i andre nordiske land. Markedsandelene de tre største bankene har av det innenlandske bankmarkedet i fire nordiske land er vist for utlån til publikum i figur 5a og for innskudd til publikum i figur 5b og tall for hvert annet år er gjengitt i tabell 1.

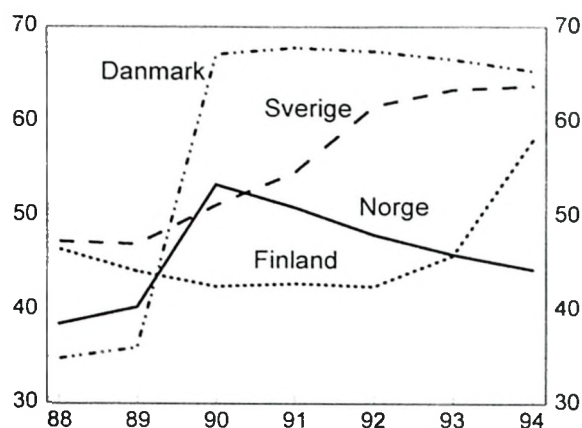
Figur 5a viser altså markedsandelen de tre største bankene har av bankenes utlån til publikum. I Norge økte de store bankenes markedsandel fra 38 prosent til 53 prosent gjennom 1990. Fra 1989 til 1990 var det en sterk økning i konsentrasjonen på grunn av fusjonen mellom Den norske Creditbank og Bergen Bank til Den norske Bank. Denne fusjonen innebar at også Sparebanken NOR, som ble etablert seinere samme år gjennom en fusjon mellom Sparebanken ABC og flere større sparebanker på Østlandet, kom med blant de største bankene. Etter 1990 har markedsandelen til de store bankene sunket til 44 prosent på tross av overføringer av utlånsporteføljer fra kredittforetak til bank som isolert sett har bidratt til å øke markedsandelene. De tre største bankenes markedsandel av næringsutlån er atskillig høyere enn andelen i personutlån. Dette reflekterer at sparebankene, og spesielt de små og lokale sparebankene, tradisjonelt har flest kunder i personmarkedet. Postbankens økte utlånsvirksomhet reduserer også markedsandelen til de største bankene.

Figur 5b viser de tre største bankenes markedsandel i markedet for bankinnskudd fra publikum. På grunn av fusjonene i 1990 økte andelen fra 29 prosent til nesten 42 prosent dette året, og den har etter det holdt seg på dette nivået. Ettersom Postbanken gjennom fusjonen med Postgiro i 1995 fikk mer bankinnskudd enn Sparebanken NOR, vil Postbanken erstatte Sparebanken NOR som den tredje største innskuddsbanken ved starten av 1995.

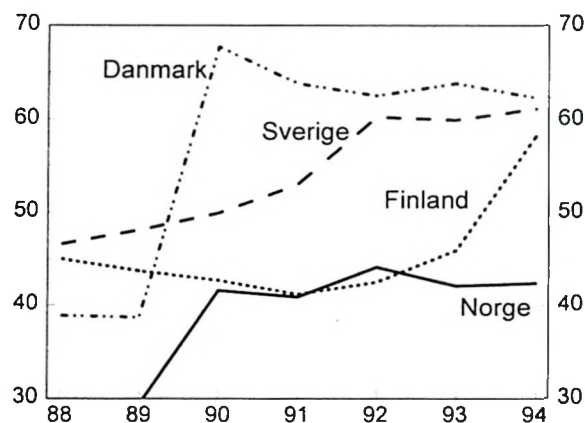
I Norge økte konsentrasjonen i bankmarkedene i forbindelse med de store bankfusjonene i 1990 og gjennom låneoverføringen fra kredittforetak, men utenom dette har storban-

Figur 5. De tre største bankenes markedsandeler i fire nordiske land. Prosent

a. Utlån til publikum



b. Innskudd fra publikum



Tabell 1. De tre største bankenes markedsandel i fire nordiske land. Utlån til og innskudd fra publikum. Prosent av bankmarkedet (inkl. postbanker).

	Utlån				Innskudd			
	1988	1990	1992	1994	1988	1990	1992	1994
Norge	38,5	53,3	48,0	44,3	28,8	41,6	44,1	42,4
Danmark ¹	34,8	67,1	67,4	65,3	38,9	67,7	62,5	62,3
Finland	46,5	42,5	42,5	58,0	45,0	42,7	42,5	58,2
Sverige	47,3	51,1	61,6	63,7	46,6	49,9	60,2	61,1

¹ Utlån og innskudd i alt. Ekskl. andelsbanker.

Kilde: Norges Bank, Finanstilsynet i Danmark, Finlands Bank og Sveriges Riksbank.

kene ikke klart å opprettholde markedsandelene. Dette har delvis sammenheng med vilkårene for bankstøtten etter bankkrisa, men det er en tendens til at de store bankene taper markedsandeler i år uten fusjoner også i de andre nordiske land. Sammenlikningen viser at konsentrasjonen både for innskudd og utlån er minst i Norge. Spesielt i Sverige og Danmark ytes mye lån blant annet til boligfinansiering av kredittforetak, og det er grunn til å anta at konkurransen i totalmarkedet er mindre enn i bankmarkedet. I Finland har de to største forretningsbankene fusjonert i 1995, og målt som her vil konsentrasjonen dermed øke ytterligere i Finland.

Konkurransen fra utlandet

Konkurransen mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner er i perioden blitt påvirket av opphevingen av valutareguleringen (1990), bankkrisa (1990 - 1993), muligheten til å etablere finanskonsern (1991) og dessuten av den teknologiske utviklingen, kanskje særlig innen betalingsformidling. I tillegg er det som følge av tilpasningen til EØS-regelverket lempet på en rekke av restriksjonene som hindret konkurranse fra utlandet.

Det er derfor av betydelig interesse å finne fram til mål på konkurransen mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner. Temaet er stort, og det er vanskelig å finne gode mål på denne konkurransen, og her vil vi derfor bare komme med enkelte generelle observasjoner.

Tradisjonelt har norske storbedrifter, redier og eksportorienterte bedrifter i stor grad gjort bruk av utenlandske finansinstitusjoner og finansmarkeder. Disse bedriftene hadde vide fullmakter til å låne i utlandet også under valutareguleringen. Kredittsystemet i Norge var på det tidspunktet preget av sterke kvantitative begrensninger. Bedrifter som fikk adgang til de internasjonale markedene, utnyttet mulighetene slik at publikums låneopptak i utlandet var betydelig også i perioden før valutareguleringen ble opphevet. Den innenlandske kredittliberaliseringa medførte at norske finansinstitusjoner fritt kunne konkurrere om å yte lån til slike bedrifter, og representerte dermed bedre konkurransevilkår. I perioden etter liberaliseringa tapte utlandet markedsan-

deler for lån til publikum i Norge. Denne perioden ble avsluttet med bankkrisa, og som nevnt var vilkårene for bankstøtten slik at utenlandske finansinstitusjoner igjen kunne vinne markedsandeler. Den perioden er nå over, og det er for tidlig å si hvordan dette vil slå ut i markedsandeler. Det vil for øvrig kunne by på problemer å finne sammenliknbare mål på markedsandeler for norske og utenlandske institusjoner, ettersom datterbanker etablert i Norge er under konvertering til filialer av sine utenlandske eierbanker.

Oppsummering

Strukturutviklingen målt med markedsandeler har ikke vært dramatisk i perioden fra 1989 til 1994, men det er likevel enkelte interessante utviklingstrekk.

I markedet for publikums plasseringer er det mest framtreddende trekk at forsikringssparing og sparing gjennom verdipapirfond har økt sterkere enn annen sparing. Dette er en utvikling som likner på utviklingen i en rekke andre land, og det er grunn til å merke seg at utviklingen heller har vært langsommere i Norge enn i andre land. I markedet for publikums gjeld har kredittforetakene blitt halvert i perioden.

Foretakene har økt sin aksjekapital og egenkapitalandel sterkt i perioden. Årsakene til dette er ikke drøftet nærmere, men en forklaring kan være at skattereformen har gjort det relativt mer lønnsomt å finansiere bedriften med egenkapital framfor fremmedkapital.

Blant de finansielle sektorene har utviklinga vært mest dramatisk for kredittforetakene, som under dereguleringa fikk friere adgang til å ta løpetidsrisiko. De ble utsatt for økt konkurranse ved at banker og finansieringsselskaper fra 1987 fikk adgang til å utstede sertifikater og fra 1990 også obligasjoner. Disse institusjonene kunne da tilby fastrentelån og kombinerte utlån uten å ta renterisiko. Kredittforetakene taklet i likhet med bankene svingningen i norsk økonomi dårlig, og i 1991 oppstod det likviditetsproblemer for enkelte selskap da også kredittforetakene fikk utlånstap. Selskapene som hadde problemer med å refinansiere sin virksomhet, ble dels avvirket og dels innfusjonert i bankledete finanskon-

sern. Et betydelig selskap er omdannet til bank. Fra 1990 til 1992 tapte kredittforetakene om lag 45 prosent av utlånsvolumet, og det er nå uklart om det vil være igjen noe allment selvstendig kredittforetak ved utgangen av 1995.

Forretningsbankene har tilsynelatende holdt stillingen godt i perioden på tross av bankkrise. Innskudd fra publikum har hatt en viss vekst, mens utlån til publikum er på samme nivå som ved periodens begynnelse. Imidlertid har forretningsbankene fått overført lån fra kredittforetakene, og det har dermed vært en reell nedgang i forretningsbankenes utlån. Ettersom forretningsbankene er klart størst i utlån til næringslivet, er utlånsnedgangen i noen grad motstykket til den økte egenkapitalfinansieringen av næringslivet. Bankkrise og vilkårene for den statlige støtten til de største forretningsbankene har utvilsomt svekket forretningsbankenes konkurranseevne i perioden.

Konsentrasjonen i det norske bankmarkedet er økt, men økningen har vært vesentlig mer markert i de øvrige nordiske land. I alle nordiske land er konsentrasjonen økt som følge av fusjoner, men utenom fusjonene har markedsandelen til de største bankene ikke økt. I Norge har storbankenes tap av markedsandeler delvis sammenheng med bankkrise, men ettersom vi gjenfinner samme utvikling i alle nordiske land kan det også være en indikasjon på at det ikke er så store fordeler ved å være stor leverandør av finansielle tjenester.

For utenlandske tilbydere av finansielle tjenester er det uten tvil blitt lettere å etablere

virksomhet i Norge. Liberaliseringa av de norske finansmarkedene på åttitallet innebar en betydelig forbedring av norske finansinstitusjoners konkurranseevne, men bankkrise svekket norske tilbydere. Etablering av utenlandske bankfilialer i Norge og konvertering av virksomhet fra datterbank til filial gjør det dessuten vanskelig å måle endringer i markedsandelen til utenlandske tilbydere i Norge.

Referanser:

- Grønvik, G. (1994): Bankregulering og bankatferd 1975-1991. *Norges Banks skriftserie 22*. Oslo, Norges Bank.
- Grønvik, G., B. Gulbrandsen og J.T. Larsen (1990): Databankene TROLL8 og FINDATR. *Penger og Kredit 1990/3*, 159-162.
- Hvidsten, V. og J. T. Larsen (1993): Husholdningenes finansregnskap beskrevet med FINDATR. *Penger og Kredit 1993/2*, 129-138.
- NOU (1980:4): Rentepolitikk. *Norges offentlige utredninger 1980:4*. Oslo, Universitetsforlaget.
- NOU (1992:30): Bankkrisen. *Norges offentlige utredninger 1992:30*. Oslo, Statens forvaltningstjeneste.
- Vale, B. (red) (1995) : Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk. *Norges Banks skriftserie 23*. Oslo, Norges Bank.
- Wilse, H.P. (1995): Bankkrisehåndteringen og det statlige eierskap i forretningsbankene. *Penger og Kredit 1995/2*, 108-118.

Valutakurs som operativt styringsmål for pengepolitikken

Harald Johansen, spesialrådgiver i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank¹

Myndighetene i flere land har uttalt at en viktig målsetting for pengepolitikken er å bidra til lav og stabil inflasjon. De pengepolitiske myndighetene kan bidra til at målet om lav og stabil inflasjon nås enten ved å styre etter et mål om lav inflasjon eller indirekte etter et mellommål der det antas å være en nær sammenheng mellom dette mellommålet og inflasjonsutviklingen. Fast valutakurs som operativt mål for pengepolitikken er et slikt mellommål. En vellykket pengepolitikk forutsetter at aktørene i finansmarkedet og partene i arbeidslivet har tillit til at myndighetene fører en økonomisk politikk som gir lav inflasjon. I artikkelen redegjøres det for det gjeldende norske kursregimet. Videre drøftes sammenhengen mellom fast valutakurs og inflasjon, og det redegjøres for sammenbruddet i ERM. Deretter diskuteres alternative utforminger av et valutakursmål med utgangspunkt i hvilke valutakursmål ulike europeiske land har valgt.

Innledning

Både økonomisk teori og empiri konkluderer med at høy inflasjon ikke gir varige fordeler i form av økonomisk vekst, sysselsetting og velferd. En økonomisk politikk som over tid gir lav og stabil inflasjon, er viktig for å trygge grunnlaget for varig, bærekraftig økonomisk vekst og lav arbeidsledighet. En av de viktigste målsettingene for pengepolitikken er derfor å bidra til lav og stabil inflasjon. De pengepolitiske myndighetene kan bidra til at målet om lav og stabil inflasjon nås, enten ved å styre direkte etter et mål om lav inflasjon eller indirekte etter et mellommål der det antas å være en nær sammenheng mellom dette mellommålet og inflasjonsutviklingen. Norge har en lang tradisjon for å føre en fastkurspolitikk. Tidligere var dette i stor grad begrunnet ut fra hensynet til stabilitet i utenriksøkonomien. Nå er begrunnelsen for målet om stabil valutakurs først og fremst at dette vil gi et avgjørende bidrag til å sikre målet om lav og stabil inflasjon. Andre land, som for eksempel Tyskland, styrer pengepolitikken etter et pengemengdemål, mens Storbritannia styrer direkte etter et mål om lav inflasjon.

En vellykket pengepolitikk forutsetter at aktørene i finansmarkedet og partene i

arbeidslivet har tillit til at myndighetene vil føre en politikk som er i tråd med målsettingen for pengepolitikken. En måte å sikre troverdighet i pengepolitikken er å knytte den opp mot en på forhånd fastsatt regel. Denne typen regler binder myndighetene slik at de faktisk blir nødt til å gjøre det de sier de skal gjøre. Fast valutakurs som operativt mål for pengepolitikken er en slik regel. En alternativ regel er å definere et mål for veksten i pengemengden. Den samme disiplinerende effekten kan oppnås ved at myndighetene definerer og binder seg til et inflasjonsmål. I et slikt regime er imidlertid utøvelsen av pengepolitikken i sterkere grad overlatt til myndighetenes skjønn enn i et regime med et klart fastsatt mellommål.

For at pengepolitikken skal være troverdig, bør styringsmålet være kjent. Dette er nødvendig for at aktørene i økonomien skal kunne kontrollere om det føres en politikk som er konsistent med styringsmålet. Videre bør målet være så konkret at det er mulig å sammenligne måltallet med faktisk utvikling, og at avvik fra styringsmålet kan forklares. Det bør også være en stabil sammenheng mellom mellommålet og det endelige målet om lav inflasjon. Når disse hensynene er ivaretatt, vil aktørene kunne bedømme om pengepolitikken som føres, er i samsvar med det langsiktige målet om lav inflasjon. Troverdighet forutset-

¹ Forfatteren arbeidet i Økonomisk avdeling i Norges Bank mens artikkelen ble skrevet. Anne Berit Christiansen takkes for gode kommentarer til tidligere utkast.

ter også at myndighetene kan påvirke den variabelen som er styringsmålet for pengepolitikken, med relativt god presisjon.

Viktigst for pengepolitisk troverdighet er nok likevel myndighetenes pengepolitiske historie. En lang historie som viser at myndighetene aktivt arbeider for lav inflasjon, vil skape tillit til at dette målet vil bli nådd også i fremtiden.

Valutakursmål

Fast kurs

I praksis har ikke de såkalte fastkursregimene fullstendig faste kurser, men er kjennetegnet ved at valutakursen kan variere rundt en sentralkurs innenfor nærmere bestemte svingningsmarginer (såkalte målsoner). Når valutakursen tangerer øvre eller nedre grense for maksimalt tillatt svingning, er sentralbanken forpliktet til å intervensere for å unngå at valutakursen beveger seg utenfor svingningsmarginene.

Fordi sentralbanken kan tillate valutakursen å deprimere eller appresiere innenfor båndet, har myndighetene en viss grad av pengepolitisk handlefrihet selv når kapitalmobiliteten er høy. Likevel vil det innenlandske rentenivået i stor grad være bestemt av renten(e) i det eller de land valutaen holdes fast mot. Det europeiske valutakurssamarbeidet (ERM) og Norges tilknytning til ECU før 10. desember 1992 er eksempler på målsoneregimer.

Styrt kurs (managed/dirty float) uten fastsatte svingningsmarginer

Ved styrt kurs uten fastsatte svingningsmarginer er det vanskeligere for aktørene i valutamarkedet å spekulere i at valutakursen enten vil bli revaluert eller devaluert. Når aktørene inngår slike «ensidige veddemål» i fastkursregimer, er sannsynligheten for tap lav, mens sannsynligheten for gevinster er høy. I fastkursregimer kan derfor spekulasjon virke selvopplyllende og vanskeliggjøre stabilisering av valutakursen innenfor båndet. Innenfor et regime med styrt kurs uten fastsatte svingningsmarginer reduseres dette problemet.

Det gjeldende norske kursregimet kan karakteriseres som et styrt kursregime. Den 10. desember 1992 besluttet finansministeren etter råd fra Norges Bank å la krona flyte. Etter dette har Norges Bank ikke vært forpliktet til å forsvare en på forhånd fastsatt kurs.

I løpet av 1993 brøt ERM sammen, og svingningsmarginene ble utvidet til +/- 15 prosent i august 1993. På denne bakgrunn uttalte Norges Bank i brev av 28.10.93 til Finansdepartementet:

«Slik situasjonen i dag kan vurderes, må en regne med at det kan ta forholdsvis lang tid før en på nytt kan gå tilbake til et system med faste valutakurser. Tidligere fungerte den faste valutakursen som et 'nominelt anker' for økonomien, og bidro dermed til å holde pris- og lønnsveksten på linje med land som selv hadde gjort et stabilt prisnivå til mål for pengepolitikken. Det bør vurderes om det er behov for en langsiktig forankring av målsettingen for pengepolitikken også under det nåværende flytekursregimet.»

Norges Bank uttalte i brev av 19. april 1994 at en stabil valutakurs er sentral for å oppnå målsettingen om lav og stabil inflasjon og følgelig fortsatt bør være det operasjonelle målet («mellommålet») for penge- og valutapolitikken. Med stabilitet i valutakursen menes at kursen på kroner i forhold til de europeiske valutaene opprettholdes rundt det nivå kursen har hatt etter at fastkurssystemet ble oppgitt. Norges Bank uttalte også at det er et mål å unngå sterke kortsiktige fluktuasjoner, men at det ikke vil være aktuelt å bruke tilsvarende sterke virkemidler for å forsvare kronekursen som under fastkursregimet. Virkemidlene vil imidlertid bli innrettet slik at kronekursen etter hvert bringes tilbake til utgangsnivået. I tillegg uttalte Norges Bank at rentenivået må tilpasses slik at en unngår vedvarende kapitalutgang eller -inngang og omfattende intervensjoner.

I forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett 1994 ble det, etter råd fra Norges Bank, gitt nye retningslinjer for pengepolitikken. Norges Banks anbefalinger ble fulgt ved endringen i valutaforskriften 6. mai 1994. Paragrafene 1 og 2 har følgende ordlyd:

§ 1

Den norske kronens internasjonale verdi fastlegges på grunnlag av kursene i valuta-markedet.

§ 2

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 intervensere i valutamarkedet.

Disse nye retningslinjene innebar ingen dramatiske endringer i dag-til-dag utøvelsen av pengepolitikken, men grunnlaget for den operative retningslinjen om stabil valutakurs ble presisert.

De overordnede målene for den økonomiske politikken er høy sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst. I Revidert nasjonalbudsjett understreket Regjeringen at en nødvendig forutsetning for å kunne nå hovedmålene i den økonomiske politikken, er at en lykkes i å få til en lav pris- og kostnadsvekst. Den operative retningslinjen om stabil valutakurs er det nominelle ankeret som skal bidra til å sikre lav pris- og kostnadsvekst. En stabil valutakurs kan imidlertid ikke alene garantere lav inflasjon. Det er avgjørende at også de andre delene av den økonomiske politikken, og da spesielt finanspolitikken, innrettes med sikte på å legge grunnlaget for en stabil prisutvikling.

Fast kurs som nominelt anker

Et operativt mål om stabil valutakurs innebærer at pengepolitikken må tilpasses pengepolitikken i det (eller de) land som valutaen er knyttet til. Prisstabilitet oppnås da gjennom en relativt enkel disiplinierende mekanisme. Dersom den innenlandske prisstigningen er høyere enn prisstigningen i de landene valutaen er knyttet til, vil den reelle valutakursen appresiere, dvs. at innenlandske varer blir

dyrere målt i utenlandsk valuta. Dette reduserer etterspørselen etter innenlandsk produserte varer, og resultatet blir redusert sysselsetting og produksjon. Redusert innenlandsk aktivitetsnivå bidrar så til å redusere prisstigningen til et nivå som er forenlig med prisstigningen utenlands. I tillegg antas det at aktørene i økonomien i sin lønns- og prissettingsatferd i noen grad vil forutse effekten av for høy innenlandsk prisstigning. Det reduserer i seg selv sannsynligheten for økt innenlandsk inflasjon.

Dersom prisstigningen innenlands er lavere enn i landene som valutakursen stabiliseres i forhold til, depresierer den reelle valutakursen. Dette gir økt etterspørsel etter innenlandsk produserte varer. Dersom det er lite ledig kapasitet i økonomien, vil den økte etterspørselen (på sikt) gi økt pris- og kostnadspress. Over tid vil inflasjonen innenlands stige og nærme seg den gjennomsnittlige inflasjonen i landene valutaen er knyttet til (heretter kalt kurvlandene).

I et langsiktig perspektiv virker dette rimelig. I en mellomliggende periode vil imidlertid hjemlandet kunne ha høyere inflasjon enn kurvlandene. Dersom det tar lang tid å tilpasse inflasjonen, vil et land trolig bli tvunget til å devaluere, fordi kostnadene ved tap av konkurranseevne blir for stor og tiltroen til fastkurspolitikken svekkes. Lengden på perioden prisutviklingen innenlands kan avvike fra prisutviklingen utenlands, avhenger blant annet av hvordan import- og eksportetterspørselen reagerer på endring i priser, hvor raskt lønninger tilpasser seg og hvor en er i konjunktursyklusen. Ved å knytte valutakursen opp mot ett eller flere andre lands valutaer, forplikter en seg derfor implisitt til å føre en økonomisk politikk som gir en inflasjonsutvikling som i disse landene.

Valg av valutakurstilknytning definerer dermed myndighetenes pengepolitiske målsetting. Dersom en binder valutaen til en lavinflasjonsvaluta eller til en kurv av valutaer fra land som alle kjennetegnes av lav prisstigning, settes ambisjonsnivået tilsvarende høyt. Dersom valutakursmålet virker disiplinierende på utformingen av den økonomiske politikken og på lønnsdannelsen, blir de innenlandsk genererte kostnadsimpulsene begrenset. Oppfatter markedsaktørene valutatilknytning-

en som troverdig, vil rentenivået innenlands være lik gjennomsnittet i kurvlandene. Oppfattes ikke tilknytningen som troverdig, må rentenivået innenlands være høyere for å kompensere for depresieringsforventningene. Viser det seg at en ikke er i stand til å nå de inflasjonsmålene som implisitt er satt, er det stor sannsynlighet for at markedet vil forvente valutakursdepresiering, og det vil oppstå press på valutaen.

Dersom valutakursen holdes fast i forhold til en eller flere valutaer fra land med lav prisstigning, vil sannsynligvis kursen appresiere i forhold til valutaer fra land med en mindre ambisiøs inflasjonsmålsetting. Dette svekker konkurranseevnen overfor disse landene bare dersom valutakursappresieringen er større enn inflasjonsforskjellene tilsier. Konkurranseevnen endres ikke når valutakursappresieringen er lik inflasjonsforskjellene². På noe lengre sikt kan en kanskje vente at kursbevegelsene vil tilsvare inflasjonsforskjellene. På kort til mellomlang sikt oppstår som regel avvik.

Sammenbruddet i ERM og lærdommene vi kan trekke av det

Fram til våren 1992 ble ERM betraktet som en mekanisme for import av tysk monetær stabilitet til de andre landene som deltok i samarbeidet. Fra starten i 1979 og fram til 1992 konvergente medlemslandenes rentenivå og inflasjonsrater, men det var fortsatt store nivåforskjeller mot slutten av perioden. Etter 1987 ble det ikke foretatt generelle justeringer i de bilaterale kursene. ERM sikret ikke bare gjennomsnittlig stabilisering av de forskjellige nominelle valutakursene, men også stabilisering av bilaterale valutakurser. Mot slutten av 1992 hadde imidlertid 8 valutaer vært utsatt for betydelig press, og i august 1993 ble fluktuasjonsmarginene i ERM utvidet fra $\pm 2\frac{1}{4}$ til ± 15 prosent.

Sammenbruddet i ERM skyldes først og fremst to forhold. For det første divergente de reelle valutakursene i årene før sammenbruddet som følge av betydelige inflasjonsforskjeller mellom landene. Det tap av konkurranseevne dette ga for de landene som hadde høy

² Konkurranseevnen påvirkes imidlertid også av forskjeller i produktivitetsveksten mellom landene.

inflasjon, måtte før eller senere løses gjennom lavere inflasjon i disse landene eller ved valutakursdepresiering. For det andre var Tyskland utsatt for et realøkonomisk sjokk som følge av den tyske samlingen. Ekspansiv tysk finanspolitikk ga økt etterspørselspress som Bundesbank søkte å motvirke ved å stramme til i pengepolitikken. Andre europeiske land hadde i hovedsak en betydelig svakere konjunkturutvikling, men kurssamarbeidet tvang dem til å føre en stram pengepolitikk for å opprettholde kurspariteten overfor tyske mark. For å hindre for svak konjunkturutvikling, ble landene «tvunget» til å legge om finanspolitikken i mer ekspansiv retning. Valutasamarbeidet førte derfor til en gal sammensetning av politikken med for stram pengepolitikk og for ekspansiv finanspolitikk. Til slutt ble spenningene i systemet for store, både som følge av den stramme tyske pengepolitikken og den reelle appresieringen som svekket konkurranseevnen i flere av «følgerlandene». Flere ERM-valutaer ble devaluert eller tvunget til å flyte.

I ettertid er det påpekt at sentralbankenes evne til å stå imot valutaspekulasjon var betydelig svakere enn forventet som følge av økt internasjonal kapitalmobilitet³ gjennom det siste tiåret. Sentralbankenes valutaeserver var ikke store nok til å motvirke presset mot valutakursene gjennom intervensjoner. Et særlig problem var lavkonjunkturen i flere av landene, som førte til at de realøkonomiske kostnadene ved å bruke renten i forsvar av valutakursene ble for store. ERM-sammenbruddet kan tyde på at fastkursregimer er skjøre og vanskeligere å opprettholde enn man tidligere trodde. Økt kapitalmobilitet fører til at markedsaktørene raskere reagerer på en økonomisk utvikling som ikke er forenlig med stabil valutakurs på lengre sikt. Rentetøkninger kan være utilstrekkelige til å forsvare valutakursen, fordi kapitalbevegelsenes hurtighet og volum krever et så høyt rentenivå at forsvar av valutakursen gjennom renten blir lite troverdig.

Fastkursregimer ser også ut til å være mindre effektive som prisstabilisator enn forventet på forhånd. Den betydelige inflasjonen i mange land viste at den disiplinierende meka-

³ En viktig årsak til økt kapitalmobilitet er fjerningen av restriksjonene på kapitalbevegelsene.

nismen (høy inflasjon \Rightarrow reell appresiering \Rightarrow redusert etterspørsel \Rightarrow redusert inflasjon) virket for sent, eller ikke var tilstrekkelig til å holde inflasjonen nede. En grunn til det var at kursmålet ikke var så troverdig at det i tilstrekkelig grad disiplinerte prissettingen i arbeids- og varemarkedene. I flere land var nok heller ikke den øvrige økonomiske politikken i tilstrekkelig grad rettet inn mot lav inflasjon. Høyere inflasjon enn hos handelspartnerne leder etter hvert til tap av konkurransevne, og ubalansen kan da etter hvert bli så stor at den vanskelig kan gjenopprettes ved bare å redusere innenlandsk inflasjon. Løsningen blir i stedet devaluering.

Fastkursregimer kan medføre prosyklisk (det vil si destabiliserende) pengepolitikk når konjunkturutviklingen i fastkurslandet avviker fra konjunkturutviklingen i kurvlandene. Utgangspunktet for dette er at det nominelle rentenivået er bestemt av utlandet. Høykonjunkturer gir inflasjonspress og redusert realrente, mens lavkonjunkturer fører til lavere inflasjon og høyere realrente. I en lavkonjunktur kan det i tillegg dannes forventninger om at myndighetene vil devaluere valutakursen for å øke aktivitetsnivået i økonomien. Skjer dette, forsterkes den prosykliske virkningen fordi devalueringforventningene vil bli møtt av et høyere nominelt rentenivå. Dersom pengepolitikk under faste kurser faktisk virker prosyklisk, øker kravene til stabilisering gjennom finanspolitikken. Videre gjør pris- og lønnsrigiditeter det vanskelig å oppnå reell valutakursdepresiering gjennom prisfall eller relativt lavere inflasjon («intern devaluering»). Reell appresiering er enklere å få til fordi det er lettere å få til prisøkning enn prisreduksjon. Fastkursregimer er særlig utsatt for påkjenninger når «leder-» eller følgerlandet blir utsatt for asymmetriske sjokk, slik som Tyskland.

Et fastkursregime er derfor generelt sett ikke en snarvei til «troverdig» prisstabilitet. Dette betyr ikke at faste kurser ikke bidrar til prisstabilitet, men at faste kurser alene ikke kan sikre lav og stabil inflasjon. For en åpen økonomi som den norske er imidlertid en stabil valutakurs avgjørende for å begrense den importerte inflasjonen. Et troverdig valutakursmål er også et viktig hjelpemiddel for å oppnå den disiplin i den økonomiske politik-

ken og i pris- og lønnsfastsettelsen som er nødvendig for å sikre monetær stabilitet og tiltro til pengepolitikken på lang sikt.

Alternative utforminger av et valutakursmål

Mange land, herunder Norge, har valgt fast valutakurs som mellommål i pengepolitikken. En del land har valgt å holde valutakursen fast i forhold til en enkelt valuta, mens andre har valgt å stabilisere i forhold til en kurv av valutaer. Norske kroner var i perioden 1978 - 1990 knyttet til en kurv av valutaer der vektene var valgt for å stabilisere eksportindustriens gjennomsnittlige konkurransevne. I 1990 ble det besluttet å endre kurstillknytning til ECU, noe som implisitt innebar at hensynet til konkurransevnen ble nedprioritert til fordel for en mer ambisjøs inflasjonsmålsetting. Etter utvidelsen av svingningsmarginene i ERM høsten 1993 valgte Nederland å (ensidig) knytte seg til tyske mark. Også andre land (blant annet Frankrike og Belgia) sikter mot å stabilisere valutakursen mot tyske mark, noe Østerrike i flere år har lyktes med.

I prinsippet kan en tenke seg et stort antall alternative valutakurver å styre valutakursen etter. Disse vil i varierende grad ivareta hensynene til inflasjon, konkurransevne og troverdighet. I det følgende drøftes alternativer med utgangspunkt i valutakurstillknytninger ulike europeiske land har valgt:

- Stabilisering i forhold til tyske mark («skygging av ERM») - landene i ERM-samarbeidet.
- Stabilisering i forhold til ECU - Norge, Sverige og Finland inntil 1992.
- Stabilisering i forhold til en effektiv kurs, eller konkurransekursindeks (KKI) - blant annet Norge, Sverige og Finland inntil begynnelsen av 90-årene.

I figur 1 vises inflasjonsutviklingen i Norge, Tyskland, KKI-kurven og ECU-kurven. I perioden 1980-1995 har den gjennomsnittlige prisstigningen for ulike valutakurver konverget mot et lavt og stabilt nivå, og dette bildet vil ikke endres de nærmeste par årene ifølge OECDs prognoser. Dersom inflasjonsratene ikke igjen divergerer, vil valg av valu-

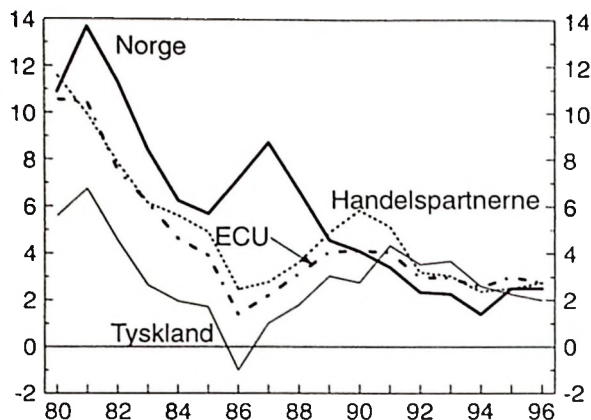
tatilknytning trolig ikke ha stor betydning for hvilken «inflasjonsmålsetting» et land implisitt legger seg på. Store devalueringer i land som Sverige og UK er imidlertid alltid blitt etterfulgt av økt inflasjon. Det kan derfor være et latent inflasjonspress i disse landene dersom deres valutaer ikke appresierer ytterligere. På den annen side har de samme landene nå eksplisitt satt som mål å føre en politikk som gir lav inflasjon. Utviklingen i lange renter i forskjellige land, som vi kan anta at avspeiler inflasjonsforventninger, tyder på at markedsaktørene har «god hukommelse» og liten tiltro til at tradisjonelle høyinflasjonsland vil klare å holde inflasjonen nede i en høykonjunktur.

Tilknytning til tyske mark

Dersom et land over tid skal lykkes i å stabilisere valutakursen overfor D-mark, må både faktisk og forventet prisstigning innenlands ikke overstige prisstigningen i Tyskland, med mindre landet har en gunstigere produktivtetsutvikling enn Tyskland. Lykkes ikke myndighetene i å etablere en troverdig pengepolitikk, vil markedsaktørene kreve en høyere rente på finansinvesteringer i nasjonal valuta enn på tilsvarende finansobjekter i D-mark. Viser det seg at inflasjonsforskjellene vedvarer, vil trolig fastkurstilknytningen måtte oppgis og valutaen devalueres. En D-mark-tilknytning er derfor et sterkt signal om at lav inflasjon vil forbli et prioritert mål, og det stiller store krav til utformingen av den økonomiske politikken. For å lykkes er myndighetene avhengige av full oppslutning om dette målet både fra partene i arbeidslivet og politisk hold.

Østerrikske shilling og nederlandske gyl-den er de eneste valutaene som ikke ble utsatt for press i 1992/93, og begge valutaene har gjennom en årrekke vært tett knyttet til tyske mark. Østerrike og Nederland har en relativt lang historie med prisstabilitet bak seg, og det er sannsynlig at det er denne historien som har gitt landene troverdighet i pengepolitikken. Landene har hatt den laveste inflasjonen i Europa utenom Tyskland og Sveits. Det at begge landenes eksport og import i stor grad er rettet mot Tyskland, har lagt et bedre grunnlag for en tett tilknytning til tyske mark

Figur 1. Inflasjonsutvikling



Kilde: Norges Bank

enn for mange andre land i ERM-samarbeidet. Det skyldes at konkurranseevnen i mindre grad blir påvirket av en appresiering av tyske mark enn i andre ERM-land.

I Østerrike møtte myndighetene oljeprisøkningen i 1973 med revaluering av valutaen mot D-mark for å dempe prisimpulsene. Også det andre oljeprissjokket (1979) ble møtt med revaluering av shilling for å redusere inflasjonsforventningene og dempe lønnspresset. Etter dette har verdien av shilling i forhold til D-mark vært stabil. Også på 80-tallet ble den østerrikske økonomien utsatt for flere negative reelle sjokk. Det ble imidlertid aldri stilt spørsmål ved valutakurstilknytningen. En viktig grunn til dette var utstrakt forståelse for nødvendigheten av reallønnsmoderasjon, og samarbeidsvilje mellom arbeidstaker-, arbeidsgiverorganisasjoner og myndighetene.

Andre land som har lagt opp til en tett tilknytning til D-mark har i mindre grad lyktes. Det skyldes blant annet at den økonomiske politikken i disse landene ikke i tilstrekkelig grad var rettet inn mot lav inflasjon (for eksempel Italia og Spania), slik at D-mark-tilknytningen medførte en betydelig reell appresiering av valutaen. I neste omgang svekket dette tiltroen til pengepolitikken.

D-mark har i perioder appresiert mer i forhold til andre valutaer enn det inflasjonsforskjellene tilsier. Dette kan skyldes at D-mark oppfattes som en «safe haven» for investeringer. Viktigere er nok den sterke tiltroen

som markedsaktørene har til den tyske pengepolitikken. Et annet forhold som kan forklare noe av «mer-appresieringen», er den forholdsvis sterke produktivitetsutviklingen i Tyskland. For å lykkes med stabilisering overfor D-mark, må derfor trolig pris- og lønnsstigningen i det landet som knytter valutaen til D-mark, være noe lavere enn i Tyskland. Alternativt kan produktivitetsutviklingen være bedre. En tilknytning til D-mark gir trolig lav importert prisstigning. Dersom en slik tilknytning bedrer disiplinen i den økonomiske politikken, gir den også lave innenlandsk genererte kostnadsimpulser.

ECU-tilknytning

ECU er en kurvvaluta som er sammensatt av en fast mengde av hvert av EU-landenes valutaer. Valutasammensetningen avspeiler i stor grad den relative betydningen og størrelsen på medlemslandenes økonomi slik den er målt ved BNP og gjensidig handel mellom landene. Andelene ble tidligere revidert hvert femte år, men er nå blitt «frosset» med valutasammensetningen fra 1989.

Den 19. oktober 1990 kunngjorde Regjeringen at den norske kronen skulle knyttes til EUs (den gang EFs) valutaenhet, ECU. Senere knyttet også Sverige og Finland sine valutaer til ECU. Svingningsmarginen i det nye systemet, dvs. maksimalt tillatt variasjon i kronekursen i forhold til ECU, ble fastsatt til $\pm 2\frac{1}{4}$ prosent. Sentralverdien ble satt til NOK 7,994 pr ECU. I desember 1992 ble ECU-tilknytningen forlatt. I henhold til valutafor-skriften fra mai i fjor er det operative målet for pengepolitikken å stabilisere kursen overfor «europiske valutaer». ECU-vektene avspeiler ikke det enkelte lands betydning som konkurrenter verken for Norge eller for andre land, og indekstert ECU er derfor mindre egnet i konkurranseevneberegninger enn de såkalte konkurransekursindeksene.

Helt fram til 1990 var prisstigningen i Norge høyere enn prisstigningen i EU-landene. Inflasjonsforskjellene var til dels betydelige. I den etterfølgende perioden har prisstigningen i Norge vært noe lavere. Basert på OECDs prognoser for prisutviklingen i EU-landene, har vi beregnet den gjennomsnittlige

prisstigningen for ECU-landene til 3,0 prosent i 1995 og $2\frac{1}{4}$ prosent i 1996, som er noe høyere enn Norges Banks anslag for Norge i 1995 og 1996.

I en lang periode var det norske rentenivået høyere enn det gjennomsnittlige rentenivået i ECU-landene.

Stabilisering i forhold til ECU innebærer grovt sett en tilknytning til 75 % lavinflasjonsvalutaer og 25 % høyinflasjonsvalutaer basert på historiske erfaringer. Det er grunn til å tro at det for de fleste land vil være enklere å lykkes med en ECU-tilknytning enn en tilknytning til D-mark. Erfaringsmessig vil stabilisering overfor ECU over tid stille mindre krav til innenlandsk pris- og kostnadsvekst. Dette kan igjen gjøre det lettere å etablere troverdighet om kurstillknytningen, som igjen kan gjøre den praktiske kursstyringen enklere. En ECU-tilknytning innebærer også større gjennomsnittlig kursstabilitet enn en tilknytning til D-mark. Men også med en ECU-tilknytning vil det være rom for stor variasjon i de bilaterale valutakursene dersom det i årene framover blir for store forskjeller mellom ECU-landene med hensyn til inflasjon og valutakursutvikling. Som ledd i forberedelsene til den økonomiske og monetære union vil EU-landene arbeide både mot lav inflasjon og valutakursstabilitet. Dersom dette realiseres, vil det trolig være liten forskjell mellom å stabilisere valutaen mot ECU og D-mark.

Konkurransekursindekser

En konkurransekursindeks (KKI) måler utviklingen i industriens konkurransevne som følge av endringer i nominelle valutakurser og gir følgelig en mindre god indikasjon på generelle konkurransevneendringer enn en reell effektiv indeks gjør. Som for en D-mark-tilknytning og en ECU-tilknytning, forutsetter en vellykket stabilisering overfor en konkurransekursindeks at prisstigningen innenlands over tid ikke overstiger den gjennomsnittlige prisstigningen i indekslandene. Oppfattes pengepolitikken som troverdig, vil rentenivået innenlands være på nivå med det gjennomsnittlige rentenivået i indekslandene.

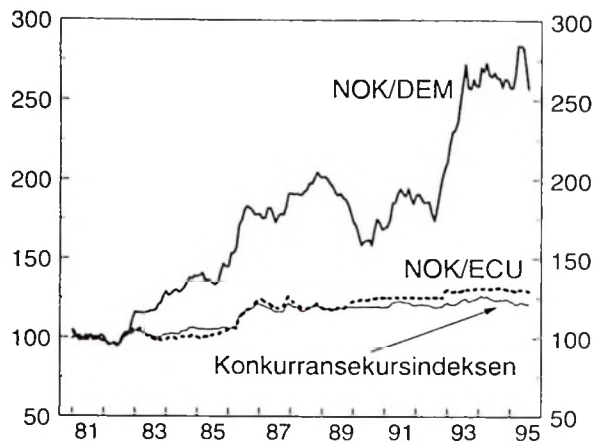
Norge, Sverige og Finland styrte valutakursen fra slutten av 70-tallet til begynnelsen av 80-tallet etter en konkurransekursindeks.

Fra desember 1978 ble kursen på norske kroner søkt holdt stabil overfor en handelsvektet kurv. I perioden fra 1978 og fram til 1986 ble det gjort en rekke tekniske endringer i beregningsmetodikken for kurvene. I denne perioden svekket kronen seg overfor KKI-kurven, jf. figur 2. Det meste av svekkelsen kom tidlig i perioden, da prisstigningen i Norge var en god del høyere enn hos handelspartnerne, og Norge devaluerte flere ganger. I perioden etter devalueringen i 1986 og fram til 1990 ble kronkursen holdt tilnærmet fast overfor KKI. I oktober 1990 gikk en som nevnt over til å styre etter ECU-indeksen. Gjennom store deler av 80-tallet var «prisstigningen i KKI-landene» lavere enn i Norge. I 1990 og 1991 hadde Norge noe lavere inflasjon enn det veide gjennomsnittet for disse landene, men dette utlignet seg i 1992 og 1993 da forskjellen i praksis var lik null.

Når valutakursen styres etter en konkurransekursindeks, rettes oppmerksomheten først og fremst mot stabilisering av næringslivets konkurransevne. For markedsaktørene kan dette oppfattes som et signal om at myndighetene legger stor vekt på konkurransevnen i utformingen av valutakurspolitikken og at man vil føre en «aktiv» valutakurspolitikk slik blant annet Norge og andre nordiske land gjorde på sytti- og begynnelsen av åttitallet. Dette kan i seg selv svekke troverdigheten av kurstillknytningen, øke inflasjonsforventningene og gjøre det vanskeligere å holde lav pris- og kostnadsvekst.

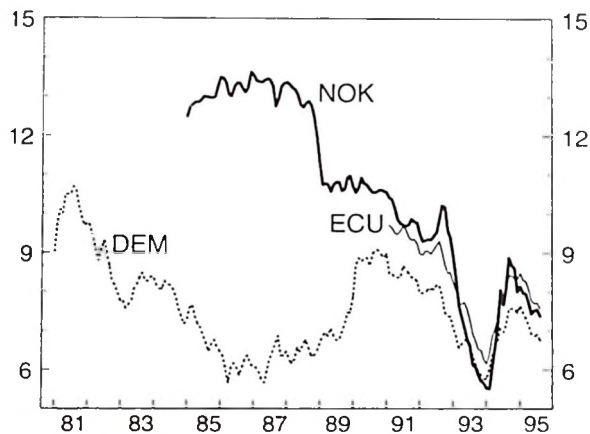
Stabilisering overfor en konkurranseveid kurv vil på en bedre måte enn stabilisering overfor ECU ivareta hensynet til stabilitet i gjennomsnittlig konkurransevne for industrien. Stabilitet i forhold til en konkurransekursindeks endrer imidlertid i liten grad konkurransevnen til, og den kursusikkerheten, enkeltbedrifter står overfor. Bedriftene har i dag langt større muligheter til å sikre seg mot kursfluktuasjoner på kort til mellomlang sikt. Isolert sett er det imidlertid en fordel at flest mulig bilaterale kurser er stabile. Dette reduserer valutakursusikkerheten som bedriftene står overfor, og dermed også de kostnadene som bedriftene pådrar seg for å håndtere risikoen. Det er umulig å realisere bilateral stabilitet overfor alle handelsvalutaene så lenge disse varierer innbyrdes. Den nest beste løs-

Figur 2. Kronens verdi. Indeks, 1981=100



Kilde: Norges Bank

Figur 3. Renteutviklingen. Effektive renter på 10 års statsobligasjoner



Kilde: Norges Bank

ningen blir derfor å knytte valutaen til en gruppe valutaer som holder innbyrdes faste (stabile) kurser og som samtidig utgjør viktige handelspartnere.

Oppsummering

Den gjennomsnittlige prisstigningen for ulike kurver ser ut til å konvergere mot et lavt og stabilt nivå, som blant annet er en konsekvens av at en rekke land har definert prisstabilitet som det eneste eller som det viktigste målet for pengepolitikken. Dette gjør at valget av valutakurstillknytning innebærer mindre forskjell i den «inflasjonsmålsettingen» en impli-

sitt legger seg på. På grunn av store variasjoner i kursene mellom hovedvalutaene kan imidlertid valget av kurv ha en viss betydning for stabilisering av konkurranseevnen på kort til mellomlang sikt.

Valg av kurv påvirker troverdigheten av pengepolitikken. Utad gir ulike tilknytningsformer ulike signaler og kan innebære ulike grader av troverdighet.

Ved å knytte valutaen til D-mark signaliseres det at lav inflasjon er et viktig mål for den økonomiske politikken. Tilknytning til D-mark vil trolig gi lav importert prisstigning. Dersom kursmålet oppfattes som realistisk og medfører mer disiplin i den økonomiske politikken, vil den også gi lave innenlandsk genererte kostnadsimpulser. Med en «sterk» D-mark kan en slik tilknytning forverre konkurranseevnen med mindre en klarer å gjennomføre en politikk som gir lavere innenlandsk pris- og kostnadsvekst eller høyere produktivitsvekst enn handelspartnerne. Østerrike og Nederland har hatt en vellykket mark-tilknytning gjennom en årrekke. Deres handel er i stor grad rettet inn mot Tyskland, slik at tapet av konkurranseevne ved å knytte seg til D-mark har vært mindre.

En ECU-tilknytning er trolig noe mindre forpliktende enn en D-mark-tilknytning.

I en konkurransekursindeks inngår normalt flere valutaer enn de tolv som er en del av ECU-indeksen. Normalt vil vekten til D-mark være mindre i en KKI enn i ECU (med unntak kanskje for Østerrike og Nederland). I tillegg vil for de fleste land USA og Japan inngå i konkurransekursindeksen. Det innebærer at en KKI gir noe større stabilitet overfor USD enn ECU-indeksen gjør. Det er vanskelig å ha en begrunnet mening om hvilken tilknytning som stiller størst krav til utformingen av den økonomiske politikken. For de fleste land er trolig de to valutatilknytningene relativt likestilte på dette området.

Artikler mv. om tilgrensende temaer i tidligere nummer av Penger og Kreditt (kronologisk oppført):

Solheim, J. og J.O. Sporastøyl: Valutakursindekser – konstruksjon og anvendelse (nr. 4/1983)

Brekke, O.P.: Faste eller flytende valutakurser – erfaringer fra tiden etter sammenbruddet for Bretton Woods (nr. 2/1985)

Christiansen, A.B.: Kronens tilknytning til ECU (nr.4/1990)

Eide, L.T.: Rente, valutakurs og kurspolitisk regime (nr. 1/1992)

Spildrejorde, T.: Det norske valutakurssystemet og erfaringene etter ecu-tilknytningen (nr. 3/1992)

Retningslinjer for utforming av pengepolitikken – brev til Finansdepartementet (nr. 2/1993)

Skjæveland, A. og N. Langbråten: Inflasjonsmål for pengepolitikken: hvordan gjøres dette i andre land (nr. 4/1993)

Eide, N.T.: Pengepolitikken i ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland (nr. 1/1994)

Pengepolitikk under flytende valutakurser – brev til Finansdepartementet (nr. 2/1994)

Jore, A.S.: Beregning av en indikator for pengepolitikken (nr. 2/1994)

Christiansen, A.B.: Sentralbankens institusjonelle stilling – noen momenter fra den internasjonale debatten (nr. 2/1994)

Arbeidsnotat fra Norges Bank om samme tema:

Skjæveland, A. og B. Vikøren: Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger. (Arbeidsnotat 7/1994)

Ny 10-kronemynt

I 1992 vedtok Norges Bank å introdusere en 20-kronemynt i den norske myntrekken og å forandre størrelse og preg på alle de gjenværende myntene. Bakgrunnen for vedtaket og forløpet av den påfølgende kunstnerkonkurransen er redegjort for i Penger og Kreditt nr. 4/93, og 20-kronemynten som kom ut i 1994, er beskrevet i nr. 4/94.

Den 15. september 1995 ble utskiftingen av den gamle 10-kronemynten, preget første gang i 1983, påbegynt ved introduksjon av en ny utgave.

Den nye 10-kronen, som i likhet med 20-kronen er formgitt av billedhugger Nils Aas, har samme diameter som 1983-utgaven på 24 mm. Advers (forsiden) bærer H.M. Kong Harald Vs portrett sammen med kongens valgspråk ALT FOR NORGE, og revers har utsnitt av et stavkirketak som hovedmotiv. For lettere å kunne skille mynten fra den eksisterende 1-kronen inntil denne blir erstattet av en vesentlig mindre utgave, er 10-kronen utstyrt med avbrutt rifling rundt randen. Blant annet har Blindedeforbundet vært konsultert, og har akseptert dette i overgangsperioden. Pregutformingen bidrar også til å skille mynten fra 1-kronen. Materialet i mynten er den samme gylne legeringen som i den gamle 10-kronen og den nye 20-kronen.

En mynt bør ikke være større enn 30 mm og ikke mindre enn 17–18 mm i diameter. Med bare ca. 12 mm mellom den største og en minste mynten i rekken er det dermed ikke til å unngå at enkelte mynter i den nye rekken vil bli svært like enkelte av de eksisterende i stør-

relse. For best mulig å unngå forvekslinger, er det derfor ønskelig at utskiftningene skjer på en slik måte og i en slik rekkefølge at flest mulig mynter av en valør er ute av sirkulasjon før en ny med sammenlignbar størrelse og med en annen valør blir introdusert.

Dette hensynet var det i og for seg ikke nødvendig å ta for 10-kronens vedkommende, idet den beholder sin diameter. På grunn av det dype relieffet i 1983-utgaven var det imidlertid ikke mulig å skifte kongeportrett uten å konstruere om hele mynten. For å unngå å vente i opp mot 10 år med å markere kongeskiftet på valøren, er det derfor funnet hensiktsmessig å introdusere den nye utgaven nå, selv om forskjellen til 1-kronen vil være i minste laget i en overgangsperiode. Ny 1-krone med diameter 21 mm planlegges innført i 1999, etter at 50-øren er «krympet» til 18,5 mm i 1997 og eksisterende utgave er ute av sirkulasjon.

For å påskynde utskiftingen av myntene vil gammel utgave av de enkelte myntene opphøre å være tvungne betalingsmidler ett år etter at ny utgave settes i sirkulasjon. Når reformen er gjennomført rundt årtusensskiftet, vil vi ha en myntrekke med lavere vekt og betydelig større forskjeller i størrelse enn hva vi har idag.

Myntens data:

Diameter:	24,0 mm
Tykkelse:	2,0 mm
Vekt:	6,8 g
Legering:	81% Cu, 10% Zn, 9% Ni



Advers



Revers

Uttalelse om banklovkomisjonens utredning, NOU 1994:19 – finansavtaler og finansoppdrag

Norges Bank avgav 16.6.95 en høringsuttalelse til Justisdepartementet om banklovkomisjonens utredning NOU 1994:19 om finansavtaler og finansoppdrag.

Uttalelsen gjengis nedenfor.

1. Generelle merknader

Vi viser til departementets høringssekspedisjon av 3. februar 1995 vedlagt NOU 1994:19 med forslag til lov om finansavtaler og finansoppdrag.

Banklovkomisjonens første utredning regulerer de privatrettslige sider ved finansavtaler og finansoppdrag. For Norges Banks vedkommende vil de følgende utredningene som vedrører lovgivningen om finansinstitusjoners organisering og virksomhet, betalings-systemer og sikringsfondssystemet være av særlig interesse.

Kommisjonen er i hovedsak samlet om lovforslaget, men det foreligger også enkelte dissenser og særuttalelser. Vi kan i det vesentlige slutte oss til flertallets forslag. Vi vedlegger et notat fra Sekretariats- og rettsavdelingen med merknader av mer presiserende og juridisk-teknisk art til de enkelte forslag. [Vedlegget er ikke tatt med i denne gjengivelse.]

Banklovkomisjonen har lagt til grunn at forslaget til lov om finansavtaler og finansoppdrag kan behandles uten å avvende utredningene om institusjonslovgivningen. Vi er enige i dette, men peker på at visse deler av det foreliggende lovutkastet antakelig bør sees i sammenheng med de kommende utredningene. Dette gjelder særlig lovutkastets kap. 2 VII om institusjonenes ansvar for forsinkelse av betalingsoverføringer. Vi viser her til pkt. 2 i vedlagte notat.

Lovforslaget representerer ellers en viktig rettslig nyskapning, som vil regulere de mest sentrale kontraktstypene som tilbys av finansinstitusjonene. Hovedhensynet bak kommisjonens forslag har vært å bidra til å skape en klarere og mer balansert rettstilstand for partene i avtaleforholdet, og dessuten bidra til at konkurransen mellom institusjonene effektiviseres. Bl.a. vil forslagene til krav om informa-

sjonsplikt samt reglene for renteberegning ved godskrift av konto (§2-18) bidra til bedre informasjon i markedene for betalingstjenester og legge forholdene til rette for et prissystem mere basert på tjenestenes kostnader. Norges Bank har lenge vært opptatt av å unngå krysssubsidiering mellom kredittformidlingstjenester og betalingstjenester og av at prissystemet ellers er innrettet slik at betalingsystemene utnyttes på en effektiv måte. Kommisjonens forslag bidrar til å understøtte en slik utvikling.

Forslagene om renteberegning ved godskrivning og belastning av konto i §2-18 og de nye ansvarsreglene ved misbruk av betalingskort i kap. 2 V er således viktige nydannelser som vi støtter. Kommisjonen har også drøftet om det skal fastsettes en frarådingsplikt ved låneopptak i finansavtaleloven, men har på dette punktet ikke kommet fram til et omforent standpunkt. Norges Bank støtter også på dette punktet flertallet, og vi viser til de argumenter som anføres mot lovfesting i utredningen. Dette gjelder bl.a. at det ikke synes å være noe praktisk behov for en særlig bestemmelse om frarådingsplikt og at det framlagte forslag reiser mange uklare spørsmål.

Vi har heller ingen merknader til at Norges Bank ikke blir omfattet av loven, på bakgrunn av at vår deltakelse innen den foreslåtte reguleringen i all hovedsak er begrenset til tjenester til egne ansatte. Vi vil imidlertid vurdere en analogisk anvendelse av loven på dette punktet.

I det følgende vil vi kommentere nærmere de forhold ved innstillingen som særlig kan ha betydning for Norges Banks fagområde mht. en effektiv pengepolitikk og stabile og effektive finansmarkeder.

2. Lovforslagets betydning for Norges Banks virksomhet

Norges Banks virksomhet er rettet mot en effektiv gjennomføring av pengepolitikken, et stabilt finansielt system og effektivitet i finansmarkedene, både slik at sparing kanaliseres til de formål der den kaster mest av seg og der virksomheten i finansinstitusjonene drives til lavest mulige kostnader.

De forhold som drøftes i NOU 1994:19, griper inn i disse forholdene på følgende måte:

- Utformingen av låneavtaler og vilkårene for innskuddskonti er av betydning for hvor raskt endringer i Norges Banks virkemiddelbruk overfor bankene forplanter seg til deres kunder. Spesielt vil graden av rentebinding ha betydning for pengepolitikken virkemåte.
- Et stabilt finansielt system er avhengig av at finansinstitusjonene og deres kunder har full oversikt over vilkårene de har bundet seg til slik at dette kan gjenspeiles i prissetting for de ulike finansielle produktene. Finansinstitusjonene vil da bedre kunne vurdere sine inntekts- og utgiftstrømmer og kan ta høyde for mulige endringer i penge-, valuta- og kapitalmarkeder. Det er samtidig av betydning at kundene ikke låses inn i kontrakter de ikke kan oppfylle, noe som vil kunne føre til økte tap for finansinstitusjonene.
- En effektiv kanalisering av finansielle midler er avhengig av best mulig informasjon både på tilbuds- og etterspørselssiden i markedet. Kundene er oftest den ikke-profesjonelle parten i et kontraktsforhold. Det er viktig at det er klare krav om informasjon knyttet til de ulike produkter finansinstitusjonene tilbyr.
- Betalingssystemene er kjernen i et moderne finansmarked. Klare regler, bl.a. mht. adgangen til motregning, er en forutsetning for å begrense risikoen for sammenbrudd i disse systemene.
- En effektiv ressursbruk i finansinstitusjonene er avhengig at ressursene styres til forretningsområder med størst lønnsomhet. Det fordrer en prissetting i samsvar med underliggende kostnader i de ulike aktivite-

ter Norges Bank har lenge vært opptatt av at det ikke bør skje en krysssubsidierting fra kredittformidling til betalingsformidling.

3. Effektiviteten i pengepolitikken

De sentrale delene av innstillingen på dette punkt er §§ 2-10 og 2-11 om endring i kontoavtaler og §§ 3-5 til 3-8 om endring av låneavtaler.

Kommisjonen uttaler om §2-10 (2) at finansinstitusjonene må ha adgang til ensidig å endre rentevilkårene i lys av endringer i det generelle rentenivå. Det overordnede målet for pengepolitikken er å bidra til lav pris- og kostnadsvekst. Innenfor en slik ramme er det operative målet for pengepolitikken å stabilisere kronens kurs overfor europeiske valutaer. Dette skjer ved å påvirke rentenivået i pengemarkedet. Rentene i pengemarkedet representerer bankenes marginale innlånskostnad. Om renten på andre innlån i stor grad varierer med pengemarkedsrentene, vil pengepolitikken ha bredt gjennomslag på innenlandske økonomiske forhold.

Tilsvarende mulighet for overvelting er lagt til grunn for låneavtaler. Etter §3-5 (2) kan långiver ta forbehold om å endre rentesats, gebyrer og andre kostnader. Etter §3-6 kan endringer i blant annet rentevilkårene i forbrukerforhold som hovedregel først gjennomføres seks uker etter at slikt varsel er sendt. Fristen er kortere dersom det skjer vesentlige endringer i pengemarkedsrenten, obligasjonsrenten eller det generelle rentenivå for institusjonenes innlån.

Lovregler som begrenser finansinstitusjonenes mulighet til å iverksette raske renteøkninger, vil kunne få innvirkning på de alminnelige lånevilkår og på bankenes innlånsstruktur. Spørsmålet om i hvilken grad og hvor raskt endringer i pengemarkedsrentene får gjennomslag i publikums innskudds- og utlånsrenter i finansinstitusjonene, har betydning for hvordan pengepolitikken påvirker realøkonomien. I Norge har husholdningssektoren relativt stor lånegjeld uten formell rentebinding. Renteendringer har dermed raskere og sterkere etterspørselsvirkninger enn om husholdningene hadde hatt lengre rentebinding og lavere nettogjeld, slik det er i mange andre land.

I et pengepolitisk regime rettet inn mot stabilitet i valutakursen, må renten primært fastsettes ut fra dette hensynet. Utviklingen i det norske rentenivået blir dermed avhengig av rentenivået i andre europeiske land. Dersom publikums lånegjeld hadde hatt lengre rentebinding, ville en tilpasning av pengemarkedsrentene for å sikre stabilitet i valutakursen kunne skje med mindre virkninger på innenlandsk etterspørsel. Vi viser her til Norges Banks gjennomgang av retningslinjene for pengepolitikken våren 1994, jfr. eget vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett 1994. Det ble der understreket at med de retningslinjer som er valgt for pengepolitikken, har finanspolitikken hovedansvaret for å sikre en utvikling i innenlandsk etterspørsel uten pris- og kostnadspress. Med et annet pengepolitisk regime der pengepolitikken er et sentralt element i etterspørselsreguleringen, er det klarere argumenter for at renteendringer får bredere gjennomslag i publikumssektoren.

Norges Banks egne undersøkelser, jf. Alstadheim og Madsens artikkel i Penger og Kreditt 3/94, viser at privat sektors fordringer og lån i Norge har en langt lavere rentebindingstid enn i andre europeiske land. Samtidig er vår pengepolitikk i stor grad knyttet opp mot pengepolitikken i Europa for øvrig, og vårt valg av instrumenter i likviditetspolitikken er i stor grad tilpasset systemet i disse landene.

Hensyn tatt til at fastrentemarkedet i Norge i dag har et svært lite omfang, mener Norges Bank at gjennomføringen av pengepolitikken kunne foregått mer smidig om publikumssektoren hadde hatt større valgmuligheter mellom lån med flytende og fast rente. Hensynet til en stabil valutakurs vil være viktig i en liten åpen økonomi, og dette vil kunne lettest kunne ivaretas om bankenes renter til sine kunder og rentene i obligasjonsmarkedet i mindre grad hadde vært knyttet til de løpende pengemarkedsrentene. Da kunne en endre kortsiktige renter som svar på kortsiktige kapitalbevegelser uten at dette førte til endringer i rentene på langsiktige lån til for eksempel bolig.

Forskjeller i rentebindingstruktur mellom land kan blant annet relateres til institusjonelle forhold. I land der finansinstitusjonene i stor grad låner inn i obligasjonsmarkedet, er fastrentelån vanlige. Innslaget av institusjoner

med langsiktig finansiering kan ha sammenheng med hvor velutviklet det langsiktige kapitalmarkedet er, noe som blant annet vil være påvirket av hvor variabelt inflasjons- og rentenivået har vært historisk. Også reguleringer og innslag av offentlige finansinstitusjoner kan påvirke rentebindingsstrukturen. I Norge var for eksempel både obligasjonsmarkedet og de private bankenes renter regulert helt til begynnelsen av 1980-tallet. Emisjonsreguleringen innebar at bankene lenge ikke hadde mulighet for å legge ut obligasjonslån og etter dette var det begrensninger på løpetiden. Dette begrenset både tilbud av og etterspørsel etter fastrentelån. I tillegg vil kostnadsfordelingen mellom låntaker og långiver ved fortidig innfrielse av lån kunne være av betydning.

Banklovkommisjonens forslag innebærer at långiver – som i dag – gis anledning til å kvitte seg med all kursrisiko knyttet til fastrentelån. For fastrentelån kan långiver kreve dekning av tap av renter i rentebindingsperioden – i form av overkurs ved innfrielse når markedsrenten er lavere enn den avtalte renten. Det låntaker skal betale, fastsettes i ettertid på bakgrunn av kjente renteforhold på innfrielsestidspunktet. Det finnes alternativer til en slik løsning. Långiver kan sitte med kursrisikoen, men samtidig få anledning til å dekke denne ved et etableringsgebyr. En annen mulighet er å la lånet inkludere en opsjon på at det kan nedbetales uten overkurs og la dette gjenspeile seg i renten på lånet. Dette vil gi låntaker større sikkerhet for sine betalinger. Finansinstitusjoner, som den profesjonelle part i slike avtaler, har større forutsetning for å håndtere usikkerhet om betalingsstrømmer enn det låntakere har. Vi viser her til den adgang danske låntakere har til å inngå avtale som gir låntaker rett til når som helst å innløse lånet til pari kurs. En slik innløsningsrett har en kostnad for låntaker i form av høyere effektiv lånerente. Vi vil dessuten peke på den erfaring man har gjort i enkelte andre land der finansinstitusjonene er blitt satt under allment politisk press for å gi avkall på sin overkurs når kundene etter et kraftig rentefall vil innfri før tiden, på tross av at de legale forhold har vært klare.

Norges Bank sier seg enig i en videreføring av den adgang finansinstitusjonene har til å

kreve overkurs og gebyrer for sine kostnader ved førtidig innfrielse av lån. Men vi vil understreke at dette ikke må tolkes slik at dette skal være den eneste typen for fastrentekontrakt i det norske markedet. Tvert om er det mye som tilsier at andre kontraktstyper vil være minst like fordelaktige fra et samfunnsøkonomisk synspunkt. Det bør således presiseres at lovutkastet ikke er til hinder for avtaler som inkluderer opsjon på at lånet kan nedbetales uten overkurs. Kundene bør da informeres om konsekvensene av å velge lån med og uten opsjon på tilbakebetaling uten overkurs. Et element i dette er f.eks at kunden i tilfelle av tilbakebetaling med overkurs informeres om vederlaget ved 1 prosentpoengs rentefall og innfrielse etter ett år, etter halve løpetiden osv. En slik informasjonsplikt er i tråd med lovutkastets forutsetning om full informasjon i kontraktsforhold.

Etter vår vurdering er lovutkastets motiver meget tynne på dette punktet, og dette forholdet må gis en bred omtale i den endelige begrunnelse i lovproposisjonen.

Reglene som begrenser finansinstitusjonenes mulighet til ensidig å endre lånevilkårene til ugunst for forbrukeren og kravet om skriftlig varsling før iverksetting av en renteøkning, er laget for å beskytte forbrukernes interesser. Utenfor forbrukerforhold gjelder bare den alminnelige forutsetning om at låntaker må varsles før endringer iverksettes. Når det generelle rentenivået stiger, vil også finansinstitusjonenes innlånskostnader øke. Hensynet til finansinstitusjonenes økonomi og til stabiliteten i det finansielle system tilsier at slike økte kostnader må kunne dekkes inn gjennom økte utlånsrenter. I situasjoner med valutauro og sterk pengemarkedsoppgang vil bankenes økonomi bli hardt presset dersom de må vente flere uker med å velte de økte innlånskostnader over på låntakerne. Det ville være uholdbart om låntakere i næringslivet i denne situasjonen kan trekke opp rammekreditter til en lav rente for å låne pengene tilbake til banken i særinnskuddsmarkedet. Utvalgets forslag legger ingen binding på de vilkår finansinstitusjonene kan avtale på den type konti som er aktuelle i denne type transaksjoner. Vi slutter oss til utvalgets forutsetning på dette punktet.

4. Lovforslagets betydning for effektive og sikre betalingssystemer og finansmarkeder

Betalingsystemene er kjernen i et moderne finansmarked og utgjør det finansielle systems infrastruktur for pengestrømmene. En svikt i denne infrastrukturen kan ha betydelige samfunnsøkonomiske konsekvenser og kostnader. Man kan vanskelig tenke seg at økonomisk aktivitet av noe omfang kan opprettholdes dersom man får en alvorlig svikt i betalingssystemene. Det er derfor en viktig offentlig oppgave å påse at betalingssystemene fungerer på en effektiv måte, at de er robuste og at de utformes på en måte som sikrer at såvel betaler som mottaker har tillit til systemene. Sentralbankloven pålegger Norges Bank et særlig ansvar for å påse dette. Sentralt i denne sammenheng står hensynet til bankenes og de øvrige deltakernes risiko og da særlig innslaget av eventuell systemrisiko, dvs. risikoen for at problemer i en institusjon eller i et delmarked skal forplante seg til de øvrige banker og finansmarkeder gjennom betalingssystemene med mulige betydelige skadevirkninger for vårt økonomiske system. Betalingssystemene kan i denne sammenheng både være en kilde til og en formidler av slik systemrisiko.

Et forhold som både internasjonalt og i Norge står sentralt i arbeidet for å redusere innslaget av systemrisiko i finansmarkedene, er mulighetene for å etablere juridisk bindende motregningsavtaler som står seg både i og utenfor konkurs, og som også har gyldighet over landegrensene. Motregningsavtaler har bl.a. den egenskap at de kan redusere aktørenes risikoeksponering mot hverandre, gitt at avtalene er bindende også i konkurs, at motregningssystemet er betryggende organisert og at avtalepartene forstår og kan styre sin risiko. Det pågår for tiden stor internasjonal aktivitet for å etablere organiserte systemer for motregning og tilrettelegge et harmonisert rettslig grunnlag for dette i de ulike land. Disse problemsstillingene utredes også i Norge.

I denne sammenheng er det viktig at lovverket ikke legger unødige hindringer i veien for etablering av slike avtaler der disse kan bidra til sikrere og mer stabile finansmarkeder. Dette vil først og fremst gjelde forholdet

mellom finansinstitusjoner, men kan også være av betydning for andre større institusjoner og bedrifter. Kommisjonens forslag til §2-20 om tilbakeholdsrett og motregning er ikke til hinder for inngåelse av motregningsavtaler mellom finansinstitusjoner. Det kan imidlertid reises spørsmål om det er ønskelig

med generell ufravikelighet hva angår forbudet mot å foreta motregning i innestående på innskuddskonti overfor næringskunder, jf. §2-20 første ledd smh. med §1-2 annet ledd. Vi viser her til våre merknader under pkt. 1 i vedlagte notat.

Uttalelse om NOU 1995:5

– norsk sør-politikk for en verden i endring

Norges Bank avgav 23.6.95 en uttalelse til Utenriksdepartementet om nord-sør/bistandskommissjonens utredning NOU 1995:5 om norsk sør-politikk for en verden i endring. Uttalelsen gjengis nedenfor.

1 Innledning

De siste 30 årene har det ikke vært noen generell tendens til konvergens i inntektsnivå mellom fattige og rike land. Mens enkelte grupper av lavinntektsland har nærmet seg de rike landenes inntektsnivå, har inntektsgapet til andre fattige land, mange av dem i Afrika, vært økende. Det er betimelig å vurdere denne utviklingen og ta opp til drøfting bistandspolitikkenes rolle i lys av de erfaringene som er høstet. På denne bakgrunn hilser Norges Bank bistandskommissjonens rapport velkommen.

Kommissjonens rapport er et viktig bidrag til å utbre forståelsen i Norge av lokale og internasjonale rammebetingelser som er vesentlige for vekst og utvikling, samt til diskusjonen om og implementeringen av norsk bistandspolitikk. Rapporten viser klart behovet for å sette bistanden og forholdet til fattige land i et større perspektiv både på det nasjonale plan og internasjonalt.

Norges Bank kan i stor grad slutte seg til de oppsummeringer kommisjonen gjør når det gjelder den fremtidige innretningen av norsk bilateral bistandspolitikk. Spesielt vil banken peke på behovet for at andelen av bistandsbudsjettet som overføres til de fattigste landene, minst opprettholdes, og at bistanden i større grad må konsentreres om kjerneoppgaver. Banken støtter kommisjonens vektlegging av institusjonsbyggingens viktighet som forutsetning for økonomisk utvikling.

Norges Bank er i betydelig grad enig i kommisjonens forslag når det gjelder behovet for å bedre fattige lands markedsadgang og for ytterligere gjeldslette for fattige land.

Banken kan også i stor grad slutte seg til vurderingene av hva som er utviklingsfremmende bistandspolitikk. Norges Bank vil likevel påpeke at de siste tiårs erfaringer og vitenskapelige analyser viser en klarere sammenheng mellom økonomisk politikk og økono-

misk og sosial utvikling enn det som fremkommer av kommisjonens rapport.

Norges Bank er enig i analysen av behovet for å styrke og effektivisere FN, men det er bankens vurdering at analysen, og dermed anbefalingene når det gjelder Norges politikk overfor Bretton-Woods-institusjonene, ikke er basert på den beste tilgjengelige informasjon. Sett i lys av at Norges Bank ivaretar Norges løpende kontakt med IMF og bankens faglige kompetanse på Bretton-Woods-området, vil banken komme med relativt utførlige kommentarer til denne delen av kommisjonens rapport. Det er lagt vekt på å nyansere kommisjonens fremstilling på dette felt i lys av Norges Banks egne erfaringer.

2 Vilkår for utvikling

i) Internasjonale rammebetingelser – Norges rolle

Norges Bank er enig med kommisjonen i at den relative betydningen av internasjonale og nasjonale forhold kan variere sterkt fra land til land. Bedring av markedsadgangen for fattige land til industrilandenes markeder er av stor betydning. Det premierer produksjon og gir økt finansielt rom for import av en hensiktsmessig tilpasset teknologi.

Fallet i råvareprisene har hatt en sterkt negativ effekt for mange fattige land.

Den store opplåningen i mange land på 1970-tallet og økningen i rentenivået på 1980-tallet bidro til gjeldskrisen og medvirket til en svak økonomisk utvikling i mange av landene. Økonomiske analyser indikerer imidlertid at utviklingen i råvarepriser og gjeldsbetjening bare delvis kan forklare ulik utvikling mellom land. Det er derfor av avgjørende betydning at landene selv legger forholdene til rette for vekst og utvikling, gjennom å tilpasse

politikken til de rammebetingelser som utviklingen i internasjonal økonomi setter.

Industrilandene bør på sin side føre en politikk som bidrar til et gunstig internasjonalt økonomisk klima. Norges Bank er enig i at Norge nasjonalt og internasjonalt bør bidra til nedbygging av handelshindringer for de fattige landene og nedbygging av subsidier ved eksport. Banken ser også behovet for ytterligere gjeldslette for de fattigste landene, med stor gjeldsbetjening. Norge bør samarbeide med andre land for å sikre en størst mulig samlet effekt. Norges Bank vil imidlertid understreke at gjeldslette må være knyttet til makroøkonomiske betingelser som gjør at de aktuelle landene kan arbeide seg ut av problemene og ikke på nytt havne i samme uføre.

I tillegg vil banken påpeke at reduksjon i budsjettunderskudd i industrilandene vil kunne bidra til et lavere internasjonalt rentenivå, og en reduksjon i ressursene fattige land bruker til gjeldsbetjening.

Etter Norges Banks vurdering må arbeidslivs- og miljøstandarder i tilknytning til handel nøye vurderes før de eventuelt innføres, slik at de ikke bidrar til å reise nye proteksjonistiske stengsler mot de fattige landene.

ii) Nasjonale vilkår for utvikling

De siste årene har en fått et bedret datagrunnlag for vurdering av sammenhengen mellom økonomisk politikk og økonomisk utvikling, blant annet gjennom innsamling og bearbeiding av data for store grupper av land for perioden etter 1960. Det har de senere år vært publisert en rekke vitenskapelige arbeider basert på denne typen datamateriale.¹ Bistandskommisjonen kunne i sterkere grad knyttet an til slike analyser.

Analysene viser at fattige land som har hatt større andel av befolkningen under utdanning enn andre land på tilsvarende økonomisk ut-

viklingsnivå, har vært i stand til å knappe inn på forspranget til de rike landene. Analysene påviser en negativ sammenheng mellom fruktbarhet og pr capita inntektsvekst, men en positiv sammenheng mellom helse (målt ved forventet levealder) og økonomisk vekst.

I land med samme initiale inntektsnivå i 1960 har land med høyest andel av barn i utdanning hatt den høyeste veksten og den laveste fertiliteten i den påfølgende 25 årsperioden. Videre ser realinvesteringene i betydelig grad ut til å avhenge av utdanningsnivået. Dette kan skyldes at et bedre utdanningsnivå gjør arbeidskraften mer produktiv, og øker evnen til å absorbere ny teknologi.

Analysene indikerer en positiv sammenheng mellom ulike indikatorer for økonomisk åpenhet og økonomisk vekst og en negativ sammenheng mellom vekst og sterke markedsimperfeksjoner. Høy inflasjon har ifølge analysene en negativ effekt. Analysene viser videre at det er en negativ sammenheng mellom størrelsen på offentlig konsum som andel av BNP og økonomisk vekst. Denne sammenhengen kan trolig reflektere ulike forhold, for eksempel at land med stort offentlig konsum har ineffektiv bruk av ressurser i statsforvaltningen, mange reguleringer, betydelig statsintervensjon i økonomien, eller store offentlige budsjettunderskudd.

Mange bistandsavhengige land sør for Sahara bruker en betydelig større andel av BNP til offentlig konsum enn industrilandene gjorde for bare få tiår siden. Offentlig konsum, i betydelig grad finansiert av bistand, har som andel av BNP i mange tilfeller ligget vesentlig høyere enn de fleste raskt voksende asiatiske økonomiene. Likevel har offentlige utgifter som andel av BNP falt de senere år i en rekke afrikanske land.

De asiatiske land, som har hatt en svært positiv økonomisk utvikling de siste tiårene,

¹ Summers, Lawrence H. and Heston, Robert and Alan (1988): "A New Set of International Comparisons of Real Product and Price Levels: Estimates for 130 Countries", *Review of Income and Wealth*, XXXIV, pp. 1-25

Barro, Robert J. (1991): "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, May 1991, pp. 407-443

De Long, J. Bradford and Lawrence H. Summers (1991): "Equipment Investment and Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, May 1991 pp. 445-502

Mankiew, N. Gregory, David Romer and David N. Weil (1992): "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, May 1992, 107 (2), pp. 407-437

Sala-i-Martin, Xavier (1994): "Cross-sectional Regressions and the Empirics of Economic Growth", *European Economic Review* 38, pp. 739-747

Barro, Robert J. (1995): "Inflation and Economic Growth", *Bank of England, Quarterly Bulletin*: May 1995, pp. 166-176

har begrenset statsutgiftene, og i betydelig grad fokusert på kjerneområder som helse og utdanning. Disse landene har også hatt en relativt åpen økonomisk politikk og en klar holdning om å lære av internasjonale erfaringer.

Det offentlige holdning til befolkningsvekst har også vært svært forskjellig i de raskt voksende asiatiske land og i de fattige landene sør for Sahara. Dette har hatt betydning for landenes ulike utvikling.

Basert på de erfaringene som er gjort, har en stadig større gruppe fattige land lagt om sin politikk de siste årene, med godt resultat. Det er nå bred internasjonal konsensus – både i industriland, tradisjonelle utviklingsland og transformasjonsøkonomier i øst – om at en bærekraftig vekst best beredes gjennom en konsistent politikk som leder til pengestabilitet og velfungerende markeder.

Etter Norges Banks oppfatning burde kommisjonen viet ovenstående spørsmål mer plass i sin drøfting av utviklings- og bistandspolitikk.

3 Bistand og utvikling

Etter Norges Banks syn er makroøkonomisk stabilitet en nødvendig forutsetning for en bærekraftig utvikling av næringsvirksomhet. Dette bør være et sentralt utgangspunkt også for bistandspolitikken.

Kommisjonen påpeker at internasjonale studier ikke har klart å finne noen generell sammenheng mellom bistandsoverføringer og økonomisk vekstrate i mottakerlandet og at studiene synes å vise at den totale spareraten har økt, mens den lokale spareraten har sunket. Etter Norges Banks vurdering indikerer internasjonale studier også at avkastningen av investeringene i sterkt bistandsavhengige land har vært svært lav.

De internasjonale forskningsresultatene når det gjelder bistand synes å samsvare godt med de mer generelle resultatene referert ovenfor, og de reiser viktige spørsmål i tilknytning til teknologioverføring og bistandsavhengighet.

Forsøk på teknologioverføring uten tilstrekkelig oppbygging av adekvate institusjoner og kompetanse har i betydelig grad vært feilslått. Vesentlige forutsetninger for utvikling er eksistensen av fungerende institusjo-

ner, et tilstrekkelig utdanningsnivå og kompetanse. Dette tilsier at bistand i større grad bør konsentreres om kjerneområder som kompetanse- og institusjonsbygging.

Kommisjonen peker på et viktig og alvorlig spørsmål når den omtaler bistandsavhengighet. Denne avhengigheten tar mange former, og er nært knyttet til uheldige insentiver. Ineffektive byråkratier, ofte bemannet med de best utdannede, har i for stor grad vært fokusert mot bistand i stedet for mobilisering av nasjonale ressurser. Lave krav til egeninnsats har bidratt til en uheldig insentivstruktur, med påfølgende manglende bærekraftig utvikling og utilstrekkelig budsjettdisiplin og kontroll.

Norges Bank er enig i at det må legges stor vekt på å redusere bistandsavhengigheten. Utdanning, institusjonsbygging og bedring av insentivstrukturen er viktig i denne sammenheng. Banken vil fremheve kommisjonens anbefalinger om bruk av «matching», at sluttbruker i større grad bør få lån enn gaver, og behovet for styrking av vurderingen av bærekraftigheten i prosjekter. Det er viktig at bistand ikke kommer til fortrenkning av lokalt næringsliv gjennom bundet bistand eller leder til en sterk forskjellsbehandling av ulike deler av næringslivet.

Kommisjonen peker en rekke steder på at effektiviteten av bistand avhenger av at myndighetene i mottakerlandet oppfatter prosjektene som sine. Bistand er mest effektiv når den kommer som supplement til bruk av egne ressurser fra en utviklingsorientert stat. Det internasjonale samfunn og Norge står derfor i et dilemma når land har prioriteringer på tvers av hva som må ansees som god utviklingspolitikk. Bilateralt kan Norge ved sine prioriteringer påvirke mottakerlandene i ønsket retning. Effektiv oppfølging av at kriterier for tilgang på midler er oppfylt, er viktig i denne sammenheng. På den multilaterale plan har makroøkonomisk og annen kondisjonalitet vist seg å være helt avgjørende for en positiv utvikling i land som er i økonomisk ubalanse. Kondisjonaliteten tilfører sårt tiltrengt finansiell disiplin og bidrar til å styrke myndighetene mot utilbørlig press fra interessegrupper. Makroøkonomisk tilpasningspolitikk finansielt understøttet av IMF vil også virke katalyserende på annen finansiell assistanse og investeringer. Etter Norges Banks syn vil

kanalisering av bistandsmidler gjennom adekvate multilaterale ordninger i mange tilfeller øke effektiviteten av bistanden. Et eksempel på slike ordninger er IMF's ESAF-arrangementer, som er direkte myntet på å underlette en bedret økonomisk utvikling i de fattigste land.

Også bistandskommisjonen viser til nytten av den finansielle disiplin som tilpasningsprogrammer gir for land i fundamentale ubalanser.

4 Verdier og utvikling

Norges Bank er enig med kommisjonen i at det er naturlig og viktig at Norge fremmer synspunkter internasjonalt som har bred oppslutning i Norge. Etter Norges Banks vurdering må det stå sentralt å legge avgjørende vekt på institusjons- og kompetansebygging, utdanning, finansiell stabilitet og nøkternhet og effektivitet i statsforvaltningen i mottakerlandet. Dette er målsettinger som sees på som viktige forutsetninger for økonomisk fremgang i vårt eget land.

Norge må imidlertid ta hensyn til forskjellen i samfunnsstruktur mellom Norge og fattige land. Det viktigste bidraget til inntektsutjevning i de fattige land i tillegg til jordreformer synes å være satsing på utdanning og en vekstfremmende politikk som sikrer en høy etterspørsel etter arbeidskraft. Utdanning for kvinner er et spesielt viktig område, og en nøkkel til å bedre kvinnenenes økonomiske og sosiale status, og barns oppvekstvilkår

Norges Banks vurdering er at den vestlige diskusjonen om offentlig sektors rolle har begrenset relevans når det kommer til bistand for de fattigste landene, som i mange tilfeller har en betydelig grad av naturalhusholdning, omsorg gjennom familiebånd, og et svakt skatteinnkrevningssystem. Dette er i stor grad land hvor det sosiale overskuddet, som skal til for å opprette utviklede velferdssystemer, er fraværende og må skapes gjennom en lengre periode med økonomisk vekst.

5 Den bilaterale bistanden

Norges Bank er enig i kommisjonens forslag om utviklingskontrakter til en begrenset gruppe lavvelferdsland og i disse landene en kon-

sentrasjon om kompetanseoppbygging og institusjonsutvikling innenfor et begrenset antall sektorer. En slik konsentrasjon sammen med en bedret evaluering vil også kunne bedre effektiviteten og kontrollen med bruk av ressurser. Kriteriet for valg av lavvelferdsland for utviklingskontrakter bør være hvorvidt landenes egen politikk er utviklingsorientert. Finansiell ansvarlighet, satsing på utdanning, kvinners stilling og befolkningspolitikk bør ha en sentral plass i vurderingen.

Banken støtter kommisjonens forslag om regionale fond øremerket for lavvelferdsland og regionale fond som også kan omfatte mellomvelferdsland. Dette kan bidra til at land i større grad selv må formulere og prioritere prosjekter, samtidig som en kan velge de beste prosjektene innenfor en region.

Banken støtter ideen om at det i tillegg til konsentrasjon om institusjonsbygging fokuseres på helse og utdanning med en kvinnerettet profil, og på jordbruksutvikling i lavvelferdslandene.

6 De multilaterale institusjonene

Norges Bank slutter seg til kommisjonens kritikk av FN-systemet når det gjelder effektivitet og prioriteringer. Banken støtter forslagene om at FN's særorganisasjoner i større grad bør konsentrere seg om sine kjerneområder, der de har sine komparative fortrinn.

Som påpekt av kommisjonen er en viktig årsak til at IMF og Verdensbanken har styrket sin rolle i internasjonal bistand mangelen på effektivitet i FN-systemet. Kommisjonen gir i begrenset grad en vurdering av hva årsakene til forskjeller i effektivitet skyldes. Norges Bank vil i denne forbindelse peke på følgende forhold:

i) Rekrutteringspolitikk

Ledende og midlere stillinger i FN-systemet har i betydelig grad blitt besatt ut fra politiske og regionale kriterier. Dette kan ha bidratt til utilstrekkelig vektlegging av kompetanse. IMF og Verdensbanken har i betydelig større grad basert sin ansettelsespolitikk på rent faglige kriterier. Staben i IMF rekrutteres i betydelig grad fra sentralbanker, finansdepartementer og ledende forskningsinstitusjoner.

ii) Kontakten med utøvende og rådgivende politiikinstitusjoner

Rekrutteringen til IMF sikrer et personale som har stor grad av kjennskap til planlegging og utøvelse av økonomisk politikk. IMF's nære kontakt med medlemslandenes rådgivende og utøvende organer innenfor økonomisk politikk som sentralbanker og finansdepartementer er også viktig. FN-systemet og nasjonale bistandsorganisasjoner har et annet rekrutteringsgrunnlag. Bistandspolitikken blir drevet av personell uten inngående praktisk kjennskap til nasjonal makroøkonomisk politikkutforming.

iii) Bruk av virkemidler

Mens gaver eller krav om kjøp i giverland utgjør en ikke uviktig del av bistand, baserer Verdensbanken seg i stor grad på subsidierte utlån til prosjekter (IDA) og hjelp til prosjekteringen. Elementet av tilbakebetaling gjør at mottaker får sterke incentiver til en fornuftig forvaltning av midler. Verdensbankens vurdering bidrar også til økt sannsynlighet for realisering av lønnsomme prosjekter. Det synes også å være en fordel av hensyn til de fattige lands svakt utbygde institusjoner, at landene i betydelig grad kan forholde seg til en stor koordinator av bistandsprosjekter.

IMF låner generelt ut midler til medlemsland med sterke finansielle ubalanser på vilkår tilsvarende det store industriland kan låne til i internasjonale markeder. Dette innebærer at de fattige landene slipper å betale en risikopremie på sine lån. I tillegg yter IMF lån til de fattigste land til sterkt subsidiert rente, såkalte ESAF-lån, der den lave renten er finansiert av bistandsressurser. IMF's ordinære tilgang på finansielle ressurser skjer ved at medlemslandene stiller deler av sine valutaeserver til disposisjon for utlån. Eventuelle tap vil måtte dekkes både av andre debitorland og av kreditorland. Disse forholdene bidrar til ansvarlighet i utlånspolitikken.

iv) Utnytting av kunnskap

IMF og Verdensbanken har i vesentlig grad nyttiggjort seg vitenskapelige arbeidere, og har selv en betydelig utrednings- og forskningsvirksomhet. Det er grunn til å peke på at institusjonene i betydelig grad gir råd og benytter

virkemidler som er i samsvar med den kunnskap som er opparbeidet internasjonalt om økonomisk utvikling og vekst.

IMF og Verdensbanken er blitt kritisert for en manglende vektlegging av sosial skjerming ved nødvendig økonomisk innstramming, og for liten vektlegging av å gjøre institusjonene i programland i stand til å føre en fornuftig økonomisk politikk. Kritikken som har vært fremført av medlemslandene, har resultert i en klar bedring av Verdensbankens miljø- og kvinneprofil og har bidratt til at institusjonene i større grad enn på 1970-tallet og tidlig på 1980-tallet tar hensyn til sosiale- og fordelings effekter av innstramningstiltak, blant annet gjennom IMF's ESAF-programmer. Samtidig har organisasjonenes politikkrådgivning og overvåking i stadig sterkere grad blitt supplert med institusjonsbyggende tiltak, gjennom såkalt teknisk assistanse. Dette er en utvikling Norge har støttet.

IMF har hovedsakelig stilt krav til budsjettbalansen og andre makroøkonomiske størrelser i forbindelse med tildeling av lån. En har i kondisjonalitetskriteriene ikke stilt direkte krav til sammensetningen av offentlige inntekter og utgifter (for eksempel om kutt i offentlig sysselsetting og militærutgifter). Institusjonen har vurdert det som problematisk å stille detaljerte krav på grunn av den sterke inngripen dette ville være i det enkelte lands nasjonale politikk. Inntrykket som har festet seg om at det er IMF som har kuttet sosiale utgifter i programland, er derfor ikke helt representativt. Det samlede økonomisk-politiske program som de aktuelle land legger fram for godkjenning i IMF's styre som basis for å få tilgang på lån, vil imidlertid inneholde enkeltelementer som både påvirker makro-størrelser og økonomiens struktur. På bakgrunn av erfaringene som er gjort, har IMF de siste årene utvidet tilbakebetalingsperioden for lån og lagt vesentlig vekt på etablering av målrettede sosiale sikkerhetsnett som en del av tilpasningsprogrammene.

Kommisjonen hevder at IMF's oppskrift på økonomiske reformer ved gjeldskriser i Afrika og i de tidligere kommunistlandene i Øst-Europa stort sett har mislyktes, og at modellene som har vært benyttet har vært lite egnet og ikke i tilstrekkelig grad har tatt hensyn til strukturelle økonomiske og politiske

forhold. Kommisjonen belegger imidlertid ikke sine påstander om mislykkethet med noe tallmateriale.

Norges Banks vurdering er at afrikanske land som har inngått programmer med krav til finansiell konsolidering, har hatt sterke makroøkonomiske ubalanser, økende gjeldsbyrde og ofte høy inflasjon. De har vært i en situasjon som ikke har vært bærekraftig. I disse landene har alternativet til et IMF-program ikke vært status quo med hensyn til sosiale utgifter, noe som ofte har vært et implisitt utgangspunkt for kritikken av IMF, men et totalt økonomisk kollaps, som i første rekke ville ramme den mest sårbare delen av befolkningen.

Den relevante sammenligningen for effekten av IMF-programmer må være mellom ellers like land med og uten IMF-programmer, etter at programmene har virket i en periode. IMF og Verdensbankens omfattende og hyppig oppdaterte statistiske undersøkelser viser klart at land som på en konsistent måte har gjennomført struktur- og tilpasningsprogrammer, har hatt en betydelig høyere økonomisk vekst enn tilsvarende land uten programmer. Veksten i programland har hatt en tendens til å øke etter gjennomføringen av den finansielle konsolideringen, selv om den fortsatt har vært lavere enn ønskelig.

Når det gjelder utviklingen i Øst-Europa, er Norges Banks vurdering at det er de land som har fulgt IMF's råd og har vært raskest ute med sterke tiltak for finansiell konsolidering og privatisering som har kommet inn i en positiv utvikling. Blant disse landene er de baltiske, Tsjekkia og Polen. Land som har ligget etter i reform- eller stabiliseringsprosessen, som Romania og Bulgaria og land i den tidligere Sovjetunionen utenom Baltikum, har hatt den svakest økonomiske utviklingen. Dette synet på utviklingen i Øst-Europa har ikke bare bred støtte internasjonalt og innenfor IMF, men også i den nordisk-baltiske valgkretsen i IMF.

Norges Bank er imidlertid enig med kommisjonen når den påpeker at IMF i sine programmer har hatt urealistiske forestillinger om hvor raskt de økonomiske reformer i disse landene har kunnet gjennomføres. Dette er forestillinger IMF ikke har vært alene om.

7 Vurdering av IMF's fremtidige rolle

Etter Norges Banks syn vil det være viktig for å sikre en effektiv bruk av de samlede bistandsressurser at virksomheten i Bretton Woods-institusjonene og FN-systemet kompletterer hverandre. Fremming av utdanning og kompetanseoppbygging bør her stå sentralt.

Kommisjonen går imidlertid videre og foreslår å gjøre IMF og Verdensbankens politikk mer ansvarlig overfor sentrale organer i FN, og at dette bør støttes aktivt fra norsk side.

Norges Bank savner kommisjonens vurdering av hvilke konsekvenser forslaget vil ha for IMF's effektivitet og ressurstilgang. Hvis det bidrar til å redusere kravene til tilbakebetaling ved utlån, vil det lede til økte tap og til at villigheten til å stille valutareserver til disposisjon for utlån til fattige land reduseres.

IMF er i dag ansvarlig overfor medlemslandene. Norge fremmer synspunkter og påvirker beslutningsprosessen i IMF dels gjennom den rolle sentralbanksjefen spiller som norsk guvernør for IMF, dels gjennom finansministerens og sentralbanksjefens deltakelse i IMF's rådgivende politikorgan, Interimkomiteen, og dels gjennom Norges deltakelse i den nordisk-baltiske valgkrets, som representeres av en felles eksekutivdirektør i IMF's styre.

Norges Bank har vanskelig for å se at ansvarlighet både overfor medlemsland og overfor FN er noen ryddig eller effektiv løsning. Det kan tvert om bidra til problemer som er velkjente fra FN-systemet selv.

Kommisjonen foreslår at IMF's rolle må revurderes. Som alternativer nevner kommisjonen:

- at IMF's rolle ved gjeldskriser i Afrika og i andre lavvelferdsland reduseres, slik at det ikke må inngås avtale med IMF før det gis andre gjeldslettelse, eller for at Verdensbanken eller andre skal kunne gi nye lån,
- at IMF's rolle begrenses til faglig rådgiver på sine kompetansefelt, og
- at IMF's kompetanse på økonomisk politikk og reformprogrammer i Afrika og andre lavvelferdsland styrkes betydelig, og at de gis en økende rolle etter hvert som deres kompetanse øker.

Norges Bank er ikke enig i at IMF's rolle i makroøkonomisk stabilisering bør reduseres, men måten denne rollen utøves på, må selvstendig og kontinuerlig evalueres og utvikles. Det er etter bankens syn også et klart behov for ryddige internasjonale kjøreregler i forbindelse med yting av gjeldslette, og for at tilstrekkeligheten av makroøkonomisk stabilisering vurderes og godkjennes av et internasjonalt anerkjent og kompetent organ. Det er derfor viktig at den enighet som møysommelig er nådd internasjonalt på dette området, ikke undermineres. Det kan ikke forventes at det enkelte nasjonale bistandsorgan har tilstrekkelig kompetanse eller ressurser til fullt ut å vurdere hvilke makroøkonomiske tilstrammings tiltak som vil være påkrevet for å få en varig positiv virkning av gjeldslettetiltak.

Det er også grunn til å peke på at utilstrekkelig grad av makroøkonomisk stabilisering og mangel på IMF-medvirkning vil være økonomisk ødeleggende for et land i ubalanse, ved at det raskt kan møte konsekvensene i form av økte valutaproblemer, fall i direkte investeringer og problemer i finansmarkedet.

De forslag kommisjonen fremmer når det gjelder IMF's og Verdensbankens stilling i forhold til FN og alternativer som skisseres for IMF's fremtidige rolle, kan ha vidtgående konsekvenser. Etter Norges Banks vurdering burde disse konsekvensene vært nærmere utredet før kommisjonen fremmet sine forslag. Kommisjonens forslag på disse områdene innebærer et brudd med den politikken som har vært ført av nordiske land, herunder Norge, og som også har oppslutning innenfor de baltiske land i vår IMF-valgkrets.

8 Mindretallsmerknad

Mindretallsmerknad fra Lars Velsand er vedlagt.

Vedlegg

Mindretallsmerknad fra Lars Velsand til høringsuttalelse om bistandskommisjonens rapport

Hovedstyrets medlem Velsand vil støtte kommisjonens anbefaling om at Norge bør arbeide for omfattende reformer i det internasjonale bistandssystemets utforming av betingelser for utviklingspolitikk i mottakerlandene. Jeg er også enig i at det bør skje en revurdering av Det internasjonale pengefondets og Verdensbankens rolle og arbeidsmåter. Det bør arbeides for en sterkere koordinering med FNs arbeid med utviklingsspørsmål, og det bør legges vesentlig større vekt på de ulike landenes økologiske, ressursmessige og sosiale situasjon når kravene til økonomiske reformer utformes. Norge bør også arbeide for at IMF og Verdensbanken i langt sterkere grad tar aktiv del i arbeidet for å få til gjeldssanering for de svakeste låntakerlandene.

Jeg vil også understreke behovet for å ta hensyn til de fordelingsmessige konsekvensene av den utviklingspolitikken som utformes og de kravene som stilles fra bistandsgivernes side. Vekst i BNP er en dårlig målestokk for utvikling, uten at man også skaffer seg et klart bilde av hva som skjer med den interne fordelingen av denne veksten.

En utviklingspolitikk ensidig fokusert på økonomisk vekst i tradisjonell forstand er problematisk. De miljømessige og ressursmessige konsekvensene av en vekstpolitikk etter vestlig oppskrift gir stor grunn til bekymring. Det vil derfor være uheldig dersom IMF og Verdensbanken gjennom sin politikk bidrar til å presse mottakerlandene inn i en utvikling som på sikt kan få betydelige økologiske skadevirkninger. Jeg er derfor enig i kommisjonens anbefaling om at det bør legges vekt på en større pluralisme i utformingen av krav til mottakerlandenes utviklingspolitikk. Etter mitt syn må de økologiske og fordelingsmessige spørsmålene her tillegges vesentlig vekt.

Dette innebærer at jeg ikke slutter meg til konklusjonen i pkt. 7.

Uttalelse om statsbankutvalgets utredning, NOU 1995:11 – statsbankene under endrede rammevilkår

Norges Bank avgav 23.6.95 en uttalelse til Finansdepartementet om statsbankutvalgets utredning, NOU 1995:11. Uttalelsen gjengis nedenfor.

Finansdepartementet ber i brev av 19. april 1995 om Norges Banks merknader til statsbankutvalgets utredning «Statsbankene under endrede rammevilkår».

Innledning

Utvalget har gitt en nyttig analyse av det norske statsbanksystemet, og Norges Bank er i hovedsak enig i utvalgets vurderinger og forslag. Norges Bank finner det positivt at utvalget foretar en såvidt grundig drøfting av kostnadene ved statsbanksystemet. Norges Bank er enig i at omfanget av disse kostnader tilsier at offentlig inngrep først bør finne sted når det konstateres betydelige avvik fra det som er en samfunnsøkonomisk optimal fordeling av kreditt. Norges Bank finner det videre nyttig og hensiktsmessig at det blir foretatt en gjennomgang av statsbanksystemet i lys av den generelle utvikling som har funnet sted i finansmarkedene og de endringer som er gjennomført i de samfunnsmessige rammevilkår. Norges Bank er av den oppfatning at den tilpasning av statsbanksystemet som utvalget foreslår, har en innretning som er godt tilpasset endringene i disse forutsetninger og den generelle utvikling i finansmarkedene for øvrig. Norges Bank støtter utvalgets generelle holdning til at statlig støtte bør gis i form av kontanttilskudd og ikke i form av rentesubsidier.

I det følgende vil Norges Bank først ta opp enkelte generelle problemstillinger. Deretter diskuteres utvalgets vurderinger av og tilrådninger for de enkelte statsbankene.

Statsbankene i konjunkturpolitikken

Et argument for statsbanksystemet har tradisjonelt vært at det var et hensiktsmessig virkemiddel i etterspørselsreguleringen. Dette hen-

synet er gradvis tonet ned de senere år. Utvalgets mindretall i boligfinansieringsspørsmålet fremholder slike argumenter. De legger til grunn at de rentevilkår som tilbys i statsbankene, vil være så gunstige i forhold til finansiering i private banker, at det vil oppstå en kø av låneprosjekter som det kan trekkes på dersom den norske økonomien går inn i en lavkonjunktur.

Norges Bank er prinsipielt av den oppfatning at etterspørselsregulering bør ivaretas gjennom de generelle virkemidler i den økonomiske politikken, i første rekke finanspolitikken. Som det ellers vil gå frem av diskusjonen under, tror Norges Bank det er riktig at de private bankene vil ha klare problemer med å konkurrere med disse vilkårene. Det er likevel tvilsomt om den rasjonering som oppstår, er så sterk at det oppstår en kø som er stor nok til å ha vesentlig betydning for etterspørselsreguleringen. Den underliggende boligdekning er vesentlig høyere og skattefordelen ved å investere i realkapital i forhold til finanskapital betydelig redusert i forhold til tidligere perioder. Hvis det derimot er slik at boligetterspørselen er høy, men det private bankvesen setter ekstra høye krav ved kreditttyting, vil økte rammer gjennom statsbankene kunne bidra til å opprettholde boligbyggingen. I dette tilfellet skulle det imidlertid ikke være behov for subsidiert kreditt.

En må i tillegg ta hensyn til at økt etterspørsel etter nye boliger i en situasjon med ubalanse i markedet, reduserer etterspørselen av eldre boliger slik at prisene faller. Boliger er den viktigste formueskomponenten for husholdningene, og et prisfall gir derfor en betydelig formuesreduksjon som erfaringsmessig slår ut i økt finanssparing for å gjenopprette formuesposisjonen. Dette kan motvirke hele stimulanseffekten nybyggingen av boliger gir.

Kapasitet og struktur

Davis-rapporten pekte på en overkapasitet på personmarkedet innen forretnings- og sparebanksektoren, som kommer i tillegg til overkapasiteten i statsbanksystemet. Omorganisering av den statlige boligstøtten både i samsvarende med utvalgets flertalls- og mindretallsforslag vil bygge ned kapasitet i statsbankene og bidra til å redusere den totale overkapasiteten. Effekten er størst ved flertallets forslag. I dag yter bankene toppfinansiering for lån til nyoppførte boliger. Slike engasjementer er utsatte når boligprisene synker. Dersom Husbanken går bort fra å gi ikke-behovsprøvede lån med rentesubsidiering, vil private kredittinstitusjoner kunne konkurrere om flere solide lånekunder. Kredittinstitusjonene kan dermed få mer diversifiserte utlånsporteføljer, noe som kan bidra til å styrke soliditeten i hele det finansielle systemet. I en økonomi med en så ensidig næringsstruktur som den norske, er det et viktig moment at institusjonene får mulighet til å redusere sin avhengighet av lån til næringslivet. Dersom finansinstitusjonene i utgangspunktet har optimalt diversifiserte porteføljer, vil det private kredittmarkedet kunne ønske å tilby mer risikolån. Dette er gunstig for finansmarkedets struktur og virkemåte. Det er imidlertid usikkert hvilke typer kredittinstitusjoner som i størst grad vil øke sitt utlånsvolum som følge av en eventuell nedgang i Husbankens omfang. I mange andre land ytes boliglån primært av obligasjonsutstedende foretak. Dersom boliglånene i Norge i stor grad går til kredittforetak, vil endringene i Husbanken i mindre grad bidra til at bankene oppnår mer diversifiserte utlånsporteføljer. Bankene har imidlertid anledning til å eie kredittforetak, og de kan også diversifisere sin utlånsportefølje ved å investere i kredittforetaksobligasjoner sikret i boliglån.

Obligasjonsmarkedet

Utvalgets forslag vil direkte eller indirekte kunne få konsekvenser for obligasjonsmarkedet. Det har i den senere tid skjedd en bedring i likviditeten i obligasjonsmarkedet. Utvalget påpeker at staten er i ferd med å etablere et låneprogram med få og store lån med standardiserte kjennetegn og varierende løpetider. Statslånene er referanselån og øker likvidite-

ten også i andre deler av obligasjonsmarkedet ved at prisingen blir enklere. Norges Banks planlagte primærhandlersystem vil kunne medvirke til å forbedre markedets funksjonsmåte ytterligere. Banker og finansieringsselskaper har nå anledning til å utstede obligasjoner uten løpetidsbegrensninger, og banker har også fått tillatelse til å eie kredittforetak. Forholdene ligger derfor til rette for at obligasjonsmarkedet kan bli en viktig innlånskilde for ulike finansinstitusjoner.

Den begrensning i SNDs og Husbankens direkte utlånsvirksomhet som foreslås i utredningen, vil innebære reduserte statlige innlån til statsbanksektoren, og dermed kan statens kredittverdighet bedres. Hvis størrelsen og dermed likviditeten i statslånene samtidig må reduseres, vil imidlertid dette neppe gi vesentlig lavere opplåningsrenter for staten. Norges Bank vil også peke på at Husbanken i de senere år med generelt rentefall har drevet en virksomhet som har gitt staten en viss avkastning, og da har låneopptak neppe svekket statens kredittverdighet i nevneverdig grad. Ved en renteøkning ville staten kunne tape på å ha kapital bundet i Husbanken. Norges Bank ser det derfor som fordelaktig at en reduserer det statlige ansvaret for statsbankenes innlåning allerede i dag, slik at statens stilling er mer robust i tilfelle av en eventuell fremtidig varig forverring av statsfinansene.

Både flertallet og mindretallet i utvalget åpner for at Husbanken kan selge ut oppføringslån enten direkte eller ved en verdipapirisering. Utvalget deler seg imidlertid i spørsmålet om dette kun skal gjelde gamle lån, som flertallets forslag innebærer, eller om det også skal gjelde nye lån, som er en variant av mindretallets forslag. Dersom en ønsker å bruke verdipapirisering for Husbanken, vil det etter Norges Banks vurdering være mest ryddig å samtidig åpne for at også andre institusjoner får anledning til å benytte metoden. De private finansinstitusjonene har så langt tatt få initiativ om verdipapirisering. Dels skyldes det at bankene er over den akutte krisen, og mange av dem har overskuddslikviditet. Dels skyldes det at bankene har hatt langt færre boliglån enn de kunne ønske, noe som blant annet skyldes statsbanksystemets store plass i boligfinansieringen. En reduksjon av den statlige boligfinansieringen vil trolig øke tilbyderens

interesse for verdipapirisering, og ettersom statlige obligasjonslån bortfaller, vil også etterspørselen etter obligasjoner med høy kvalitet øke. Norges Bank stiller seg i utgangspunktet åpen til metoden, men finner at den må utredes nærmere – blant annet må en eventuell endring i finansieringsvirksomhetsloven vurderes. En vil i den forbindelse vise til artikkel i Norges Banks kvartalstidsskrift *Penger og Kreditt* 1994/3.

Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND)

SND administrerer en rekke ordninger. Vi vil først ta for oss grunnfinansieringsordningen, dernest drøftes kort egenkapital- og risikokapitalordningene.

Utvalget diskuterer to mulige argumenter i favør av en offentlig grunnfinansieringsordning. En finner for det første at lave alternativverdier av fast produksjonsutstyr og bygninger i distriktene kan være et argument for utlån fra statsbankene, men at dette imidlertid vil være å regne for risikolån, slik at statsbankenes ordninger for risikolån kan benyttes. For det andre vurderer utvalget om konkurransen i markedet for grunnfinansiering er svak. Utvalget utelukker ikke at dette er tilfelle i enkelte geografiske områder eller i enkelte perioder, og trekker spesielt frem mindre bedrifter i distriktene. Utvalget mener likevel at markedssvikt ikke kan være noe stort problem.

Relevansen av markedssvikt-argumentet kan vanskelig dokumenteres uten en omfattende empirisk studie. Norges Bank innser at utvalget neppe hadde noen praktiske muligheter til å gjennomføre en slik studie.

Norges Bank vil i denne sammenheng peke på at det kan ha en viss betydning at en del kredittinstitusjoner legger geografiske begrensninger på sin utlånsvirksomhet. En kan ikke se bort fra at det i visse deler av landet og for visse typer av næringsvirksomhet ikke vil være reelle alternativ til de lokale banker på det private kredittmarkedet. Selv om geografisk nærhet til finansinstitusjonene er mindre viktig enn tidligere, er dette etter Norges Banks vurdering fortsatt av en viss betydning, i alle fall for små og mellomstore bedrifter.

Dette kan tale for at en til en viss grad kan

se det norske kredittmarkedet som en rekke mindre markeder. Etter Norges Banks vurdering er det likevel liten grunn til å regne med store innslag av markedssvikt i det norske kredittmarkedet. Det er videre naturlig å anta at en eventuell markedssvikt er mindre i markedet for grunnfinansiering enn for risikolåne-markedet. Som blant annet «Utredning om bedriftenes finansieringsmuligheter» avgitt til Finansdepartementet 23.11.92 dokumenterte, er manglende tilgang på kapital og kreditt til næringslivet primært en konsekvens av manglende lønnsomhet.

Utvalget foreslår å begrense, men ikke avvike SNDs grunnfinansieringsordning. En konsekvens av dette er at det blir SNDs oppgave å vurdere om det eksisterer et tilfredsstillende grunnfinansieringstilbud i det private kredittmarkedet, og, hvis slikt tilbud ikke eksisterer, i hvilket omfang statsbanken skal yte grunnfinansiering. Norges Bank mener at dersom SND fortsatt skal ha anledning til å yte grunnfinansiering, må det skje etter nærmere retningslinjer. Det er neppe hensiktsmessig at statsbankenes virksomhet fortrenger privat kreditttyting, og næringsfinansieringen gjennom SND bør derfor være et komplement til, og ikke et substitutt for, privat finansiering. SNDs grunnfinansieringsordning er trolig den finansieringsformen der konkurransen mellom statsbankene og de private kredittinstitusjonene er størst, og den bør derfor ha et begrenset omfang. Norges Bank savner i denne sammenheng en nærmere diskusjon av hva som bør være det totale omfanget av SNDs virksomhet.

Dersom SNDs grunnfinansieringsordning begrunnes med markedssvikt, må det etter Norges Banks vurdering være tilgangen på kapital og ikke prisen som er det sentrale. På denne bakgrunn, samt de generelt uheldige «vridende» effekter rentesubsidiering har, er Norges Bank enig med utvalget i at grunnfinansiering ikke bør tilbys til gunstigere vilkår enn i det private markedet. For å sikre at ordningen bare blir brukt når markedssvikt faktisk foreligger, er det mer nærliggende at grunnfinansiering tilbys til marginalt dårligere vilkår enn det som tilbys i det ordinære kredittmarkedet, enn at den tilbys til bedre vilkår. Det ville gi en test på om det virkelig foreligger en markedssvikt.

Av samme grunner mener Norges Bank det er uheldig dersom SND gir risikolån med rentesubsidier. Det er i den forbindelse viktig at subsidiene knyttet til lån i statsbankene tolkes som avvik i forholdet til gjeldende vilkår for tilsvarende lån i markedet og ikke i forhold til den direkte belastning på statsbudsjettet. Dersom staten ønsker å gi subsidier, for eksempel på bakgrunn av at det er knyttet positive eksterne virkninger til en virksomhet, bør denne støtten i prinsippet tilføres som kontanttilskudd. Rentesubsidier bør kun benyttes dersom det foreligger særlige kontrollproblemer, og den positive eksterne virkningen av virksomheten må da veies opp mot uheldige vridende virkninger av rentesubsidiering.

Landbruksbanken, Fiskarbanken og Lånekassen for aviser

Som utvalget påpeker, kan en samling av de statlige låneordningene rettet mot næringsvirksomhet gi samordningsgevinster i driften og gjøre statsbanksystemet enklere og mer oversiktlig. En samordning kan også bidra til at ulike deler av næringslivet stilles overfor mer ensartede avkastningskrav på investeringer. Slik situasjonen er i dag, hvor lån til næringsvirksomhet gis av flere statsbanker med tildels ulike mål for virksomheten, er det betydelig fare for at statsbankene ikke bidrar til en rasjonell allokering av ressursene. Norges Bank er derfor enig i en samling av den statlige næringsfinansieringen i SND. Norges Bank slutter seg også til utvalgets forslag om å overføre Landbruksbankens bolig- og byggelånsordning til Husbanken, slik at de statlige boliglånsordningene samles i en institusjon.

Statsgaranterte fiskelån

Norges Bank har gjennom en årrekke administrert en ordning med statsgaranterte driftskreditter til fiskeribedrifter, og banken har i tillegg også administrert andre låne- og støtteordninger til næringen som i hovedsak har sin bakgrunn i mer akutte problemer som har oppstått som følge av markeds- eller råstoffsvikt.

Statsbankutvalget viser til at SNDs virkemiddelapparat vil ivareta behovet i forhold til bedriftene under ordningen med statsgaranter-

te fiskelån. Norges Bank vil peke på at SND ikke tilbyr driftsfinansiering. Løsningen kan da være at SND garanterer for driftskreditter innvilget av private banker. Norges Bank viser her til utvalgets generelle drøfting av bruken av garantier.

Norges Bank er som tidligere nevnt, enig i den foreslåtte samling av den statlige næringsfinansieringen i SND. Norges Bank er derfor prinsipielt sett enig i utvalgets forslag om å avvikle ordningen for statsgaranterte fiskelån.

Husbanken

Ved drøfting av støtte til boligsektoren, er det grunn til å påpeke at statsbankene ikke er alene om å formidle subsidier til boligsektoren. Den fordelaktige skattemessige behandlingen av boligkapital innebærer reelt antakelig langt større overføringer til boligsektoren enn støtten gjennom statsbankene. Subsidier som ytes gjennom statsbanksystemet, tildeles etter eksplisitt søknad, og det finnes dermed muligheter for å gi disse en langt bedre fordelingsmessig utforming enn de omfattende subsidiene som går inn i boligsektoren gjennom den skattemessige behandlingen av boligkapital. Disse subsidiene er knyttet til historisk bestemte skattetakster på boliger og medfører tilfeldig fordeling av subsidiene. Subsidiene gjennom statsbankene er under langt bedre budsjettmessig kontroll. En diskusjon av nivå på og fordeling av ressursbruken i boligsektoren blir ufullstendig uten at en samtidig tar opp boligbeskatningen.

Når en ser bort fra støtte gjennom skattesystemet, er boligsubsidiene lave i Norge, sett i forhold til andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Det er etter Norges Banks mening trolig fortsatt gevinster å hente ved en konsentrasjon av innsatsen til vanskeligstilte grupper. Utvalget setter opp fire modeller, som representerer varierende omfang av det statlige engasjementet i boligfinansieringen. Ved en videreføring av Husbankens nåværende virksomhet, slik som det første alternativet foreslår, vil en ikke oppnå å målrette innsatsen. Norges Bank vil ikke anbefale det fjerde alternativet, ettersom det, som påpekt, kan følge uheldige insentiveffekter av at lånene ytes av privat sektor samtidig som staten sitter med kredittrisikoen.

Både modell 3, som tilrås av utvalgets flertall, og modell 2, som tilrås av mindretallet, innebærer at støtten konsentreres mer om vanskeligstilte grupper, og at støtten ytes i form av tilskudd fremfor subsidierte lånerenter. Hovedforskjellen mellom forslagene er at de ikke-behovsprøvede oppførings- og utbedringslåneordningene beholdes i modell 2, mens de avvikes i modell 3. Selv om slike lån gis uten vanlig rentestøtte over statsbudsjettet, vil statens lave innlånskostnader kunne gjøre disse lånene billigere enn lån fra private kredittinstitusjoner. Det er etter Norges Banks oppfatning ikke riktig å benytte begrepet «usubsidierte lån» om utlån fra statsbankene ytt til statens innlånsrente tillagt administrasjonskostnader. Bankene har en egenkapital som skal ha avkastning, og dette slipper statsbankene. De har dermed en permanent konkurransefordel. En viser for øvrig til diskusjonen om rentesubsidier i avsnittet om SND.

Ettersom boliglån har høy sikkerhet, vil private kredittinstitusjoners innlåning i et effektivt obligasjonsmarked kunne skje til lave marginer utover rentene på statsobligasjoner. På denne bakgrunn, samt den generelt sterke konkurransen om utlån med god sikkerhet, tror Norges Bank det neppe er noen fare for at lånekundene vil få mer enn en temmelig begrenset renteøkning på sine lån dersom Husbankens ikke-behovsprøvede boliglån i fremtiden ytes av private kredittinstitusjoner. Norges Bank kan ikke se at det eksisterer noen påviselig markedssvikt i boligfinansieringen.

Utvalget er positivt til verdipapirisering, og spesielt under modell 2 vil metoden kunne få et større omfang. Som nevnt finner Norges Bank det ønskelig at denne metoden gis en mer grundig vurdering. Modell 2 og spesielt modell 3 innebærer en sterkere konsentrasjon av støtten om vanskeligstilte grupper. Dersom Regjeringen vektlegger en sterkere fordelingspolitisk konsentrasjon av innsatsen i boligsektoren, kan det være mest hensiktsmessig å organisere boligfinansieringen etter modell 3. Modell 3 forutsetter at støtten ytes i form av tilskudd fremfor subsidierte lånerenter, mens det i modell 2 fortsatt i realiteten vil være subsidierte lån. Norges Bank viser til utvalgets generelle holdning til at støtte bør gis i form av tilskudd og ikke ved rentesubsidi-

dier. Norges Bank mener videre at det vil være gunstig for finansmarkedets struktur og virkemåte at de private kredittinstitusjonene får anledning til å konkurrere om en større del av boligfinansieringen. Norges Bank finner at Husbanken er et lite hensiktsmessig virkemiddel i stabiliseringspolitikken. Etter Norges Banks vurdering representerer både modell 2 og 3 en mer hensiktsmessig innretning i forhold til eksisterende ordning for Husbanken. Etter en samlet vurdering av blant annet de strukturelle forhold i kredittmarkedet og av den samlede favorisering av boliginvesteringer gjennom Husbanken og skattesystemet, vil hovedstyrets medlemmer Moland, Storvik og Ingebrigtsen tilrå at modell 3 velges og hovedstyrets medlemmer Høybråten og Strand Gerhardsen tilrå at modell 2 velges. Hovedstyrets medlemmer Kostøl og Velsand tilrår at modell 2 velges, men med fortsatt adgang for Husbanken til å gi rentestøtte.

Lånekassen for utdanning

Norges Bank er enig i at Lånekassen dekker et behov det private kredittmarkedet neppe ville ha dekket på en god nok måte, og at det derfor er behov for en statlig låneordning for utdanning.

Kommunalbanken

Kommunalbanken har formidlet lån til flere små og mellomstore kommuner, gjennom å ta opp lån i obligasjonsmarkedet. I tillegg til at dette har gitt bedre betingelser for kommunene enn om de skulle skaffet finansiering hver for seg, har de store standardiserte lånene bedret likviditeten og effektiviteten i obligasjonsmarkedet.

Kommunalbanken er imidlertid neppe et hensiktsmessig virkemiddel verken for å påvirke kommunale investeringer eller for å kanalisere overføringer til kommunene. På denne bakgrunn er Norges Bank enig i at Kommunalbanken ikke bør videreføres innenfor statsbanksystemet.

Særmerknader fra hovedstyrets medlemmer Kostøl og Velsand følger vedlagt.

Vedlegg

1) *Særmerknad fra hovedstyrets medlem Esther Kostøl*

Etter medlem Esther Kostøls syn har utvalget et forenklet og for ukritisk syn på det liberaliserte kredittmarked. Hun vil understreke at erfaringene særlig på 80-tallet viser at aktørene i det private kredittmarkedet langt fra er så rasjonelle i sin markedsadferd og risikovurdering som utvalget synes å forutsette.

Spesielt har ikke utvalget trukket fram moderne økonomisk forskning og erfaringer som viser at det er betydelig markedssvikt i det private kredittvesen, særlig i forbindelse med konjunktursvingninger.

Esther Kostøl mener det er større grunn til å legge vekt på statsbankenes rolle i makropolitikken. Disse kan motvirke adferden i det private kredittvesen og således virke konjunktur-dempende. Dette kan særlig gjelde Husbanken og SND.

2) *Særmerknad fra hovedstyrets medlem Lars Velsand*

Hovedstyrets medlem Velsand savner en sterkere vektlegging og vurdering av statsbankenes rolle når det gjelder arbeidet for å skape arbeidsplasser og tilfredsstillende levekår over hele landet. Etter mitt syn vil også et vel fungerende statsbanksystem være et nødvendig korrektiv til det private bankvesen, og vil kunne brukes bevisst for å få til en sterkere politisk styring av den økonomiske utviklingen. På flere punkter har jeg derfor en noe annen oppfatning enn det som går fram av de anbefalinger og konklusjoner som utvalget legger fram.

Dette gjelder blant annet SNDs rolle og oppgaver. Jeg minner om at SND blant annet er en videreføring av Distriktenes Utbyggingsfond, som hadde som formål å bidra til økonomisk utvikling i svakstilte områder av landet der det private bankvesen av ulike

grunner ikke ønsket eller maktet å stille opp. Det er viktig at denne funksjonen videreføres i større grad enn hva det legges opp til. Utviklingen i retning av at SNDs lånebetingelser og finansieringsordninger blir identiske med hva som tilbys på det private marked, svekker muligheten til å få til dette. Det gir i neste omgang argumenter for å redusere omfanget av SNDs virksomhet.

SND har vært i funksjon relativt kort tid, og vi har til nå liten erfaring med hvordan institusjonen vil fungere i forhold til blant annet distriktspolitiske hensyn. Jeg vil derfor på det nåværende tidspunkt gå i mot å avvikle Fiskarbanken og Landbruksbanken med sikte på å overføre deres oppgaver til SND. Dette gjelder også ordningen med de statsgaranterte fiskelånene som Norges Bank i dag administrerer. Etter min vurdering er det viktig å ta vare på den ekspertise og kompetanse som her er bygd opp. Jeg stiller meg tvilende til at det er mulig innenfor de rammene som er lagt for SNDs virksomhet.

Når det gjelder Husbanken, er det min oppfatning at den fortsatt bør gi lån uten behovsprøving til boliger av nøktern standard. Jeg deler ikke utvalgets oppfatning om at boligsubsidier generelt bør gis som tilskudd og ikke som subsidierte lån. I perioder med høy markedsrente kan rentesubsidier – som fortsatt må fastsettes gjennom politiske vedtak – ha en positiv effekt når det gjelder å holde boligbyggingen oppe.

Det viktigste siktemålet ved utformingen av boligfinansieringen må ellers være å skaffe de boligsøkende gunstigst mulige lån, slik at flest mulig blir satt i stand til å eie sin egen bolig. Hensynet til de private kredittinstitusjonenes ønske om å overta en større del av boliglånene, fordi dette er stabile og sikre lån, kan ikke være noen begrunnelse for å redusere det statlige engasjementet i boligfinansieringen.

Uttalelse om søknad om overtakelse av Vital forsikring AS fra henholdsvis Aegon NV og Den norske Bank AS

Norges Bank avgav 30.8.1995 følgende uttalelse til Kredittilsynet.

1. Innledning

Kredittilsynet ber i brev av hhv. 7 og 4 juli 1995 om Norges Banks uttalelse vedrørende søknader fra hhv Aegon NV (Aegon) og Den norske Bank (DnB) om å overta Vital Forsikring AS (Vital). Høringsfristen til Kredittilsynet for begge søknadene er 5 september 1995. Norges Bank har valgt å behandle begge søknadene i dette brevet.

2. Aegons søknad

Aegon Norway Holding AS ble stiftet 18 mai 1995 med det formål å fremsette kjøpstilbud til Vitals aksjonærer. Aegon søker i brev av 31 mai 1995 om tillatelse for dette nyopprettede selskapet til å erverve inntil 100 prosent av aksjene i Vital. Det søkes om godkjenning av konsernstrukturen i Norge. Den vil bestå av Vital eid av det nye holdingselskapet, hvis eneste virksomhet er å forvalte sine eierinteresser i Vital. Videre søkes det om tillatelse til at det norske holdingselskapet kan bli eiet av holdingselskapet Aegon International Holding, som igjen er eiet av konsernspissen Aegon NV.

Overtakelsestilbudet

Aegon og Vital inngikk 2 mai en avtale om overtakelsestilbud som forplikter Aegon til å tilby seg å kjøpe alle aksjer i Vital til kurs 103 kroner pr. aksje. Dette verdsetter Vital til 2,77 milliarder kroner. Tilbudet er betinget av at det aksepteres av minst 90 prosent av aksjene, og at konsesjon gis av norske myndigheter.

Aegon skal først gi tilbudet når det eventuelt er avklart at DnB ikke får konsesjon til å overta Vital. Søknaden er likevel ikke sendt med forbehold om at DnB ikke får konsesjon, jf Finansdepartementets brev til Aegon av 13 juni 1995 og selskapets svarbrev 28 juni 1995. Søknaden behandles derfor nå.

Formålet med oppkjøpet

Aegon forventer en fortsatt vekst i det nordiske markedet for livs- og pensjonsforsikring. Hovedformålet med overtakelsen er å få en strategisk og permanent enhet som kan betjene det nordiske markedet. Etter Aegons vurdering kan ikke dette markedet betjenes via grensekryssende virksomhet. Selskapet foretrekker å overta et norsk selskap med en betydelig markedsandel.

Om Aegon-konsernet

Aegon NV er morselskapet i det nederlandske Aegon-konsernet som er en av verdens 20 største forsikringsgrupper. Konsernets forvaltningskapital ved utgangen av 1994 var om lag 548 milliarder kroner (NLG 137 milliarder), mens verdien av egenkapitalen var om lag 32 milliarder kroner (NLG 8 milliarder). I følge søknaden var egenkapitalens verdi økt til om lag 52 milliarder kroner (NLG 13 milliarder) ved utgangen av mai 1995. Av konsernets inntekter stammer 42 prosent fra virksomheten i Nederland, 27 prosent fra andre europeiske land (Storbritannia, Ungarn og Spania), og 31 prosent fra USA.

Virkning for Vital

Aegon mener oppkjøpet vil være positivt for Vital, som vil få tilgang til produkter, systemer og ekspertise fra Aegon. Det er Aegons målsetting at Vital skal fortsette sin virksomhet som et eget datterselskap. Aegon-konsernet følger en desentralisert ledelsesmodell. De fleste styremedlemmer i Vital vil være norske, mens et mindretall vil være representanter for Aegon-gruppen.

3. DnBs søknad

DnB søker i brev av 14 juni 1994 om tillatelse til erverv av aksjene i Vital og om tillatelse til etablering av finanskonsern.

DnB har fremmet et oppkjøpstilbud uten Vitals medvirkning, og banken har derfor ikke hatt tilgang til annen informasjon om Vital enn den som er offentlig tilgjengelig. DnB har derfor ikke hatt mulighet til å fremlegge en detaljert driftsplan for de neste tre år slik loven krever. Driftsplanen vil i følge søknaden bli utarbeidet så snart som mulig.

Banken søker om midlertidig dispensasjon fra regelen om at en finansinstitusjons eierandel i en annen finansinstitusjon skal være 100 prosent eller ikke over 10 prosent. Banken søker om tillatelse til å eie mellom 85 og 100 prosent av aksjene i Vital inntil den har ervervet mer enn 90 prosent og kan kreve de resterende aksjonærene innløst etter aksjelovens regler.

DnB ønsker at Vital skal innpasses i konsernet på samme måte som det nyetablerte DnB Forsikring AS, som er heleid av holdingskapet DnB Forsikring Holding AS som igjen er eiet av DnB-morbank. Holdingskapet vil endre navn til Vital Holding AS og også være holdingskap for DnB Investor og Aktiv forvaltning. Virksomhet som tidligere var planlagt i DnB Forsikring, blir ikke lenger aktuell.

Det er ikke tatt stilling til alle forhold vedrørende organiseringen av finanskonsernet, og det søkes om at ny søknad om endelig organisering av konsernet kan sendes etter rimelig tid, som bes satt til minimum 12 måneder.

Overtakelsestilbudet

23 mai 1995 fremsatte DnB tilbud til aksjonærene i Vital om kjøp av samtlige aksjer i Vital for 110 kroner pr aksje forutsatt at DnB får konsesjon. Tilbudet verdsetter Vital til 2,96 milliarder kroner, som er 50,7 prosent over verdien beregnet etter siste omsetningskurs på Oslo Børs før Aegons tilbud ble offentliggjort.

Ved akseptfristens utløp 8 juni 1995 hadde DnB sikret seg kontroll over 87,9 prosent av aksjene i Vital. Etter handler på Oslo Børs 14 august, og DnBs gjentatte tilbud om aksjekjøp, er det mulig DnB har sikret seg mer enn 90 prosent av aksjene.

Tidligere samarbeid mellom DnB og Vital

DnB og Vital har gjennom flere år samarbeidet om salg av livsforsikringsprodukter. Etter DnBs mening har kundene vært positive til å kunne kjøpe forsikring gjennom sin bankforbindelse, og de ansatte utnyttet kundebasen og relasjonene til den enkelte kunde på en god måte. DnB besluttet likevel høsten 1994 å avvikle samarbeidet og å opprette et eget hel-eiet forsikringsselskap, DnB Forsikring. En viktig årsak til at DnB ikke ønsket å fortsette samarbeidet, var at banken ikke mottok noen andel av forvaltningsresultatet i Vital.

Høsten 1994 var det kontakt mellom DnB og Vital om mulig konserndannelse. Samtalene ble i følge DnB avsluttet på et tidlig stadium på grunn av ulikt syn på verdsettelse og på organisasjonsspørsmål.

Formålet med oppkjøpet

Også DnB forventer en fortsatt vekst i det norske livsforsikringsmarkedet. DnB mener oppkjøp av Vital gir et bedre utgangspunkt for å bli et finanskonsern med vid produktbredde enn etablering av et nytt livselskap. DnB ønsker tilgang til Vitals kompetanse, etablerte fagmiljøer, etablerte produkter og sterke markedsposisjon. DnB vil ha særlig nytte av Vitals kompetanse og posisjon med hensyn til kollektive forsikringer.

Videre mener DnB at det vil være synergieffekter knyttet til distribusjon av forsikringsprodukter i en bank. DnB forventer også betydelig synergieffekter på systemsiden.

DnB legger vekt på at oppkjøpet av Vital vil være fordelaktig for DnBs aksjonærer gjennom høyere avkastning på egenkapitalen og reduserte svingninger i inntjeningen.

Virkinger for DnB

Oppkjøpet av Vital vil etter DnBs egne beregninger medføre at kjernekapitaldekningen vil falle fra 7,4 til 6,5 prosent, mens total kapitaldekning vil falle fra 12,4 til 10,5 prosent. Kapitaldekningen ved utgangen av året vil bli styrket med årets resultat etter utbytte.

4. Rammevilkår, konkurranse og markedsstruktur

I det følgende behandles rammevilkår og konkurranse på finansmarkedet. Videre skisseres strukturen på forsikringsmarkedet og utenlandsk eierskap i det norske livmarkedet, før norske finanskonsern kort beskrives. Deretter gis en vurdering av søknadene fra Aegon og DnB.

Rammevilkår og konkurranse

Strukturpolitikken for banknæringen ble drøftet i 1994, i St. meld. 39 om bankkrisen og utviklingen i den norske banknæringen. Målsettingen er at det skal være tilstrekkelig konkurranse i det norske finansmarkedet.

Da det i 1991 ble åpnet for finanskonsern som inneholder bank og forsikring, gikk et flertall i Finanskomiteen imot å tillate finanskonsern der en stor bank overtar et stort forsikringsselskap. Det ble imidlertid ikke tatt inn noe forbud mot dette i loven.

Finansieringsvirksomhetsloven og forsikringsvirksomhetsloven fra 1988 tilrettela for økt konkurranse. Forsikringsvirksomhetsloven innførte rett for kundene til flytte sine livs- og pensjonsforsikringer fra et livselskap til et annet. Dette har bidratt til å redusere den tidligere innlåsningen av kunder og dermed ført til et økt konkurransepress i livmarkedet.

Bransjeskillene mellom bank og forsikring er blitt redusert de siste årene. Det skjer en utvikling mot at livselskapenes produkter nærmer seg bankinnskudd og andre spareformer. F.eks. tilbyr selskapene spareprodukter nærmest uten forsikringselement. En eventuell introduksjon av livsforsikring med investeringsvalg (unit-linked) i det norske markedet vil forsterke denne bransjeglidningen.

Det kan synes som om konkurransen både innen forsikringsmarkedet, innen bankmarkedet og mellom de to institusjonstyper har økt og vil øke ytterligere i de kommende år. Livselskapenes kostnader som andel av forvaltningskapitalen har falt fra om lag 2 prosent i 1985 til vel 1 prosent i 1994, noe som peker i retning av økt konkurranse. I det norske bankmarkedet har rentemarginen vært fallende de siste årene, og spredningen i rentemarginen mellom enkeltbanker er blitt mindre. Dette indikerer økende konkurranse i inn-

skudds- og utlånsmarkedene. Videre er kundenes lojalitet til enkeltbanker blitt redusert, særlig etter dereguleringen på midten av 1980-tallet, noe som også innebærer større konkurranse.

I tillegg til konkurranse på de enkelte delmarkeder er det norske finansmarkedet i økende grad preget av konkurranse mellom finanskonsern. Denne er imidlertid vanskelig å måle.

EØS-avtalen inneholder bestemmelser om at kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper med hovedsete i EØS-området har rett til å betjene det norske markedet enten ved å etablere filial eller ved å tilby tjenester direkte over landegrensene. Forskjellsbehandling på grunnlag av nasjonalitet er ikke tillatt. Ved oppkjøp og etablering av virksomhet har imidlertid myndighetene anledning til å vurdere hvorvidt en oppkjøper er egnet og innehar nødvendig kompetanse («fit and proper»-kriteriet). Fjerningen av de formelle etableringshindringene har bidratt til økt konkurranse i det norske finansmarkedet.

I personkundemarkedet er fysisk nærhet til kunden såpass viktig at grensekryssende tjenesteyting trolig vil bli av relativt begrenset betydning. EØS-avtalen forhindrer heller ikke skattemessig diskriminering av selskaper som ikke er etablert i kundens hjemland. Dette er spesielt viktig for livs- og pensjonsforsikring. For at utenlandske livselskaper skal kunne dra fordel av norske skattebestemmelser for betjening av norske kunder, må de derfor etablere seg i Norge enten med filial eller datterselskap. Oppbygging av ny virksomhet fra bunnen av vil være svært tidkrevende. Utlendinger som tar sikte på å få en posisjon i det norske livmarkedet vil derfor trolig søke å gjøre dette ved å overta et norsk selskap som har opparbeidet tillit og kundemasse i Norge.

Kort om strukturen i forsikringsmarkedet

Ved utgangen av 1994 var det totalt 10 norske livselskaper, 131 private pensjonskasser, 138 private pensjonsfond og 33 kommunale pensjonskasser og pensjonsfond.

UNI Storebrand Liv AS er det største norske livselskapet med en markedsandel på omtrent 30 prosent målt etter premieinntekter. Deretter følger Kommunal Landspensjons-

kasse, Vital Forsikring AS og Gjensidige Livsforsikring som alle har nær 20 prosent markedsandel. Kommunal Landpensjonkasse har begrenset sin virksomhet til kollektive pensjonsordninger for kommuner og deltar derfor ikke i markedet på samme måte som de øvrige tre selskapene.

Vital har en betydelig markedsandel innenfor hver av de ulike typene individuell og kollektiv livs- og pensjonsforsikring. Selskapet har høyest markedsandeler innen pensjonsforsikring, og noe lavere markedsandeler innen kapitalforsikring.

Total forvaltningskapital i livbransjen ved utgangen av 1994 var omlag 220 milliarder kroner. Derav sto UNI Storebrand Liv for nær 100 milliarder kroner, mens Vital hadde i overkant av 40 milliarder kroner.

Utenlandsk eierskap i livmarkedet

Det er ingen utenlandske livselskaper som har filial i Norge, men det er ett livselskap som er heleid fra utlandet. Det gjelder det nyetablerte Vesta Liv, som er det nest minste livselskapet i Norge. Skadeforsikringsselskapet Vesta ble oppkjøpt av det svenske forsikringsselskapet Skandia i 1989, og Vesta Liv ble etablert etter dette. Videre er Samvirkegruppen, som har det sjette største livselskap i Norge, eid med en tredjedel av svenske og danske kooperative forsikringsgrupper. David, som er Norges minste livselskap, var en tid eiet av Irish Life, men er nå norskeid igjen gjennom flere sparebanker.

Kort om norske finanskonsern

Det har funnet sted en større integrasjon mellom banker og forsikringsselskaper etter at det ble åpnet for dannelsen av blandede konsern i 1991. I dag er de fleste bankene involvert i livsforsikring. Kreditkassen eier Norske Liv og Sparebanken NOR eier Alfa Livsforsikring. Som nevnt eier flere sparebanker i fellesskap David Livsforsikring. Alle disse bankene selger livsforsikringsprodukter gjennom sitt filialnett. Dessuten har Gjensidige Forsikring salgsvtaler med en rekke mindre sparebanker.

Hittil har ett forsikringsselskap, nemlig Gjensidige, startet bank.

DnB-konsernet er det klart største finanskonsernet i Norge, med en forvaltningskapital på ca. 150 mrd kroner uten Vital. Konsernene Kreditkassen (uten Norgeskreditt), Sparebanken NOR og UNI Storebrand er omtrent like store, med en forvaltningskapital på rundt 100 mrd kroner. Vital har en forvaltningskapital på drøyt 40 mrd kroner, mens Norgeskreditt ligger i overkant av 20 mrd kroner. Det betyr at dersom både DnB og Kreditkassen får innvilget sine konsesjonssøknader om å overta henholdsvis Vital og Norgeskreditt, vil DnBs forvaltningskapital bli drøyt 190 mrd kroner, Kreditkassens drøyt 120 mrd kroner mens Sparebanken NOR og UNI Storebrand fortsatt vil forvalte omkring 100 mrd kroner. Dersom DnB overtar Vital, vil således konsentrasjonen i det norske finansmarkedet bli ytterligere forsterket.

5. Hensyn ved vurdering av søknadene

Norges Bank har ved vurdering av disse søknadene, som i tilsvarende struktursaker, i særlig grad lagt vekt på hensynet til soliditet og stabilitet i det norske finansmarkedet og til konkurransen. Norges Bank har også lagt vekt på hensynet til enkel og oversiktlig konsernstruktur.

6. Vurdering og tilråding av Aegons søknad

6. 1. Vurdering

Aegon er en betydelig forsikringsgruppe internasjonalt, og gruppens soliditet synes god. Forvaltningskapitalen er to og en halv ganger så stor som hele det norske livmarkedet. Aegon vil kunne styrke Vital gjennom å tilføre nye produkter og systemer både innen forsikringsvirksomheten og kapitalforvaltningen. Dette kan bidra til at UNI Storebrands posisjon utfordres.

I tillegg vil markedet få en ny konkurrent i det nystartede DnB Forsikring. DnB Forsikring kan bli en betydelig konkurrent ettersom DnB gjennom sitt filialnett har et godt utgangspunkt for å bygge opp et livsforsikringsselskap. I følge søknaden fra DnB om å opprette selskapet, kan banken forvente å få betydelige markedsandeler relativt raskt, særlig innenfor individuelle forsikringer.

Dersom Aegon overtar Vital, vil selskapet fortsatt være solid, og konkurransen i det norske markedet blir skjerpet. Hensynet til konkurransen i det norske markedet taler for en liberal praksis med hensyn til overtakelse av norske livselskap fra seriøse utenlandske selskaper. Gjennom EØS-avtalen er Norge dessuten forpliktet til ikke å diskriminere utenlandske eiere.

Organiseringen av det norske delkonsernet er enkel og oversiktlig.

6.2. Tilrådning

Norges Bank vil anbefale at Aegon får innvilget sin søknad. Dette innebærer :

- Aegon gis konsesjon til å erverve 100% av aksjene i Vital Forsikring AS, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2a-3, 2. ledd.
- Strukturen i det norske delkonsernet godkjennes, jf. samme lovs § 2a-6.

7. Vurdering og tilrådning av DnBs søknad

7.1. Vurdering

Virkning på konkurransen på livmarkedet

Med DnB som eier av Vital kan konkurransen i livsforsikringsmarkedet forventes å øke i forhold til dagens situasjon, i og med at Vital som del av Norges største finanskonsern vil bli en sterkere konkurrent til de øvrige livselskapene. Konkurransen vil imidlertid trolig øke mer dersom Vital overtas av en sterk utenlandsk eier. Dersom DnB overtar Vital, vil selskapet ikke tilføres Aegons internasjonale kompetanse med hensyn til produkter og systemer. Det vil dessuten bli en konkurrent mindre ved at DnB Forsikring ikke blir etablert. I og med at norske livselskaper står under konkurransetrykk både fra utenlandske selskaper og andre tilbydere av spareordninger, vil imidlertid neppe DnB som eier av Vital innebære noen svekkelse av konkurransen i forsikringsmarkedet.

Synergieffekter

Dersom DnB kjøper opp Vital, kan det også tenkes å få betydning for andre delmarkeder

enn livsforsikring. Oppkjøpet kan gi et potensiale for synergieffekter ved at både livsforsikring, banktjenester og andre finansielle tjenester tilbys av samme konsern. I den grad det er tilfelle, vil DnB-Vital kunne yte tradisjonelle tjenester som utlån og innskudd mer effektivt, noe som vil kunne stimulere konkurransen i disse delmarkedene.

Virkningen på konkurransen mellom finanskonsern

Det er vanskelig å anslå hvor viktig konkurransen mellom finanskonserner er, og hvilken virkning dannelsen/omdannelsen av slike konserner vil kunne ha for inntjeningen til aktørene.

Dersom DnB overtar Vital, vil DnB-konsernet bestå av bank, kredittforetak, finansieringsselskaper og livselskap. Konsernet kan komme til å få stor innflytelse i det norske verdipapirmarkedet som er lite, med et fåtall institusjonelle investorer. Konsernet vil derved kunne påvirke prissettingen i markedet. Det er imidlertid grunn til å anta at konkurransen fra utenlandske aktører i tilfelle vil bidra til å forhindre en uheldig prissetting.

DnBs eventuelle overtakelse av Vital vil neppe lede til at noen av selskapene i konsernet må selge aksjer eller obligasjoner for å oppfylle begrensningene for totalt aksjeinnehav. Ny forskrift for begrensning av finansinstitusjoners største enkeltkundeengasjement er imidlertid ennå ikke vedtatt. Norge er forpliktet til å implementere EUs direktiv nr. 92/121 om kredittinstitusjoners store engasjementer. I høringsutkastet er det foreslått at den norske forskriften for kredittinstitusjoner også skal omfatte forsikringsselskaper. Dette er i tråd med den praksis Norge har ført også ved implementeringen av solvensdirektivet som i EØS gjelder bare for kredittinstitusjoner. Den foreslåtte norske forskriften vil også gjelde konsolidert for finanskonsern. I høringsuttalelsen av 1. september 1994 uttrykte Norges Bank bekymring for konsekvensene for verdipapirmarkedet av at reglene gjøres gjeldende for forsikringsselskaper, og særlig for at de foreslåtte reglene er strengere enn det direktivet tillater. Dersom bestemmelsene i forskriftsutkastet iverksettes, vil det kunne få konsekvenser for konsernet DnB-Vitals utlån

til og plasseringer i store selskaper. Det vil derfor være naturlig at dette forhold vurderes nærmere også ved fastsetting av forskrifter.

Konsernstruktur

Organiseringen av konsernet med Vital som datterselskap av et holdingselskap som igjen er datter av DnB morbank, vurderes som oversiktlig.

Soliditet og stabilitet

Kapitaldekningen i DnB-konsernet vil, med den kapitaldekning som er angitt i søknaden, ligge over lovens minstekrav på 8 % også etter overtagelsen av Vital. I og med at DnB-Vital vil være Norges klart største finanskonsern, hadde det vært ønskelig at kapitaldekningen hadde vært noe høyere. God kapitaldekning vil kunne bidra til bedre innlånsbetingelser og dermed sikre både soliditet og inntjening for konsernet. Ettersom kapitaldekningen ligger over lovens minstekrav også etter et eventuelt oppkjøp, vurderer likevel Norges Bank kapitaldekningen som akseptabel.

Større finanskonsern bidrar trolig til styrket konkurransemessig posisjon for norske aktører, og oppkjøpet vil derfor kunne bidra til å underbygge stabiliteten i det norske finansielle systemet.

Både Vital og DnB hadde betydelige overskudd i første halvår 1995, og det er ikke grunn til å ha særlige merknader til utsiktene til inntjening til tross for at det ikke foreligger driftsprogner.

Sammenfattende vurdering og konklusjon

Da Norges Bank uttalte seg om danningen av blandede konsern 17 oktober 1990, hadde banken en åpen holdning til om konsern skulle kunne dannes gjennom en stor banks oppkjøp av et betydelig forsikringsselskap. Et flertall i Finanskomiteen ga, som tidligere nevnt, uttrykk for en mer restriktiv holdning ved behandlingen av lovendringen i Stortinget. Norges Bank har fortsatt en åpen holdning til slike finanskonsern. En viktig grunn til dette er at konkurransen i de norske finansmarkedene er skjerpet siden 1990. Det er åpnet ytterligere for utenlandsk konkurranse, de «nest største» institusjonene har vokst

gjennom fusjoner, konkurranseklimaet i næringen er skjerpet i kjølvannet av bankkrisen og Postbanken er etablert som fullverdig bank med samme rammevilkår som andre banker. DnB-konsernets størrelse innebærer imidlertid en mulighet for at konsernet vil kunne påvirke prissettingen i verdipapirmarkedene. Det er imidlertid grunn til å anta at konkurransen fra utenlandske aktører i så fall vil forhindre en uheldig prissetting.

Større finanskonsern bidrar trolig til styrket konkurransemessig posisjon for norske aktører, og oppkjøpet vil derfor kunne bidra til å underbygge stabiliteten i det norske finansielle systemet.

Med hensyn til kapitalsituasjonen, er den i utgangspunktet ikke så god som kunne vært ønskelig, og den vil svekkes gjennom oppkjøpet. Kapitaldekningen vil imidlertid oppfylle de lovbestemte krav med god margin, og kan derfor likevel vurderes som tilfredsstillende. Både Vital og DnB hadde betydelige overskudd i første halvår 1995, og det er ikke grunn til å ha særlige merknader til utsiktene til inntjening til tross for at det ikke foreligger driftsprogner. Konsernstrukturen i det nye konsernet må vurderes som fullt ut tilfredsstillende.

7.2. Tilrådning

Norges Bank vil anbefale at DnB får innvilget sin søknad. Dette innebærer:

- DnB gis konsesjon til å erverve 100% av aksjene i Vital Forsikring AS, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2a-3, 2. ledd.
- Vital innpasses i konsernet som et heleid datterselskap av holdingselskapet DnB Forsikring Holding AS (som endrer navn til Vital Holding AS) som igjen er eiet av DnB-morbank jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2a-6.
- Søknad om endelig organisering av konsernet ettersendes innen et år.
- DnB gis midlertidig dispensasjon til å eie mellom 85 og 100 prosent av aksjene i Vital inntil 90 prosent-grensen er nådd og de resterende aksjonærene kan kreves innløst etter aksjeloven, jf. finansieringsvirksomhetsloven §2-2, 1. ledd og 2. ledd nr. 9.

Det forutsettes at DnB snarest mulig fremlegger en detaljert driftsplan for de neste tre år slik loven krever.

8. Særmerknad fra hovedstyrets medlem Lars Velsand

Hovedstyrets medlem Lars Velsand vil uttale:

«Det bør være et mål å motvirke for sterk konsentrasjon i det norske finansmarkedet.

Dette tilsier at man bør tilstrebe å beholde et visst antall selvstendige aktører, forutsatt at de har en tilstrekkelig størrelse og soliditet, noe Vital synes å ha.

Ut fra en slik vurdering vil undertegnede tilrå at det ikke gis konsesjon for overtakelse av Vital.»

Uttalelse om søknad fra Kreditkassen om overtakelse av Norgeskreditt Holding AS

Norges Bank avgav 30.8.1995 følgende uttalelse til Kredittilsynet

Søknaden

Kredittilsynet ber i brev av 26 juli 1995 om Norges Banks uttalelse vedrørende søknad fra Kreditkassen (Christiania Bank og Kreditkasse) av 14 juli 1995 om tillatelse til at Kreditkassen morbank erverver alle aksjene i Norgeskreditt Holding AS som har tre heleide datterselskaper; to kredittforetak: Norgeskreditt AS og Kommunekreditt Norge AS, samt forretningsbanken Finansbanken. Dersom søknaden innvilges, vil Kreditkassen selge Finansbanken. Det søkes om midlertidig dispensasjon fra hovedregelen om at en bank ikke skal eie en annen bank, slik at Kreditkassen kan eie Finansbanken i inntil 9 måneder etter konsesjonsdato. Videre søkes det om midlertidig dispensasjon fra regelen om at en finansinstitusjons eierandel i annen finansinstitusjon skal være enten 100 % eller ikke over 10%, slik at Kreditkassen inntil 31 mars 1997 kan eie mellom 90 og 100 % av aksjene i Norgeskreditt Holding AS. Det søkes videre om godkjenning av ny konsernstruktur.

Overtakelsestilbudet og Stiftelsen Norgeskreditt

Norgeskreditt Holding AS har en samlet aksjekapital på 1 533 626 900 kroner fordelt på omlag 74% preferanseaksjer og 26% ordi-

nære aksjer. Stiftelsen Norgeskreditt eier samtlige av de ordinære aksjene og har dispensasjon fra 10 % - eierbegrensningsreglen fram til 12 mai 1997.

Kreditkassen hadde pr 14 juni 1995 mottatt aksept for kjøp av ca 98 prosent av preferanseaksjene i Norgeskreditt Holding, svarende til ca 71 prosent av alle aksjene. Kreditkassens tilbud til de øvrige av aksjonærene er betinget av at det oppnås avtale med Stiftelsen Norgeskreditt om overtakelse av dens aksjer. Denne avtalen er under utarbeidelse og vil bl.a. omfatte rammer for Stiftelsens virksomhet inntil mai 1997. Stiftelsens formål er å ivareta låntakernes interesser, spesielt dem som har såkalt tilleggsansvar knyttet til lån opptatt av Norgeskreditt før selskapet ble omdannet fra forening til aksjeselskap. Slikt ansvar innebærer at solide låntakere kan belastes hvis andre låntakere misligholder sine forpliktelser. En avtale om at Kreditkassen overtar aksjene til Stiftelsen, vil innbefatte en garanti-erklæring fra banken som innebærer at tilleggsansvaret overføres fra lånekundene til banken.

Begrunnelse for tilbudet

Kreditkassen oppgir at hovedbegrunnelsen for oppkjøpet av Norgeskreditt Holding AS ligger i muligheten for å samordne og videreutvikle selskapets virksomhet med det kredittforetak som banken allerede har (Vestensfjelske Bykreditt AS)

og Kreditkassens øvrige produkter slik at «pantelånsvirksomheten over tid oppnår maksimal konkurransekraft og lønnsomhet».

Anslag for soliditet og lønnsomhet

I søknaden anslås at Kreditkassen konsern inklusiv Norgeskreditt i 1995 vil få et overskudd etter tap i overkant av 1 % av gjennomsnittlig forvaltingskapital. Neste år vil overskuddet bli lavere, for deretter å stige opp mot 1 % i 1998. For Kreditkassens konsern eksklusiv Norgeskreditt er resultatanslagene litt høyere i de nevnte årene.

Kapitaldekningen pr 31 desember 1995 er anslått til 11,7 % for Kreditkassen konsern eksklusiv Norgeskreditt, mot 9,5 % for konsernet inklusiv Norgeskreditt. Tilsvarende tall for kjernekapitaldekningen er hhv 6,6 og 5,4%.

Ved utgangen av 1998 er kapitaldekningen anslått til 10,9 % dersom Norgeskreditt ikke kjøpes, mens den antas å bli to prosentpoeng lavere dersom Norgeskreditt overtas. Tilsvarende tall for kjernekapitaldekningen er hhv 8,3 og 6,4 %.

Vurdering

Norges Bank har ved vurdering av denne søknaden, som i tilsvarende struktursaker, primært lagt vekt på hensynet til soliditet og stabilitet i det norske finansmarkedet og til konkurransen. Norges Bank har også vurdert enkelte andre forhold, blant annet konsernstruktur.

Rammevilkår for konkurransen

Strukturpolitikken for banknæringen ble drøftet i 1994, i St. meld. 39 om bankkrisen og utviklingen i den norske banknæringen. Målsettingen er at det skal være tilstrekkelig konkurranse i finansmarkedet. EØS-avtalen inneholder bestemmelser om at kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-området har rett til å betjene det norske markedet enten ved å etablere filial eller ved å tilby tjenester direkte over landegrensene. Dette innebærer en fjerning av de formelle etableringshindringene, og har bidratt til økt konkurranse-

press i det norske finansmarkedet. Forskjellsbehandling på grunnlag av nasjonalitet er ikke tillatt.

Det norske finansmarkedet er preget både av konkurranse på enkelte delmarkeder og mellom finanskonsern. Ved vurdering av hvilken effekt Kreditkassens oppkjøp av Norgeskreditt vil ha på konkurransen i det norske finansmarkedet, vil det særlig være relevant å se på markedet for fastrentelån og på konkurransen mellom finanskonsern.

Konkurransen på markedet for fastrentelån

Tradisjonelt har kredittforetakene hatt enerett til å finansiere seg ved fastrenteobligasjoner. Liberaliseringen av det norske finansmarkedet innebar bl.a. at også banker fikk adgang til slik finansiering. Dette fremmet bankenes mulighet til å tilby fastrentelån på linje med kredittforetakene, og dette har medført en bransjeglikning mellom banker og kredittforetak slik at de i større grad kan konkurrere med hverandre. Dette tilsier at konkurransen om fastrentelån mellom bank og kredittforetak bør vurderes under ett.

I kjølvannet av denne liberaliseringen ble kredittforetaket Bolig- og Næringskreditt i 1992 omdannet til Bolig- og Næringsbanken. Videre er låneporteføljer til en viss grad blitt flyttet ut av kredittforetak i forbindelse med at enkelte kredittforetak ble innlemmet i finanskonsern og ved salg av kredittforetaksporteføljer til utenlandsk eide finansinstitusjoner. I 1988 hadde kredittforetakene betydelig lavere gjennomsnittlig utlånsrente enn bankene, mens det i 1995 er bankene som ligger lavest. Dette er en følge av nedgangen i rentenivå og at renter med lang bindingstid nå er høyere enn de med kort, mens det tidligere har vært motsatt. Det at bankene nå har en lavere gjennomsnittlig utlånsrente enn kredittforetak, gir grunn til å tro at kredittforetakene står under et betydelig konkurranstrykk fra bankene. Kombinasjonen av økt konkurranse og overføring av utlånsportefølje til bankene har ført til at kredittforetakenes andeler av kreditt til publikum ble mer enn halvert i perioden 1989 – 1994, fra 13,9 til 5,7 prosent.

I det norske bankmarkedet har rentemarginen vært fallende de siste årene, og spredningen i rentemarginen mellom enkeltbanker er

blitt mindre. Dette indikerer sterk konkurranse i innskudds- og utlånsmarkedene. Kundernes lojalitet til enkeltbanker er blitt redusert, særlig etter dereguleringen på midten av 1980-tallet. Dette innebærer et større konkurransepress også på bankene. Forretningsbankenes andel av kreditt til publikum er i perioden 1989 - 1994 redusert fra 23 til 21,2 prosent.

Ser en banker og kredittforetak under ett, har Postbanken og sparebankene vunnet markedsandeler fra forretningsbanker og kredittforetakene de siste fem årene. Det er grunn til å tro at disse institusjonene vil kunne øve et betydelig konkurransepress også etter en eventuell fusjon mellom Norgeskreditt og Kreditkassen.

Konkurransen mellom finanskonsern

Det er vanskelig å anslå hvor viktig konkurransen mellom finanskonserner er, og hvilken virkning dannelsen/omdannelsen av slike konserner vil kunne ha for inntjeningen til aktørene.

Kreditkassen er Norges nest største bank etter DnB, og Norgeskreditt er det største kredittforetaket om en ser bort fra Eksportfinans. Kreditkassen inklusiv Norgeskreditt vil utgjøre Norges nest største finanskonsern. Det klart største finanskonsernet er DnB med en forvaltningskapital på ca. 150 mrd kroner uten Vital. Konsernene Kreditkassen (uten Norgeskreditt), Sparebanken NOR og UNI Storebrand er omtrent like store med forvaltningskapital på rundt 100 mrd. kroner. Vital har en forvaltningskapital på drøyt 40 mrd kroner, mens Norgeskreditt ligger i overkant av 20 mrd. kroner. Det betyr at dersom både DnB og Kreditkassen får innvilget sine konsesjonssøknader om å overta henholdsvis Vital og Norgeskreditt, vil DnBs forvaltningskapital bli drøyt 190 mrd. kroner, Kreditkassens drøyt 120 mrd. kroner, mens Sparebanken Nor og UNI Storebrand fortsatt vil forvalte omkring 100 mrd. kroner. Dersom Kreditkassen kjøper Norgeskreditt, vil således konsentrasjonen i det norske finansmarkedet bli ytterligere forsterket. Dette kan bidra til å svekke den innenlandske konkurransen, men samtidig må de større finanskonsernene antas å være bedre rustet til å møte skjerpet konkur-

ranse fra utlandet som følger av endrete rammevilkår.

Om Kreditkassen overtar Norgeskreditt, vil konsernet bli en større utsteder av verdipapir, men ettersom midlene brukes til å utstede fastrentelån, vil konsernet ikke bli en større forvalter av verdipapir. Staten vil fortsatt være den største utsteder av obligasjoner, og det er ikke grunn til å tro at Kreditkassen vil kunne få markedsrett som utsteder av verdipapir.

Det kan være vanskelig å overskue effekten av konkurransen mellom konsern. Det kan derfor være viktig å ha uavhengige konkurransemessige korrektiv på de enkelte delmarkeder. De øvrige større kredittforetakene inngår i finanskonsern, og uavhengige korrektiv kan sikre at tjenester tilbudt av kredittforetak, ikke belastes med kostnader som ikke er knyttet til yting av fastrentelån. Dersom Kreditkassen overtar Norgeskreditt, mister markedet det største gjenværende uavhengige korrektiv som tilbyr av fastrentelån. Dette modifiseres imidlertid av at Bolig- og Næringsbanken i stor grad driver samme type virksomhet som da selskapet var kredittforetak.

Konsernstruktur mv

Som nevnt er Kreditkassens tilbud til de gjestående aksjonærene betinget av at det oppnås avtale med Stiftelsen Norgeskreditt om overtakelse av dens aksjer. Norges Bank har ikke innvendinger mot en slik avtale så lenge lånekundene gis den samme beskyttelse og bankens kapitaldekning er tilfredsstillende. Norges Bank mener at det er mest hensiktsmessig at Kredittilsynet foretar den detaljerte og juridiske vurderingen av avtalen, herunder sikring av at forpliktelsene som Kreditkassen påtar seg i avtalen, blir hensiktsmessig bokført.

Dagens regler gir ikke åpning for at en bank kan eie en annen bank, slik at Kreditkassen må selge Finansbanken. Det synes imidlertid rimelig at Kreditkassen må få litt tid til å foreta salget. Norges Bank har ikke innvendinger mot at denne perioden settes til 9 måneder.

Kreditkassen søker om godkjenning av en konsernstruktur der tre forskjellige kredittforetak inngår i samme konsern (Norgeskreditt, Kommunekreditt og Vestenfsjelske Bykreditt).

Norges Bank har tidligere anbefalt godkjent at et særskilt selskap innen et konsern spesialiserer seg på utlån til kommuner. Det må vurderes om ikke en samling av virksomheten i Norgeskreditt og Vestenfjelske Bykreditt bør forutsettes for å oppfylle prinsippet i finansieringsvirksomhetsloven om at likeartet virksomhet bør drives på samme sted i konsernet.

Soliditet og stabilitet

Kapitaldekningen i de berørte selskapene vil, med den kapitaldekning som er angitt i søknaden, ligge over lovens minstekrav på 8 prosent både før og etter overtagelsen. For et betydelig finanskonsern som Kreditkassen vil være, hadde det imidlertid vært ønskelig om kapitaldekningen hadde vært høyere. Spesielt god kapitaldekning vil kunne bidra til bedre innlånsbetingelser og dermed sikre både soliditet og inntjening for konsernet. Ettersom kapitaldekningen ligger over lovens minstekrav også etter et eventuelt oppkjøp, vurderer likevel Norges Bank kapitaldekningen som akseptabel.

Konklusjoner

- I og med at konkurransen er sterk både i bankmarkedet, og mellom banker og kredittforetak samtidig som det er åpnet for økt internasjonal konkurranse, mener Norges Bank at Kreditkassens oppkjøp av Norgeskreditt neppe vil svekke konkurransen i det norske finansmarkedet på noen avgjørende måte. Markedet vil imidlertid miste et uavhengig korrektiv som tilbyder av fastrentelån.
- Større finanskonsern bidrar trolig til styrket konkurransemessig posisjon for norske aktører, og oppkjøpet vil derfor kunne bidra til å underbygge stabiliteten i det norske finansielle system.
- Norges Bank kan ikke se noen innvendinger mot at Kreditkassen kan overta aksjene til Norgeskreditt så lenge lånekundene gis den samme beskyttelse og bankens kapitaldekning er tilfredsstillende. Norges Bank mener at det er mest hensiktsmessig at

Kredittilsynet foretar den detaljerte og juridiske vurderingen av avtalen om dette.

- Norges Bank har ikke innvendinger mot at Kreditkassen får dispensasjon til å eie Finansbanken i inntil 9 måneder før banken selges.
- Det må vurderes om ikke en samling av virksomheten i Norgeskreditt og Vestenfjelske Bykreditt bør forutsettes for å oppfylle prinsippet i finansieringsvirksomhetsloven om at likeartet virksomhet bør drives på samme sted i konsernet.
- Kapitaldekningen i de berørte selskapene ligger over lovens minstekrav både før og etter overtagelsen. Det hadde vært ønskelig at Kreditkassens kapitaldekning hadde vært høyere, men den må vurderes som akseptabel.

Tilrådning

Norges Bank vil anbefale at Kreditkassen får innvilget sin søknad. Dette innebærer:

- Kreditkassen gis konsesjon til å erverve 100% av aksjene i Norgeskreditt Holding AS, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2a-3, 2. ledd.
- Det må vurderes om flere forskjellige kredittforetak i samme konsern (Norgeskreditt AS, Kommunekreditt AS og Vestenfjelske Bykreditt AS) strider med prinsippet i finansieringsvirksomhetsloven om at likeartet virksomhet bør drives på samme sted i konsernet. Ellers har Norges Bank ingen innvendinger mot den nye konsernstrukturen, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2a-6.
- Kreditkassen gis midlertidig dispensasjon frem til 31. mars 1997 til å eie mellom 90 og 100% av aksjene i Norgeskreditt Holding AS, jf. finansieringsvirksomhetsloven §2-2, 1. ledd og 2. ledd nr. 9.
- Kreditkassen gis midlertidig dispensasjon i 9 måneder etter konsesjonsdato til å eie Finansbanken AS, jf. finansieringsvirksomhetsloven §2-2, 1. ledd og 2. ledd nr. 2 a og nr. 9.

Uttalelse om NOU 1995:16 - Fra sparing til egenkapital

Norges Bank avgav 1.9.1995 nedenstående høringsuttalelse til Finansdepartementet om spare- og egenkapitalutvalgets innstilling.

Finansdepartementet ber i brev av 20. juni 1995 om Norges Banks merknader til utredningen fra spare- og egenkapitalutvalget.

Norges Bank har tidligere drøftet sparingens nivå og sammensetning i forbindelse med NOU 1994:6 Private pensjonsordninger. På noen punkter vil denne uttalelsen være sammenfallende med drøftingene i vårt brev av 5. september 1994 om NOU 1994:6.

1 Sparingen i Norge

De nye nasjonalregnskapstallene for årene 1988-92 som ble offentliggjort etter at utvalgets innstilling forelå, innebærer en oppjustering av nivået på sparingen i Norge. Det er bare offentliggjort nye tall for bruttosparingen, og det gjenstår å se hva som vil bli bildet av nettosparingen som er det mest relevante begrep for de problemstillinger utvalget er satt til å belyse. Norges Bank legger til grunn at de nye tallene ikke vil endre karakteren av de problemstillinger utvalget konsentrerer seg om i sin innstilling.

Norges Bank vil som utvalget understreke at den høye sparingen i nasjonalregnskapsforstand reflekterer uttapping av naturressurser, noe som betyr at sparingen overvurderes. Et annet særtrekk ved sparingen i Norge er dens sammensetning. I motsetning til andre land skjer sparingen i stor grad på det offentlige hånd, noe som har vært tilfelle over svært lang tid. Den høye offentlige sparingen reflekterer for det første petroleumsrenten som tilfaller det offentlige, for det andre reflekterer den at det offentlige i stor grad har tatt på seg ansvaret for pensjonsytelsene og trekker inn inntekt fra privat sektor til å møte disse forpliktelsene med. Motposten er at sparingen på husholdningenes hånd er vesentlig lavere enn i andre land.

Den lave husholdningssparingen gjør det etter utvalgets vurdering til en spesiell utfordring å sørge for en tilstrekkelig høy sparing i

Norge. Norges Bank slutter seg til denne vurderingen. Det reiser spørsmål både om rammevilkårene for den private sparingen er riktige, og det setter krav til gjennomføringen av finanspolitikken.

Noe enkelt kan en si at husholdningene har tre motiver for å spare: De skal spare for utdanning, for egen bolig og for egen alderdom. En kan føye til et arvemotiv, sparing for å tilgodese egne barn. I Norge har dette etter hvert blitt organisert slik at hver enkelt generasjon sparer for egen utdanning (gjennom nedbetaling av lån fra Statens Lånekasse) selv om overføring mellom generasjoner fremdeles er av betydning; for egen bolig (der utvidelsen av boligkapitalen i hovedsak har vært finansiert gjennom lån fra Den norske stats Husbank); og der de yrkesaktive sørger for de yrkespassive gjennom Folketrygden. Et slikt «pay as you go»-system for det offentlige pensjonssystemet er vanlig i mange land, og det er erkjent at slike ordninger svekker stimulanen til sparing på husholdningenes egen hånd. Men i Norge har en antakelig gått langt i retning av å fjerne incentiver til privat sparing. Gjennom det store omfanget særtillegget i Folketrygden har fått, er koplingen mellom egen inntekt og arbeidsinnsats på den ene side og framtidig pensjon på den annen side svekket.

I Norges Banks uttalelse om NOU 1994:6 ble disse forholdene sammenfattet som følger:

«En vurdering av den private pensjonssparingen kan derfor ikke ses uavhengig av de virkninger Folketrygdsystemet har på den samlede sparingen. Virkningen offentlige pensjonssystemer har på den private sparingen, er nødvendigvis usikker, men Pensjonsforsikringsutvalget refererer studier som antyder at en marginal økning i offentlige pensjonsytelser motvirkes av en reduksjon i annen oppspart formue med fra 20 til 50 prosent av denne økningen.

Hvilken virkning en får i de tilfeller det skjer en direkte omlegging av ansvaret for pensjonssparingen fra privat til offentlig hånd, er nødvendigvis enda mer usikkert. Men når den offentlige sparingen ikke har kompensert for den lave private sparingen, vil det være usikkerhet knyttet til om vi vil ha bygget opp tilstrekkelige realinvesteringer og finansielle fordringer til å møte eldrebolegen. For lav offentlig sparing vil derfor kunne bidra til å rukke ved tilliten til at den fremtidige finansiering av Folketrygdens ytelser er sikret.

Det er derfor en sentral utfordring hvordan en skal sikre arbeidstakerne inntekt og forbruk etter yrkesaktiv alder. For å bevare Folketrygden som en grunnleggende sikkerhet for alderdommen er det derfor viktig at den offentlige sparingen øker. Dersom personer på midlere og høyere inntektsnivåer skal unngå et for sterkt fall i forbruk fra yrkesaktiv alder til pensjonsalderen, kan en mulighet være at de selv må ta noe ansvar for å ha finansielle aktiva som kan trekkes på.

Styrke grunner taler i favør av at de forutsetninger som knytter seg til utbetalinger langt fram i tid kommer fram samtidig som den offentlige sparingen tilpasses de ytelser som loves. Under disse forutsetninger vil de husholdninger som finner det nødvendig kunne ta et ansvar for selv å bygge opp finansielle aktiva for pensjonsalderen.»

I sentralbanksjefens årstale ble behovet for offentlig sparing i årtiene fremover skissert. Det ble da lagt til grunn dagens utforming av folketrygden, men med økende ytelser som følge av at flere pensjonister får større opp-tjente rettigheter, og de skatteregler som gjelder for pensjonister i dag. Gitt at offentlige utgifter for øvrig utvikler seg på linje med verdiskapningen i økonomien, ble det anslått et behov for fondsopplegg på det offentliges hånd på i størrelse 180 prosent av BNP for at utviklingen skulle være bærekraftig. I den grad en klarer å begrense nettoutgiftene til pensjoner, både ved heving av den effektive pensjonsalderen og ved at pensjonsinntekter i større grad beskattes på linje med andre inntekter, reduseres behovet for fondsopplegg.

Norges Bank vil understreke at høy offent-

lig sparing og faste og klare rammevilkår for den private sparingen er en forutsetning for fortsatt inntektsvekst inn i neste århundre. Derimot vil selektive tiltak for å stimulere den private sparingen gjennomgående ha begrenset virkning og ofte ha uheldige sidevirkninger. Et slikt synspunkt lå til grunn for Norges Banks vurdering av skattestimulansen av den private pensjonssparingen. Det skattesystem vi nå har med bred skattebase og lave skattesatser har mange positive virkninger sett fra et sparesynspunkt. Hensynet til å opprettholde og styrke incentivene til sparing tilsier at den videre utvikling av skattesystemet fortsatt skjer i en slik retning, jf punkt 3 nedenfor.

2 Sparing og investeringer

En høy samlet sparing er nøkkelen til en gunstig inntektsutvikling for fremtidige generasjoner. Men det kreves også at sparingen kanaliseres til investeringer som gir en forsvarlig avkastning. Det viktigste valget gjelder fordelingen mellom realinvesteringer innenlands og oppbygging av fordringer på utlandet.

I et fullt integrert internasjonalt finansmarked vil kapitaltilførselen til norske bedrifter ene og alene være avhengig av at norsk næringsliv kan konkurrere om sparemidlene på linje med bedrifter i andre land. En så vidt-rekkende integrasjon har man neppe. Dette innebærer likevel ikke at man kommer unna det avkastningskrav som rår i det internasjonale finansmarked. For det første er viktige deler av norsk næringsliv internasjonalt basert og finansierer seg like gjerne i utlandet som i Norge. For det annet vil investeringer som underlegges et lavere kapitalavkastningskrav enn i andre land, innebære at den faktiske avkastningen over tid blir lavere enn i andre land. Det betyr blant annet at inntektsveksten blir lavere i Norge enn i andre land.

Skal investeringer i Norge gi samme avkastning som i andre land, krever dette en lav pris- og kostnadsstigning som sikrer en forsvarlig kostnadsmessig konkurranseevne. Det er dette som skal sikre så høye investeringer at vi kan sysselsette den arbeidskraften som er tilgjengelig i Norge. En høy sparing vil sikre at avkastningen av investeringene - hva

enten de finner sted i Norge eller i andre land - også tilfaller norske inntektstakere.

Norges Bank vil peke på at den internasjonale integrasjonen av finansmarkedene setter Norge i stand til å få en avkastning av de plasseringer som en stor inntektsoptjening på statlig eller privat hånd medfører, som går utover det det hjemlige kapitalmarked gir grunnlag for. Det internasjonale kapitalmarkeds evne til å kanalisere sparemidler til lønnsomme investeringer er sentralt for norsk økonomi i den periode vi nå står overfor. I en høstingsperiode i oljevirkksomheten vil driftsbalansen vise store overskudd. Disse inntektene vil i stor grad kanaliseres inn i Petroleumsfondet og så plasseres ut som fordringer på andre land. I første omgang vil plasseringene ta form av finansielle plasseringer. Avkastningen av slike plasseringer vil i et lengre perspektiv være bestemt av avkastningen på realkapital.

Skulle en velge å kanalisere den høye offentlige sparingen til innenlandske realinvesteringer i større grad enn lagt opp til, vil det kunne sette den lave pris- og kostnadsveksten i fare. I så fall vil næringslivets konkurransevne svekkes og grunnlaget for investeringer i den konkurranseutsatte delen av økonomien svekkes.

Norsk økonomisk politikk har vært basert på en åpen holdning til eierskap på tvers av nasjonale grenser. Kapitaltilførsel fra utlandet har vært av betydning for utviklingen av flere viktige sektorer av norsk næringsliv opp gjennom dette århundret. Dette har bidratt til konkurransedyktige basismiljøer i Norge. Det siste tiåret har direkte investeringer fra Norge vært større enn direkte investeringer fra utlandet til Norge, og denne situasjonen må forventes å bli mer markert i årene framover.

Utvalget reiser en viktig diskusjon om nasjonalt eierskap er en forutsetning for fortsatt utvikling av basismiljøene i næringslivet. Norges Bank har som utvalget den vurdering at det er av betydning at en del større foretak med internasjonal virksomhet har sin forankring i Norge, men ser som utvalget store problemer med å se hvilke tiltak - annet enn en generell økonomisk politikk som sikrer næringslivets lønnsomhet - som skulle kunne bidra til dette. Norges Bank vil i lys av dette og i lys av erfaringene vi har høstet over lang

tid, understreke betydningen av fortsatt åpenhet overfor utenlandsk eierskap i norsk næringsliv. Det er en konsekvens av de avtaler vi har inngått med andre land og av vårt eget ønske om og behov for å kunne investere i andre land.

3 Sparing og skattesystem

Skattesystemet må utformes under hensyn til en rekke forhold. Ved å pålegge skatter griper en inn i prisdannelsen i økonomien, både for arbeidskraft og kapital og i produktmarkedene. Slike inngrep kan være motivert ut fra svakheter i markedenes virkemåte, men i hovedsak må en regne med betydelige negative virkninger på effektiviteten i ressursallokeringen (både på et gitt tidspunkt og over tid) av å pålegge skatter. Disse kostnadene må da avveies mot nytten av de formål skatteinntektene går med til å finansiere og mot de endringer i inntektsfordelingen som skattene fører til. Norges Bank vil ut fra sin rolle i samfunnsøkonomien være opptatt av å analysere og få fram skattesystemets virkninger på effektiviteten i økonomien som bakgrunn for den endelige avveining som etter sin karakter må skje i politiske organer. Det kan likevel være grunn til å understreke at konflikten mellom effektivitets- og fordelingshensyn på en del områder kan være nokså begrenset i omfang og kan løses forholdsvis enkelt. Det er viktig å klarlegge om dette er mulig, og det er tilsvarende viktig å få frem om fordelingshensyn kan tilfredsstilles på andre måter enn ved å bruke skattesystemet.

Skattesystemet er av betydning både for nivå på og sammensetning av sparingen. Den negative realrenten etter skatt fram til langt inn på 1980-tallet var en viktig årsak til den lave sparingen i norske husholdninger i forhold til andre land. Endringene i kapitalbeskatningen har bidratt til en høyere realrente. Inntektsbeskatningen av kapital er nå på linje med eller lavere enn andre land. En flat skattesats på 28 prosent, både for husholdninger og bedrifter, fører også til at alle låntakere står overfor samme rente/avkastningskrav etter skatt - så lenge husholdningene ikke er i formuesskatteposisjon.

Formuesbeskatningen av kapital har flere

negative virkninger mht. en effektiv ressursallokering. Delvis er den progressiv, noe som fører til forskjellig pris på kapital for ulike typer långivere/ låntakere. For det annet fører det forhold at skatten beregnes som en gitt sats av formuens størrelse, til at forholdet mellom inntekts- og formuesbeskatning av kapital er sterkt avhengig av rentenivå og dermed av inflasjonen.

Norges Bank har tidligere pekt på at den nominelle kapitalbeskatningen vi har, innebærer at ikke bare realavkastning av kapital beskattes, men også den delen av avkastningen som er kompensasjon for prisstigningen. Et slikt skattesystem forutsetter at inflasjonen holdes lav. Med en prisstigning på 2 prosent vil et rentenivå på 6 prosent – vesentlig over innskuddsrentene i norske banker – gi en realavkastning etter skatt på 2,3 prosent. Kommer en formuesskatt på opptil 1,5 prosent i tillegg, vil realavkastningen falle ned mot og under 1 prosent. En så lav avkastning svekker sparingen på husholdningenes hånd.

Norges Bank vil derfor vise til tidligere tilrådinger der det påpekes at formuesskatten fører til en høy effektiv beskatning av kapital og dermed svekker stimulansen til sparing. Dette tilsier isolert sett at formuesskatten fjernes. Norges Bank viser også til tidligere tilrådinger der hensynet til et effektivt fungerende kapitalmarked tilsier at all beskatning av kapital faller på den løpende avkastningen. Forutsetningsvis må dette da skje med en flat skattesats som i dag. Velger en å opprettholde formuesskatten, f.eks ut fra fordelingsmessige hensyn, bør i så fall skattegrunnlaget utvides slik at skattesatsen kan settes ned. En slik utvidelse av skattegrunnlaget kan skje ved en mer realistisk ansettelse av formuesverdier. Det er grunn til å tro at en slik omlegging i seg selv vil gi en bedre fordelingsmessig virkning av formuesskatten.

Det kan bemerkes at økt vekt på utgiftsbeskatning og lavere beskatning av inntekt vil være det skattesystem som virker mest nøytralt på sparingen. Norges Bank har også tidligere pekt på dette, men har sluttet seg til en vurdering om at en konsekvent utgiftsbeskatning ikke er praktisk mulig å gjennomføre.

Som utvalget påpeker er det ennå skattemessige forhold som vrir sammensetningen av husholdningenes sparing. Den gunstige

skattemessige behandlingen av boligkapital har bidratt til at norske husholdninger i hele etterkrigstiden har valgt å plassere sparing som boligkapital i større grad enn som fordringer på finansinstitusjoner eller direkte på næringslivet. En mer realistisk verdsettning av boligkapital ved skattelikningen vil føre til at avkastningen av å investere i bolig reduseres i forhold til investeringer i finanskapital.

Av betydning i denne sammenheng er hvordan husholdningene velger å innrette sin sparing i fremtiden fordelt på investeringsformer. Det er i da første rekke den marginale beskatning av boligkapital som er av betydning. Det er mulig – om fordelingshensyn skulle tilsi dette – å øke den marginale beskatningen av boligkapital uten at gjennomsnittsbeskatningen av (allerede oppførte) boliger økes. Det kan for eksempel skje ved en økning i den skattemessige verdsettelsen av boliger samtidig som bunnfradraget ved fordelsbeskatning av egen bolig og bunnfradraget i formuesbeskatningen justeres.

Skattesystemet vil stå overfor et betydelig press fremover etter hvert som integrasjonen av finansmarkedene går videre. For å motvirke at skattegrunnlaget svekkes kan beskatningen flyttes over fra mer mobile til mindre mobile skatteobjekter. Innenfor en gitt beløpsramme for formuesskatten kan dette skje ved å legge til grunn en mer realistisk verdsettning av boliger slik at skattegrunnlaget øker og skattesatsen kan settes ned. Dermed reduseres beskatningen av finanskapital. Dersom en ytterligere ønsker å redusere den forvriddning og samfunnsøkonomiske kostnad dagens kapitalbeskatning fører til, kan det gjøres ved å fjerne formuesskatten og i større grad basere seg på eiendomsskatter, blant annet skatter på grunn.

En likebehandling av den type som er nevnt her, vil være i samsvar med hovedprinsippene bak skattereformen av 1992. Norges Bank slutter seg derfor til utvalgets vurdering om at ytterligere særfordeler for å stimulere husholdningenes direkte investeringer i risikokapital ikke er hensiktsmessig. Dette gjelder både AMS-ordningen og den til dels betydelige rabatt en har ved skattemessig fastsettelse av verdien av aksjer. Historiske tall viser en meravkastning av å investere i aksjer framfor i mer sikre finansielle plasseringer. Den

risikoen en tar ved å plassere i aksjer, vil dermed gi en meravkastning også uten skattemessige fordeler.

4 Egenkapitaltilgangen til næringslivet

Norges Bank finner grunn til å understreke at foretakenes evne og utsikter til å drive lønnsomt er en sentral forutsetning for tilgang på egenkapital. Den løpende inntjeningen i et foretak må være tilstrekkelig til å dekke tilbakebetaling av gjeld, egenfinansiering av investeringer, samt å kunne gi et tilfredsstillende utbytte til egenkapitaleierne.

Kravet til avkastning på egenkapitalen i en bedrift bestemmes av nivået på den risikofrie rente med tillegg av en risikopremie. Risikopremien vil variere med graden av den risiko som er knyttet til investeringen. Risikoen vil kunne variere mellom bransjer på grunn av varierende konkurranseklima og konjunkturutsatthet, og mellom bedrifter innen samme bransje på grunn av ulik markedsposisjon og finansieringsstruktur. Utsikter til å kunne gi en tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen er en nødvendig forutsetning for at bedriftene skal få tilført ny egenkapital.

Utvalget har lagt betydelig vekt på å vurdere om små og mellomstore bedrifter står overfor særlige vansker med hensyn til egenkapitaltilgang. Utvalget konkluderer med at det generelle inntrykk er at i den grad dette måtte være tilfellet, har det mindre sammenheng med bedriftenes størrelse enn med deres evne til å gi kapitalen avkastning. Norges Bank vil vise til at dette er i tråd med de konklusjoner som Eklund-utvalget kom til i sin rapport, «Utredning om bedriftenes finansieringsmuligheter», avgitt til Finansdepartementet 23.11.92.

En tilfredsstillende tilgang på risikokapital er en nødvendig forutsetning for at næringslivet skal kunne utvikles og vokse. Oppgaven for kreditt- og kapitalmarkedene vil være å sikre en fordeling av kapital slik at verdiskapingen i økonomien blir størst mulig. Børsnoterte foretak vil ofte ha en fordelaktig posisjon ved egenkapitalutvidelser, idet disse selskapene er gjenstand for en fortløpende verddivurdering. Videre vil omsetningen i annenhåndsmarkedet sikre likviditet i aksjen.

Imidlertid hentes bare en tredjedel av aksjekapitalen over Oslo Børs, resten hentes inn i det uorganiserte markedet. For at et selskap skal kunne tas opp til notering på Oslo Børs, må selskapet ha en kursverdi på minst 8 millioner kroner. I 1992 hadde 88 prosent av industriforetak med mindre enn 50 ansatte mindre enn 8 millioner i totalkapital. Dette tilsier at bare en liten del av små og mellomstore foretak har muligheter til å skaffe seg egenkapital over Oslo Børs. Et særtrekk ved foretakssektoren i Norge er det store innslaget av små og mellomstore bedrifter som er familieeiet og som tradisjonelt i liten grad henvender seg til og utnytter eksterne egenkapitalkilder. Bakenforliggende årsaker til dette er gjerne etablerers behov for personlig eiermessig kontroll og/eller ønske om begrenset vekst for foretaket.

Norges Bank vil i denne sammenheng peke på at det i løpet av de siste årene er iverksatt en rekke tiltak som har til siktemål å bedre tilgangen på risikokapital til små og mellomstore bedrifter. En vil her vise til etableringen av en rekke ventureselskaper og SNDs egenkapitalordning. Videre har SND adgang til å tegne ansvarlige lån i selskaper, samt å gi risikolån. Risikolån har vært tilbudt i en årrekke overfor bedrifter lokalisert i det tidligere DU-området av landet og har i de senere år blitt gjort til et landsomfattende tilbud. Disse ordningene kan benyttes til å sikre fullfinansiering av prosjekter med høy risiko som har utsikter til å gi tilfredsstillende lønnsomhet. Norges Bank legger til grunn at ordningen med risikolån fungerer som et komplement til, og ikke et substitutt for, privat finansiering. Risikolån vil særlig være relevant i forbindelse med finansiering av nyetableringer, bedrifter med et høyt innslag av immaterielle eiendeler og til finansiering av investeringer i bedrifter som er lokalisert i områder hvor bygninger og produksjonsutstyr har ingen eller små alternative anvendelsesmuligheter. Et felles trekk ved slike bedrifter er deres manglende evne til å stille sikkerhet for lån.

Utvalgets utredning viser at egenkapitalandelen i norske industriforetak synes å ha økt i løpet av 90-årene. Dette skyldes at bedriftene har klart å bedre sin inntjening. I løpet av denne perioden har investeringsaktiviteten vært relativt lav. De foreløpige tallene for 1994

viser at tendensen til økt egenkapitaloppbygging fortsetter. Norges Bank har utført beregninger på et mer omfattende bedriftsutvalg enn det var grunnlag for ved avleggningen av utvalgets rapport. Beregningene viser at bedriftene har økt inntjeningen i løpet av 1994. Netto tilbakeholdt overskudd i bedriftene har vært tilstrekkelig til å fullfinansiere foretatte realinvesteringer i 1994 samt å tilbakebetale deler av den langsiktige gjelden. Det veide gjennomsnittet for egenkapitalandeler i bedriftene var ved utgangen av 1994 omlag 33 prosent. Den relativt kraftige veksten i norsk økonomi i 1994 kombinert med begrenset investeringsaktivitet ga grunnlag for en bedre kapasitetsutnyttning i bedriftene og økt lønnsomhet. Utsikter til økt aktivitetsnivå i inneværende år og de kommende år vil utløse behov for økte realinvesteringer i næringslivet. Den positive utviklingen i egenkapitalandelen innebærer at bedriftene nå har et bedre finansielt utgangspunkt for å kunne gjennomføre nye investeringer. En vesentlig del av disse investeringene vil måtte bli finansiert gjennom tilbakeholdt overskudd og tilførsel av ny egenkapital for at ikke bedriftenes finansieringsstruktur på nytt skal bli svekket.

I løpet av de senere år har det funnet sted en økt grad av internasjonal integrasjon av finans- og kapitalmarkedene, og en må forvente at denne utviklingen vil fortsette. Dette innebærer at norske bedrifter i framtiden vil måtte konkurrere i sterkere grad med utenlandske foretak om tilførselen på egenkapital. Dette understreker betydningen av at norsk næringslivs konkurransevne må opprettholdes og helst bedres for at bedriftene skal kunne ha utsikter til å gi en avkastning på egenkapitalen på linje med det bedrifter i andre land vil ha.

Staten har også bidratt til tilgangen av egenkapital til næringslivet ved at Folkestrygdfondet siden 1991 er gitt adgang til å plassere deler av sine midler, maksimalt 20 prosent av forvaltningskapitalen, i aksjer notert på Oslo Børs. Utvalget ser Folkestrygdfondets plasseringer i aksjemarkedet som begrunnet i en spesiell situasjon og reiser spørsmål om denne formen for statlig eierskap er hensiktsmessig på lenger sikt. En avvikling kan imidlertid ha uheldige virkninger i en periode da staten skal bygge ned sine eieran-

deler i forretningsbankene. Norges Bank slutter seg til utvalgets vurdering på dette punktet.

Livsforsikringsselskapene og pensjonskassene har etter gjeldende regelverk anledning til å investere inntil 20 prosent av forvaltningskapitalen i aksjer. Utvalget peker på at de færreste selskapene i dag utnytter denne muligheten. Aksjeandelen ligger i dag på i underkant av 10 prosent i livsselskapene, mens den er vel 6 prosent i pensjonskassene. Samlet ligger det et potensial på nærmere 27 mrd. kroner om livs- og pensjonskassene skulle velge å benytte rammen for aksjeplasseringer fullt ut. Utvalget peker på at den relativt lave eksponeringen i aksjer kan ha sammenheng med lovens bestemmelser om garantert minsteavkastning på forsikringskontraktene og reglene for fordeling av overskudd utover garantert avkastning kombinert med en omfattende flytterett for forsikringstakerne. Dette fører til at løpende avkastning må prioriteres framfor framtidig forventet avkastning. Selskapene vil følgelig søke å begrense sin eksponering i papirer med stor kortsiktig kursrisiko, slik som aksjer og obligasjoner med lang gjenværende løpetid. Disse synspunktene sammenfaller med Norges Banks vurderinger i en uttalelse om tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikringsselskapene, gitt i brev av 27. oktober 1993.

Produkter slik som livsforsikring med investeringsvalg innebærer at investeringstakeren kan bestemme risikoprofilen til sparedelen av forsikringen. Den finansielle risiko bæres i sin helhet av forsikringstakeren. Økt omfang av slike forsikringer kan føre til at forsikringsselskapene plasserer en større andel av sine midler i aksjer. Hvor stort omfang disse produktene vil få i framtiden og betydningen for aksjemarkedet er imidlertid usikkert.

Den skattemessige behandling av produkter med investeringsvalg må antas å få avgjørende betydning for hvilken utbredelse slike produkter kan tenkes å få. Under henvisning til behovet for å begrense omfanget av skattemessig fordelsbehandling av enkelte finansielle produkter, jf. punkt 3 foran, ga Norges Bank i brev av 30.6.1995 uttrykk for at produkter med investeringsvalg ikke bør omfattes av de skattestimulerte pensjonsordningene EPES og TPES.

Vedlegg

Særmerknader fra hovedstyrets medlem Lars Velsand vedrørende uttalelse om NOU 1995:16

Jeg kan ikke slutte meg til uttalelsens synspunkter på flere av de skattemessige forhold som er omtalt. Dette gjelder spesielt formuesbeskatningen, som det etter mitt syn vil være ønskelig å opprettholde, ikke minst av fordelingsmessige årsaker. Jeg savner for øvrig en nærmere drøfting av de fordelingsmessige sidene ved de ulike spørsmål som er tatt opp i selve utredningen.

Uttalelsen går inn for at beskatningen «flyttes over fra mer mobile til mindre mobile skatteobjekter». Det hevdes videre at «dersom en ytterligere ønsker å redusere den forvriddning og samfunnsøkonomiske kostnad dagens kapitalbeskatning fører til, kan dette gjøres ved å fjerne formueskatten og i større grad basere seg på eiendomsskatter, blant annet skatter på grunn.»

Konsekvensene av en slik omlegging er overhodet ikke vurdert. Det vil – dersom det skulle bli gjennomført – føre til en klar forskjellsbehandling av ulike typer formuesgjensstander. En slik endring vil også være i konflikt med det som ellers synes å være lagt til

grunn, nemlig at det er selve kapitalavkastningen som bør beskattes. Det er også grunn til å minne om at eiendomsskatter må ses i sammenheng med det avgiftssystemet som eksisterer når det gjelder kommunale ytelser av ulike slag.

En eventuell endring i boligbeskatningen bør ikke – slik utvalget legger opp til – ta utgangspunkt i en generell heving i boligbeskatningen, men åpne for en sterkere beskatning av boliger som ligger over en normal standard.

Utvalget har også drøftet betydningen av nasjonalt eierskap, og konkluderer med at det er av betydning at vi har en del større foretak med internasjonal virksomhet som har sin forankring i Norge. Utvalget har imidlertid ingen forslag eller synspunkter på hvordan man i fremtiden skal sikre dette. Etter mitt syn vil det være nærliggende å se dette spørsmålet i sammenheng med det statlige engasjementet på eiersiden, slik det blant annet utøves gjennom Folketrygdfondet og Statens Bankinvesteringsfond. Staten vil fortsatt måtte være en stor aktør i kapitalmarkedet. Det kan være grunn til å vurdere om det ikke bør finnes måter å gjøre dette på som kan åpne for et vesentlig mer aktivt eierskap enn det som er tilfelle i dag.

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1995

Statsobligasjoner

For 2. halvår 1995 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statsobligasjoner:

Offentliggjøring	kl. 14.00	15.9.	17.11.
Auksjon	kl. 10.00	25.9.	27.11.
Oppgjør	kl. 10.00	28.9.	30.11.

Statssertifikater

For 2. halvår 1995 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statssertifikater:

Offentliggjøring	14.7.	15.8.	14.9.	16.10.	14.11.	14.12.
Auksjon	18.7.	17.8.	18.9.	18.10.	16.11.	18.12.
Oppgjør	20.7.	21.8.	20.9.	20.10.	20.11.	20.12.

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

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider gir en oversikt over bankenes lån og innskudd i Norges Bank den nær-
meste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk
anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført
pr. 8. september 1995.

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 ²⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner
1994									
Januar	01.-15.	200	5,1	1,0	7,9	5,89	-	-	3,3
	16.-31.	200	4,8	0,7	12,8	5,24	-	-	2,3
Februar	01.-15.	200	5,1	0,2	1,9	..	0,7	5,06	4,5
	16.-28.	200	5,9	0,6	-	-	3,8	5,39	3,3
Mars	01.-15.	200	5,1	0,1	-	-	12,3	5,79	2,8
	16.-31.	200	4,8	0,4	0,1	-	2,0	5,47	2,5
April	01.-15.	150	4,6	0,2	-	-	1,4	5,56	2,8
	16.-30.	150	4,6	0,4	1,1	5,46	0,9	5,26	1,6
Mai	01.-15.	150	4,6	0,3	-	-	10,5	5,31	3,5
	16.-31.	150	4,4	0,2	4,6	5,09	2,4	..	5,6
Juni	01.-15.	150	4,6	0,1	0,8	..	5,2	5,17	6,0
	16.-30.	150	4,6	0,3	-	-	9,1	5,13	4,5
Juli	01.-15.	100	3,0	0,1	-	-	13,6	5,24	4,5
	16.-31.	100	2,8	0,7	-	-	5,0	5,23	1,4
August	01.-15.	100	3,0	0,3	-	-	9,2	5,24	3,4
	16.-31.	100	2,8	0,1	-	-	10,2	5,40	2,1
September	01.-15.	7,0 ²⁾	3,1	0,2	-	-	17,6	5,55	3,6
	16.-30.	7,0	3,1	0,1	-	-	5,8	5,70	3,6
Oktober	01.-15.	7,0	3,1	0,4	0,9	5,62	3,7	5,62	3,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,2	1,2	5,17	0,1	5,50	3,3
November	01.-15.	7,0	3,1	0,2	-	-	8,1	5,85	3,8
	16.-30.	7,0	3,1	0,3	11,8	5,91	0,4	6,31	3,1
Desember	01.-15.	7,0	3,1	0,3	7,1	5,35	-	-	2,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,3	9,3	5,12	-	-	2,7
1995									
Januar	01.-15.	7,0	3,1	0,6	0,8	..	4,9	5,44	2,1
	16.-31.	7,0	2,9	0,2	10,4	5,00	0,6	..	3,6
Februar	01.-15.	7,0	3,1	0,1	3,5	4,90	-	-	6,1
	16.-28.	7,0	3,6	0,2	0,7	4,97	2,0	5,23	3,1
Mars	01.-15.	7,0	3,1	0,0	-	-	15,7	5,14	6,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,4	0,4	4,96	3,7	5,10	4,2
April	01.-15.	7,0	3,0	0,2	0,9	5,10	-	-	3,6
	16.-30.	7,0	3,0	0,7	4,5	5,63	-	-	1,7
Mai	01.-15.	7,0	3,0	0,5	0,4	5,57	0,9	6,11	1,5
	16.-31.	7,0	2,9	0,6	21,9	5,46	-	-	1,1
Juni	01.-15.	7,0	3,0	0,6	13,3	5,59	-	-	1,5
	16.-30.	7,0	3,0	1,3	3,8	5,66	0,2	5,50	2,3
Juli	01.-15.	7,0	3,3	0,1	-	-	7,6	5,35	2,2
	16.-31.	7,0	3,1	0,2	6,6	5,22	1,1	5,42	1,9
August	01.-15.	7,0	3,3	0,1	1,3	4,96	1,4	4,96	3,4
	16.-31.	7,0	3,1	0,1	0,9	5,15	-	-	2,1

- 1) Gjennomsnittlig rente ved tildelingen. Ved flere tildelinger i perioden, uveid gj.snitt av de enkelte tildelinger. Rentetall er ikke anført i perioder uten tildeling.
- 2) Beregningsgrunnlaget for D-lån ble fra 1. sept. 1994 endret fra ansvarlig kapital minus ansvarlig lånekapital til forvaltningskapital minus D-låns gjeld. Endringen medførte ingen vesentlig endring i bankenes samlede D-lånsadgang. Se rundskriv nr. 11/18. aug. 1994.

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
1993				
-06.01.	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.- :	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
1994				
-08.02.:	»	»	»	»
09.02.- :	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

Kronens kursordning

f.o.m. 06.05.94 (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)

Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

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

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

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

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

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

Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse
4. Statsbanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

Verdipapirstatistikk

13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi

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

Kreditt- og likviditetsutvikling

21. Markedslån. Beholdningstall
22. Kredittindikator og pengemengde
23. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 24a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 24b. Sammensetningen av pengemengden

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

Rentestatistikk

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

Resultat- og kapitaldekningsdata

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

Valutakurser

39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
40. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

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

Internasjonale kapitalmarkeder

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

Valutahandel

47. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
48. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
49. Motpostene til Norges Banks 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

Merk:

Hvis annen definisjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner».

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1994	31/3 1995	31/5 1995	30/6 1995	31/7 1995
Fordringer på utlandet	153 865	159 747	149 871	151 010	149 145
Internasjonale reserver	141 521	151 707	134 274	142 175	141 135
Andre fordringer på utlandet	12 344	8 040	15 597	8 835	8 010
Fordringer på norske finansinstitusjoner	5 292	859	26 059	719	7 775
Utlån til private banker	5 660	1 372	26 514	1 185	8 285
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	192	47	105	94	50
Avsetning tap på utlån til banker	-560	-560	-560	-560	-560
Fordringer på statsforvaltningen	14 245	11 449	13 651	13 562	14 377
Ihendehaverobligasjoner	9 778	9 842	11 466	11 582	11 735
Andre verdipapirer	3 913	1 361	1 770	1 520	2 077
Andre fordringer	554	246	415	460	565
Fordringer på andre norske sektorer	1 034	1 030	1 244	1 178	1 199
Verdipapirer og utlån	616	655	642	672	633
Andre fordringer	418	375	602	506	566
Varebeholdning produksjonbedrifter	112	108	108	108	108
Varige driftsmidler	2 364	2 342	2 324	2 318	2 311
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	1 376	2 396	2 890	3 272
Eiendeler i alt	176 912	176 911	195 653	171 785	178 187
Gjeld til utlandet	13 005	8 725	16 226	9 600	8 708
NOK-gjeld til IMF	6 577	5 325	5 297	5 303	5 215
Annen gjeld til utlandet	6 428	3 400	10 929	4 297	3 493
Sedler og mynt i omlop	40 454	37 047	36 785	39 853	38 358
Innenlandske innskudd	90 874	95 024	103 243	81 606	89 556
Statskassen	82 624	81 017	93 742	70 983	79 310
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	3 548	3 361	2 979	3 142
Private banker	1 102	7 626	3 401	4 126	3 624
Andre finansinstitusjoner	2 149	2 668	2 605	3 359	3 345
Andre norske sektorer	174	171	134	159	135
Pålopne, ikke forfalte renter til statskassen	0	942	1 729	2 101	2 405
Annen innenlandsk gjeld	486	254	226	302	269
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 662	1 614	1 637	1 630	1 603
Fond	30 431	30 431	30 431	30 431	30 431
Kursreguleringer	-	155	747	704	437
Inntekter	-	2 713	4 629	5 558	6 420
Gjeld og egenkapital i alt	176 912	176 911	195 653	171 785	178 187

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	368
Valuta kjøpt på levering	368
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	339
Futures solgt	0
Futures kjøpt	1 124

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

	31/12 1994	31/3 1995	31/5 1995	30/6 1995	31/7 1995
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	3 036	3 056	2 229	2 579
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 299	5 479	5 428	5 338
Lån til IMF	653	629	638	633	623
Bankinnskudd i utlandet	3 506	5 994	5 645	4 048	4 204
Utenlandske statskasseveksler	17 195	8 722	3 995	5 065	4 907
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	105 617	99 496	105 902	106 419
Utlån utenlandske banker	21 068	19 299	12 669	15 352	13 833
Opptjente, ikke forfalte renter	3 202	2 826	3 012	3 231	2 951
Totalt	141 521	151 707	134 274	142 175	141 135

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	739	941	697	1 004	793
Sertifikater	11 846	9 768	12 213	14 024	12 453
Stats- og statsbankobligasjoner	9 487	10 342	12 390	10 624	9 683
Andre ihendehaverobligasjoner	3 960	4 921	5 655	5 843	5 949
Utlån til statsforvaltningen	43 773	59 133	42 219	52 397	37 704
Utlån til publikum	17 444	20 516	22 823	23 685	25 623
Andre eiendeler	3 522	2 287	1 948	1 723	1 967
Eiendeler i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	26 663	42 148	24 818	37 734	22 400
Publikum	55 404	54 997	56 479	55 887	53 927
Andre sektorer	5 004	4 430	8 544	7 826	8 013
Annen gjeld og egenkapital	3 700	6 333	8 104	7 853	9 832
Gjeld og egenkapital i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 168	7 239	6 353	4 435	4 545
Utlån i alt	181 898	181 829	183 006	183 379	181 240
Herav:					
Til publikum	175 064	176 035	176 693	177 324	175 759
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	12 170	14 612	12 858	13 348	11 070
Eiendeler i alt	203 777	207 221	205 758	204 703	200 396
Ihendehaverobligasjonslån	19 420	18 682	17 482	15 225	16 304
Herav:					
I norske kroner	17 510	16 776	16 682	14 527	15 607
I utenlandsk valuta	1 910	1 906	800	698	697
Andre lån	156 981	155 482	157 084	154 410	155 000
Herav:					
Statskassen	155 887	154 400	155 983	153 202	154 097
Annen gjeld m.v.	17 037	13 730	20 845	24 779	18 896
Aksjekapital, fond	10 339	19 327	10 347	10 289	10 196
Gjeld og egenkapital i alt	203 777	207 221	205 758	204 703	200 396

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ²⁾ 1995	30/6 ²⁾ 1995
Kassebeholdning	2 974	2 834	2 837	2 628	3 292
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank	16 798	6 459	1 548	9 557	5 413
Innskudd i forretnings- og sparebanker	9 545	8 116	7 124	13 707	10 083
Innskudd i utenlandske banker	20 781	24 319	20 102	20 126	21 667
Statssertifikater	7 553	11 619	9 887	19 029	14 722
Andre sertifikater	3 672	6 043	6 258	15 112	15 025
Stats- og statsbankobligasjoner	21 237	19 330	18 838	32 511	33 287
Andre ihendehaverobligasjoner	17 924	15 642	15 272	21 776	20 714
Lån til utlandet	21 493	22 137	22 218	22 000	24 187
Utlån til publikum	437 546	440 491	452 042	480 457	492 648
Herav:					
I utenlandsk valuta	32 876	30 204	31 103	30 039	28 787
Utlån til private finansinstitusjoner	16 140	14 296	12 138	14 097	14 961
Andre eiendeler ¹⁾	34 832	37 819	33 829	53 973	56 054
Eiendeler i alt	610 674	609 105	602 093	704 973	712 053
Innskudd fra publikum	373 252	375 259	383 778	440 842	454 492
Herav:					
I utenlandsk valuta	17 450	18 310	18 389	19 429	20 838
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	10 263	10 039	9 209	14 766	12 751
Innskudd fra private finansinstitusjoner	28 100	22 082	20 761	27 684	27 219
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v.	7 802	9 059	10 005	9 268	8 937
Innlån i form av banksertifikater	6 927	8 885	6 019	11 652	15 780
Lån og innskudd fra Norges Bank	1 605	1 254	5 214	1 007	1 291
Lån og innskudd fra utlandet	46 259	46 465	37 448	58 953	48 037
Annen gjeld	92 929	90 823	83 453	96 910	96 206
Aksje-/grunnfondskapital	18 280	18 300	18 924	20 733	20 816
Avsetninger, fond etc.	20 891	20 836	20 155	20 485	20 503
Nettoinntekt	4 366	6 103	7 127	2 673	6 021
Gjeld og egenkapital i alt	610 674	609 105	602 063	704 973	712 053
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	46 277	51 131	47 947	48 770	53 343
Gjeld overfor utlandet	72 170	70 098	61 258	80 881	68 903

¹⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

²⁾ Omfatter også Postbanken

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ³⁾ 1995	30/6 ³⁾ 1995
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	8 970	10 290	9 884	11 087	11 492
Foretak ¹⁾	143 086	140 320	142 707	152 019	155 938
Husholdninger ²⁾	285 490	289 881	299 451	317 351	325 218
Utlån til publikum i alt	437 546	440 491	452 042	480 457	492 648
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	29 493	27 014	30 683	34 763	34 695
Foretak ¹⁾	100 223	106 686	113 253	113 160	115 852
Husholdninger ²⁾	243 536	241 559	239 842	292 919	303 945
Innskudd fra publikum i alt	373 252	375 259	383 778	440 842	454 492

¹⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

²⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønntakere m.v.

³⁾ Omfatter også Postbanken

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 962	6 113	5 258	6 470	6 405
Sertifikater	6 947	7 020	3 502	4 159	4 377
Stats- og statsbankobligasjoner	1 699	1 484	1 563	1 645	2 037
Andre ihendehaverobligasjoner	12 972	12 554	12 008	11 953	12 161
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	611	611	662	383	373
Publikum	68 558	65 160	63 219	62 753	61 820
Andre	9 375	8 535	8 904	8 369	9 331
Andre eiendeler	3 381	3 872	5 437	7 012	7 017
Eiendeler i alt	109 505	105 349	100 553	102 744	103 521
Sertifikater	9 666	13 145	7 350	10 863	12 175
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	42 305	38 695	38 481	29 273	40 148
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	27 181	24 983	27 373	35 366	25 060
Andre innlån	16 105	13 451	12 834	12 419	12 107
Egenkapital	8 064	7 929	7 882	7 792	8 667
Annen gjeld	6 184	7 146	6 633	7 060	5 364
Sum gjeld og egenkapital	109 505	105 349	100 553	102 744	103 521

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	737	685	818	650	768
Sertifikater	19	31	17	31	19
Ihendehaverobligasjoner	12	12	12	12	17
Utlån ¹⁾ (brutto)	25 684	26 688	27 944	29 636	30 987
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	21 573	22 541	24 016	25 821	27 326
Utlån til andre sektorer (netto)	451	448	416	474	422
Andre eiendeler ²⁾	-413	-418	-264	-403	-337
Eiendeler i alt	26 039	26 994	28 527	29 926	31 454
Sertifikater	1 980	1 736	2 676	3 125	3 415
Ihendehaverobligasjonslån	0	0	0	500	500
Lån fra andre enn banker	9 417	10 349	11 744	10 280	10 278
Lån fra banker	7 127	7 307	6 360	8 062	9 407
Annen gjeld m.v.	3 725	3 801	3 877	3 918	3 823
Kapital, fond	3 790	3 801	3 870	4 041	4 031
Gjeld og egenkapital i alt	26 039	26 994	28 527	29 926	31 454

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	11 871	9 263	11 054	11 599	12 846
Norske sertifikater	6 853	14 114	15 766	18 403	16 617
Utenlandske statskassaveksler og sertifikater	4 767	1 832	2 724	2 858	2 681
Norske ihendehaverobligasjoner	74 523	72 630	72 380	71 965	72 780
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	7 704	10 265	11 405	14 076	18 007
Norske aksjer og andeler	21 220	18 731	17 823	16 666	19 066
Utenlandske aksjer og andeler	3 171	3 333	3 876	4 130	5 078
Utlån til publikum	64 958	64 107	62 338	61 333	59 027
Utlån til andre sektorer	1 333	1 346	1 882	1 782	1 568
Andre spesifiserte eiendeler	19 371	20 102	19 664	19 364	19 854
Eiendeler i alt	215 771	215 723	218 912	222 176	227 524

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 422	2 874	4 062	4 372	4 193
Norske ihendehaverobligasjoner	28 603	29 020	30 336	33 610	35 002
Utlån til publikum	7 090	6 832	6 213	6 395	6 207
Andre spesifiserte eiendeler	8 002	8 877	8 362	10 230	10 201
Eiendeler i alt	47 117	47 603	48 973	54 607	55 603

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	9 851	9 105	8 171	8 657	8 287
Norske sertifikater	4 915	6 058	8 647	8 289	8 053
Utenlandske sertifikater	554	248	156	453	633
Norske ihendehaverobligasjoner	14 394	14 497	13 316	13 483	15 371
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	5 799	5 941	5 516	6 221	6 630
Norske aksjer	7 523	7 536	7 864	7 173	7 010
Utenlandske aksjer	3 549	3 441	3 552	3 298	3 326
Utlån til publikum	4 063	4 227	4 166	4 222	4 046
Utlån til andre sektorer	569	546	583	525	516
Andre spesifiserte eiendeler	15 818	14 489	14 090	16 725	16 037
Eiendeler i alt	66 793	65 856	66 061	69 046	69 909

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Bankinnskudd	2 008	1 856	1 824	2 290	2 416
Stats- og statsbanksertifikater	229	1 341	2 114	1 687	783
Andre norske sertifikater	1 019	3 727	5 915	6 131	7 695
Utenlandske sertifikater	6	0	5	260	163
Stats- og statsbankobligasjoner	1 983	5 852	3 689	3 947	3 766
Andre norske obligasjoner	4 454	10 577	7 873	8 929	9 103
Utenlandske obligasjoner	56	525	572	592	625
Norske aksjer	4 968	10 989	11 764	11 176	12 084
Utenlandske aksjer	875	1 872	1 742	1 781	1 899
Andre eiendeler	534	1 224	1 648	1 620	1 742
Eiendeler i alt	16 132	37 963	37 144	38 413	40 276

Kilde: Norges Bank og SSB

Tabell 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Statsforvaltningen	21	511	658	663	656
Norske banker	573	685	730	865	887
Øvrige finansinstitusjoner	1 604	3 998	4 359	4 561	4 544
Kommuneforvaltning og -foretak	780	1 288	1 120	1 647	1 889
Øvrige foretak	4 699	12 224	7 533	7 674	8 498
Husholdninger	8 026	17 468	21 564	21 855	22 834
Utlandet	69	166	329	339	366
Andelskapital i alt	15 772	36 340	36 292	37 606	39 675

Kilde: Norges Bank

Verdipapirstatistikk

Tabell 13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/6 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	19 500	22 059	42 058	58 910	60 222
Offentlige finansinstitusjoner	3	8	103	314	355
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	1 301	1 537	1 749	2 417	3 394
Forsikringsselskaper m.v.	17 379	15 586	24 735	25 631	28 920
Øvrige finansinstitusjoner	357	230	401	341	332
Kommuneforvaltning og -foretak	222	175	88	125	124
Statlig eide foretak m.v.	6 294	7 354	4 905	5 029	5 213
Verdipapirfond ²⁾	5 642	4 914	10 657	11 478	11 975
Øvrige ikke-finansielle foretak	36 680	30 978	49 580	50 847	52 197
Husholdninger	18 870	16 648	27 329	27 270	29 182
Utlandet	42 156	37 470	62 793	77 945	85 836
Ufordelt	315	1	122	3	1 267
I alt	148 719	136 961	224 519	260 312	279 016

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/6 1995
Sparebanker	837	803	2 495	5 193	5 291
Forretningsbanker	7 840	6 587	8 393	12 563	12 563
Forsikringselskaper	729	783	883	956	1 196
Andre finansinstitusjoner	1 042	1 689	1 822	400	288
Statlig eide foretak	4 737	4 737	5 155	5 329	5 376
Private selskaper med begrenset ansvar (aksjeselskaper)	24 274	21 949	22 431	25 216	26 706
Utlandet	24	24	653	1 615	1 557
Ufordelt	0	0	10	0	2
I alt	39 483	36 573	41 841	51 271	52 979

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndmarkedet av aksjer registrert i VPS.²⁾
Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Utstedersektorer	Kjøper-/selgersektor									I alt ⁴⁾
	Sentral- myndig- hetene ³⁾	Forretnings- og spare- banker ¹⁾	Forsik- rings- sel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	
Forretningsbanker	3	-129	-127	3	-0	-105	123	181	31	-20
Forsikringselskaper	-0	124	-28	0	0	-336	-148	526	1	138
Andre finansinstitusjoner	0	5	10	0	0	65	12	6	3	100
Statlig eide foretak	53	6	608	-7	-4	201	64	-922	77	78
Private selskaper med begrenset ansvar	32	712	533	-33	-7	-2 059	-1 323	3 600	1 191	2 646
Utlandet	0	15	-17	-0	0	-56	49	23	3	17
Ufordelt	8	27	10	0	0	9	33	-31	3	61
I alt	96	761	989	-36	-11	-2 282	-1 189	3 383	1 310	3 021

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

²⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/6 1995
Stats- og trygdeforvaltningen ³⁾	46 944	49 612	42 870	40 539	39 876
Norges Bank	5 533	7 312	7 590	9 753	11 153
Statsbanker	125	758	4 907	4 455	4 635
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	52 123	51 483	70 958	62 609	69 567
Forsikringselskaper m.v.	86 347	87 789	115 962	119 405	125 065
Øvrige finansinstitusjoner	26 956	18 132	28 014	19 152	18 305
Kommuneforvaltning og -foretak	3 205	4 476	5 806	6 216	6 397
Stallig eide foretak m.v.	910	941	3 308	2 420	2 873
Verdipapirfond ²⁾	5 166	5 680	16 317	11 507	12 874
Øvrige ikke-finansielle foretak	18 538	19 400	27 111	21 803	21 201
Husholdninger	9 277	8 479	7 783	8 052	8 636
Utlandet	24 036	12 903	10 562	8 570	7 278
Ufordelt	44	0	68	49	665
I alt	279 204	266 964	341 256	314 530	328 524

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

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

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS, fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/6 1995
Statsforvaltningen	69 759	78 034	98 439	110 839	122 201
Statsbanker	18 306	20 909	21 978	17 724	17 452
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	11 034	37 213	51 426	54 790	57 736
Private kreditforetak	115 768	68 331	62 122	53 029	53 656
Andre finansinstitusjoner	1 795	2 055	2 072	1 568	2 166
Kommuneforvaltning og -foretak	38 007	39 545	44 843	43 628	41 716
Stallig eide foretak m.v.	6 016	6 453	7 896	8 026	7 597
Øvrige ikke-finansielle foretak	11 230	11 156	15 103	16 333	14 812
Husholdninger	320	306	96	840	810
Utlandet	1 390	1 390	540	1 040	1 040
Ufordelt	0	0	921	0	200
I alt	273 623	265 390	305 438	307 818	319 386

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS.²⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Eiersektor									
	Sentral- myndig- hetene ³⁾	Forretnings- og spare- banker ¹⁾	Forsik- rings- sel. m.v.	Ovrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Ovrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Statsforvaltningen	42	7 399	3 574	592	-35	-272	170	-361	224	11 331
Statsbanker	296	-47	168	-118	8	-533	35	-86	20	-257
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	345	1 166	1 804	-198	79	-510	91	-128	269	2 918
Private kredittforetak	59	793	598	-1 110	-34	426	126	-418	225	663
Andre finansinstitusjoner	100	172	187	-5	5	140	20	-42	23	600
Kommuneforvaltning og -foretak	-283	-148	-1 704	-35	84	331	-13	-16	161	-1 624
Statlig eide foretak m.v.	-36	-25	-349	-148	-33	126	12	4	20	-429
Ovrige ikk-finansielle foretak	-61	57	105	-34	34	-1 155	-38	-202	21	-1 273
Husholdninger	-5	-23	-36	-0	-4	-6	36	-0	0	-39
Utlandet	0	-2	9	16	0	-19	-5	0	0	-0
Ufordelt	0	-11	-2	0	6	2	0	-0	0	-5
I alt	457	9 331	4 353	-1 041	109	-1 472	435	-1 250	963	11 886

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

²⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	317	815	610	745	660
Norges Bank	9 082	6 039	6 715	3 913	1 361
Statsbanker	0	0	215	395	974
Forretningsbanker og Postbanken	16 376	20 941	26 389	23 192	28 304
Sparebanker	3 220	2 473	5 297	5 311	5 837
Private kredittforetak	3 209	2 093	1 799	799	1 291
Private finansieringsselskaper	12	19	31	17	31
Livsforsikringselskaper	6 310	6 853	14 114	15 766	18 403
Skadeforsikringselskaper	5 024	4 915	6 028	8 647	8 289
Andre sektorer ¹⁾	11 088	13 871	14 696	16 446	17 806
Sum, pålydende verdi	54 689	58 019	75 894	75 231	82 956

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

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Statssertifikater	25 000	39 000	39 000	36 500	25 500
Banksertifikater	7 070	8 555	6 195	11 485	15 780
Kreditsertifikater	5 635	9 429	7 104	7 404	7 340
Finanssertifikater	1 985	1 836	2 546	3 025	3 440
Lånesertifikater	18 329	16 974	19 986	23 692	20 916
Herav utstedt av:					
Statsbanker	12 421	11 818	14 314	15 833	13 334
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 440	2 203	2 064	3 116	4 109
Statsforetak	200	300	0	125	395
Andre foretak ¹⁾	3 268	2 653	3 608	4 618	3 078
Utllandet	0	100	400	850	1 150
I alt	58 019	75 894	75 231	82 956	74 126

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringsselskaper	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0
Forretningsbanker	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6
Sparebanker	0,3	0,2	0,4	0,6	0,7
Lån med garanti	2,2	2,1	2,2	2,3	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Bank	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Markedslån i alt	4,1	4,0	4,0	4,0	4,1

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1989								
Desember	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
1990								
Desember	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
1991								
Desember	830,0	1 096,8	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
1992								
Desember	818,6	1 095,3	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
1993								
Juni	818,0	1 107,2	544,7	-0,5	0,2	5,6	-0,1	6,8
Juli	814,7	1 109,4	548,6	-0,4	-0,1	5,2	0,3	8,0
August	813,3	1 103,2	545,9	-0,4	-0,5	4,2	0,4	7,1
September	814,7	1 095,7	548,2	-0,3	-0,4	4,8	-0,3	4,3
Oktober	814,0	1 102,8	543,9	0,5	0,2	3,7	-0,1	0,5
November	813,6	1 103,7	542,7	0,1	-0,1	3,2	0,1	-1,1
Desember	819,9	1 099,9	538,0	-0,5	-0,5	0,5	0,5	-4,3
1994								
Januar	822,2	1 102,5	544,3	0,2	-0,2	1,8	0,9	-0,7
Februar	820,3	1 098,3	543,9	0,3	-0,2	1,2	1,0	-0,7
Mars	825,6	1 100,8	556,4	1,3	0,6	4,8	2,4	3,2
April	826,1	1 102,7	562,2	1,4	0,2	4,3	3,1	7,8
Mai	827,4	1 101,0	567,7	1,6	0,4	4,7	4,3	14,1
Juni	833,9	1 096,9	573,6	1,9	-0,3	5,6	4,0	15,1
Juli	833,8	1 092,5	579,7	2,3	0,3	6,3	4,0	14,8
August	833,0	1 091,9	584,2	2,4	0,8	7,4	3,6	12,7
September	837,3	1 097,9	588,2	2,8	1,6	7,8	3,3	11,9
Oktober	838,9	1 094,6	583,0	3,1	1,5	7,0	3,2	8,3
November	840,4	1 099,2	584,5	3,3	1,8	7,4	3,5	4,3
Desember	844,9	1 098,7	579,5	3,1	1,2	6,6	3,0	-1,2
1995								
Januar	847,2	1 101,6	576,0	3,0	1,7	5,8	2,3	-3,5
Februar	851,5	1 100,4	576,2	3,8	2,2	6,0	1,8	-5,4
Mars	856,5	1 102,1	585,3	3,7	2,4	5,2	3,8	-2,2
April	858,0	1 111,2	596,5	3,9	3,1	6,1	5,7	4,2
Mai	861,6	1 114,2	602,3	4,1	3,0	6,1	6,8	12,6
Juni	864,1	..	607,8	3,6	..	6,0	5,4	16,9

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

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

M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1993		1994		1/1-30/6 1994		1/1-30/6 1995 ¹⁾	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	13 268	3,3	28 553	6,9	11 182	2,7	23 731	5,4
Statsbanker ²⁾	-4 367	-2,4	-3 238	-1,8	-5 058	-2,8	-700	-0,4
Private finansieringsselskaper	1 290	7,4	5 334	28,6	2 635	14,1	2 429	10,1
Skadeforsikringselskaper	-1 787	-29,0	-97	-2,2	-200	-4,6	58	1,4
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	-6 260	-7,7	-5 547	-7,4	-1 957	-2,6	-3 961	-5,7
Private kredittforetak	-12 170	-17,8	-2 516	-4,5	488	0,9	-981	-1,8
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	8 811	14,3	3 038	4,3	7 292	10,3	-1 581	-2,1
Markedslån	-3 000	-40,0	-500	-11,1	-400	-8,9	100	2,5
Annen kreditt	-25	-3,8	-17	-2,7	-20	-3,2	55	9,0
Sum ⁴⁾	-4 240	-0,5	25 010	3,1	13 962	1,7	19 150	2,3

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

³⁾ Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁴⁾ Svarer til endringer i Norges Banks kredittindikator. Faktiske tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 24 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1993		1994		1/1-31/5			
	Beløp	%	Beløp	%	1994		1995	
					Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	71,1	13,0	56,3	10,2	8,9	1,6	1,5	0,2
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-33,6	-6,2	-17,3	-3,1	2,5	0,5	-2,5	-0,4
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	-4,3	-8,0	-4,1	-0,7	-5,1	-0,9	-0,9	-0,1
Forretnings- og sparebankenes kreditttilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	-25,1	-4,6	21,2	3,9	-2,1	-0,4	12,2	2,1
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-12,0	-2,2	-4,0	-0,7	0,5	0,1	-0,2	-0,0
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	1,3	0,2	-10,4	-1,9	-3,7	-0,7	-14,3	-2,4
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-9,5	-1,7	-13,4	-2,4	-1,8	-0,3	5,2	0,9
Endring i pengemengden i alt	3,0	0,5	36,1	-6,6	4,2	0,8	2,0	0,4
Memo: Oljeskatter	26,6	4,9	24,5	4,5	10,6	1,9	12,7	2,2

Fotnoter står under tabell 24 b.

Tabell 24 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993								
Desember	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994								
Januar	34 488	272 991	71 306	378 785	174 775	553 560	9 804	1,8
Februar	34 149	277 661	72 429	384 239	175 072	559 311	6 556	1,2
Mars	33 813	275 786	72 163	381 762	177 837	559 599	25 789	4,8
April	33 358	272 904	72 193	378 455	179 951	558 406	23 087	4,3
Mai	33 316	274 562	71 810	379 688	174 700	554 388	25 054	4,7
Juni	35 534	286 111	76 182	397 827	178 936	576 763	30 380	5,6
Juli	34 644	279 706	79 802	394 152	176 992	571 144	33 848	6,3
August	33 839	281 249	84 209	399 297	182 156	581 453	39 984	7,4
September	36 561	280 948	84 584	402 093	183 084	585 177	42 260	7,8
Oktober	34 760	282 295	82 568	399 623	183 362	582 985	38 173	7,0
November	34 991	273 295	82 556	390 842	184 589	575 431	39 766	7,4
Desember	37 957	280 660	83 635	402 252	184 087	586 339	36 126	6,6
1995								
Januar	36 024	278 930	81 321	396 275	189 643	585 918	32 358	5,8
Februar	35 516	280 026	76 783	392 325	200 285	592 610	33 299	6,0
Mars	34 746	273 574	77 168	385 488	202 965	588 453	28 854	5,2
April	34 646	272 432	77 714	384 792	207 453	592 245	33 839	6,1
Mai	34 303	271 887	78 281	384 471	203 758	588 229	33 841	6,1
Juni	37 017	282 836	83 330	403 183	208 043	611 226	34 463	6,0

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

Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innstående 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 stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i

²⁾ Omfatter publikums nettkjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettkjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditttilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. kvartal		pr. 31/12	pr. 31/3
	1992	1993	1994	1994	1995	1994	1995
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	14,9	4,8	4,4	3,0	1,8	319,3	321,1
Obligasjoner m.v. ²⁾	-1,5	-1,0	-0,2	-1,0	0,3	9,7	10,1
Aksjer m.v. ³⁾	2,3	4,0	0,8	1,2	1,5	84,6	84,0
Forsikringskrav	18,4	16,4	16,6	6,4	7,4	264,9	272,2
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	-1,5	-0,1	3,2	5,0	5,0	70,5	75,5
Fordringer i alt	32,5	24,1	24,9	14,5	16,0	749,0	762,9
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	5,8	12,7	18,5	-1,1	1,3	316,1	317,4
Lån i Statlige låneinstitutter og Norges Bank	5,9	-3,7	-1,1	0,7	0,2	94,6	94,6
Lån i private kreditforetak og finansieringsselskaper	-18,0	-2,5	-0,4	0,3	-0,6	43,2	42,6
Lån i forsikringselskaper	3,4	-5,6	-4,6	-1,2	-1,0	45,7	44,7
Annen gjeld ⁵⁾	3,1	-3,2	-0,9	0,0	0,9	69,9	70,9
Gjeld i alt	0,2	-2,3	11,5	-1,3	0,8	569,5	570,2
Netto	32,4	26,4	13,3	15,9	15,2	179,5	192,8

¹⁾ Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

³⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondandeler og grunnfondsbevis. Finansinvesteringene er fremkommet ved justering av beholdningsendringene med kursomvurderinger

⁴⁾ Utlån, påløpte, ikke utbetalte renter, ferengekrav, skattefordringer og leieboerinnskudd.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 26. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/innndragning-	1/1-31/12		1/1-31/8	
	1993	1994	1994	1995
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	30 012	48 371	36 307	20 299
Stats- og statsbankpapirer	-38 497	-29 629	-11 045	-22 231
Valutamarkedet	51 027	-1 771	144	3 921
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-3 522	-2 455	1 901	2 843
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	3 602	-1 934	1 785	1 462
D-lån	-10 180	-2 982	-2 682	-773
F-lån	-10 108	-8 066	-11 892	-3 826
Annen sentralbankfinansiering	-23 922	-1 393	-12 890	-251
Reserver i alt	-1 588	441	1 628	1 444
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-1 045	1 075	1 628	1 420
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	-543	-634	0	24

¹⁾Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering i forhold til forretnings- og sparebankenes egne oppgaver kan det oppstå avvik fra Statistisk sentralbyrås bankstatistikk.

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 27. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1994								
August	5,4	5,4	5,9	5,9	6,8	6,7	6,8	4,8
September	6,1	6,1	6,8	6,7	7,6	7,5	6,8	4,8
Oktober	6,0	5,9	7,0	6,9	7,6	7,6	6,8	4,8
November	6,9	6,9	7,3	7,3	7,6	7,6	6,8	4,8
Desember	6,2	6,2	6,3	6,2	6,7	6,7	6,8	4,8
1995								
Januar	5,5	5,5	5,8	5,8	6,6	6,6	6,8	4,8
Februar	5,2	5,2	5,6	5,5	6,4	6,3	6,8	4,8
Mars	5,3	5,2	5,5	5,4	6,3	6,2	6,8	4,8
April	5,5	5,4	5,5	5,4	6,1	6,0	6,8	4,8
Mai	6,0	5,9	5,8	5,7	6,0	5,9	6,8	4,8
Juni	5,9	5,8	5,9	5,8	6,0	5,9	6,8	4,8
Juli	5,6	5,5	5,8	5,6	6,1	6,0	6,8	4,8
August	5,3	5,1	5,5	5,3	5,9	5,7	6,8	4,8

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 28. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1994											
August	4,9	6,5	5,9	5,5	5,5	2,3	7,9	4,9	5,9	-0,1	0,8
September	5,0	6,6	5,5	5,6	5,6	2,3	7,8	5,1	5,9	0,7	1,6
Oktober	5,1	6,4	5,3	5,6	5,9	2,3	8,0	5,6	6,0	0,9	1,6
November	5,1	6,3	5,4	5,6	6,0	2,3	8,0	5,8	6,0	1,3	2,0
Desember	5,3	6,2	5,6	5,9	6,3	2,3	8,0	6,3	6,2	0,0	0,8
1995											
Januar	5,0	6,1	5,8	5,8	6,5	2,3	8,0	6,3	6,2	-0,4	0,6
Februar	5,0	5,9	5,9	5,8	6,7	2,3	7,9	6,2	6,1	-0,6	0,3
Mars	5,0	7,2	6,0	7,9	6,6	2,1	8,6	6,2	6,8	-1,4	0,3
April	4,6	6,9	5,9	7,7	6,6	1,5	8,8	6,2	6,3	-1,1	0,7
Mai	4,5	6,7	5,8	7,4	6,6	1,3	8,7	6,1	6,2	-0,6	1,1
Juni	4,5	6,7	5,9	7,1	6,5	1,1	9,0	5,9	6,2	-0,4	1,2
Juli	4,5	6,5	6,0	6,3	6,7	0,9	9,2	5,8	6,0	-0,4	1,0
August	4,4	6,0	6,0	5,9	6,7	0,8	9,1	5,9	5,8	-0,5	0,9

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

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på norske obligasjoner ¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1994						
August	7,3	7,9	7,8	8,6	8,1	9,0
September	8,0	8,7	8,6	9,4	8,9	9,7
Oktober	8,0	8,5	8,4	9,1	8,7	9,4
November	8,0	8,4	8,4	9,1	8,6	9,3
Desember	7,2	7,6	7,7	8,3	8,0	8,3
1995						
Januar	7,2	7,9	7,8	8,6	8,2	8,8
Februar	7,0	7,6	7,6	8,4	8,0	8,6
Mars	6,9	7,5	7,5	8,3	8,0	8,6
April	6,6	7,2	7,2	8,0	7,8	8,1
Mai	6,4	7,0	6,9	7,8	7,5	8,0
Juni	6,5	7,1	7,0	8,0	7,6	8,2
Juli	6,5	7,1	7,0	7,9	7,6	8,2
August	6,3	6,7	6,8	7,3	7,4	8,0

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Effektive renter på statsobligasjoner ¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1994											
August	7,2	8,7	10,7	7,6	8,7	4,6	11,3	7,4	8,5	0,1	1,0
September	7,6	9,2	10,6	8,1	9,0	4,6	11,3	7,6	9,0	0,4	1,3
Oktober	7,6	9,0	10,2	8,2	8,9	4,7	11,0	7,9	9,0	0,3	1,1
November	7,6	8,9	10,4	8,1	8,7	4,7	10,9	8,1	8,9	0,3	1,1
Desember	7,6	8,9	10,3	8,0	8,7	4,6	10,7	8,0	8,8	-0,3	0,5
1995											
Januar	7,7	9,2	10,3	8,2	8,9	4,7	10,8	7,9	9,0	-0,3	0,5
Februar	7,5	9,0	10,3	8,0	8,8	4,6	10,5	7,6	8,8	-0,3	0,5
Mars	7,4	9,1	10,3	8,0	8,7	4,0	11,0	7,4	8,9	-0,3	0,6
April	7,2	8,9	9,5	7,8	8,5	3,4	11,2	7,2	8,6	-0,3	0,6
Mai	6,9	8,4	8,9	7,5	8,3	3,2	10,6	6,7	8,2	-0,3	0,5
Juni	6,9	8,4	8,8	7,5	8,3	2,8	10,5	6,2	8,2	-0,2	0,7
Juli	6,9	8,4	8,8	7,4	8,4	2,8	10,5	6,4	8,2	-0,2	0,6
August	6,8	8,2	8,5	7,3	8,2	3,1	10,1	6,6	8,0	---	---

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

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾			
	Kortsiktige utlån			Utlån i alt	Kortsiktige utlån			Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån		I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån	
2. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,4	9,1	7,9	8,1	9,1	9,8	8,1	8,3
Sparebanker	9,6	10,3	8,0	8,1	10,2	10,7	8,1	8,3
Sum banker	8,9	9,5	7,9	8,1	9,5	10,2	8,1	8,3
3. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,7	9,3	7,8	8,0	9,3	10,0	8,0	8,3
Sparebanker	9,7	10,3	7,8	8,0	10,2	10,7	7,9	8,2
Sum banker	9,1	9,7	7,8	8,0	9,7	10,3	8,0	8,2
4. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,9	9,5	8,0	8,2	9,6	10,1	8,2	8,5
Sparebanker	10,0	10,5	8,0	8,2	10,4	10,8	8,1	8,3
Sum banker	9,3	9,9	8,0	8,2	9,9	10,4	8,1	8,4
1. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,5	9,2	7,5	7,7	8,9	9,5	7,7	7,9
Sparebanker	9,8	10,3	7,8	8,0	10,1	10,6	7,8	8,1
Sum banker	8,9	9,6	7,6	7,8	9,3	9,9	7,8	8,0
2. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,6	9,5	7,4	7,6	9,0	9,8	7,5	7,8
Sparebanker	9,6	10,2	7,6	7,8	10,0	10,4	7,7	7,9
Sum banker	8,9	9,8	7,5	7,7	9,4	10,0	7,6	7,9

¹⁾ Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
2. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,5	4,8	4,9	3,9
Sparebanker	3,4	4,6	4,8	3,8
Sum banker	3,4	4,7	4,8	3,8
3. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,5	5,0	5,1	4,1
Sparebanker	3,5	4,8	5,0	3,9
Sum banker	3,5	4,9	5,0	4,0
4. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,9	5,4	5,5	4,4
Sparebanker	3,7	5,1	5,3	4,2
Sum banker	3,8	5,2	5,4	4,3
1. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,5	5,1	5,0	3,9
Sparebanker	3,5	4,9	5,0	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,0	4,0
2. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,6	5,1	5,1	4,0
Sparebanker	3,4	4,9	5,1	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,1	4,0

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
2. kvartal 1994	6,9	6,5	6,7
3. " "	6,7	7,0	6,8
4. " "	6,8	7,0	6,9
1. kvartal 1995	6,9	7,1	6,9
2. " "	6,6	6,9	6,8

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
2. kvartal 1994	8,5	8,7	8,6
3. " "	8,6	8,7	8,6
4. " "	8,6	8,7	8,6
1. kvartal 1995	8,2	8,4	8,2
2. " "	7,9	8,2	8,0

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker¹⁾. Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	2. kvartal	
			1994	1995
Rente- og provisjonsinntekter	8,8	7,3	7,4	7,5
Rentekostnader	5,7	4,5	4,4	4,8
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,1	2,8	3,1	2,7
Sum andre driftsinntekter	1,5	1,0	1,0	1,1
Andre driftskostnader	2,3	2,4	2,4	2,4
Driftsresultat før tap	2,0	1,4	1,7	1,3
Bokførte tap på utlån og garantier	1,4	0,1	0,1	-0,7
Resultat av ordinær drift	0,6	1,2	1,7	2,0
Kapitaldekning i prosent	11,9	12,4	11,6	10,9
Herav:				
Kjernekapital	5,9	7,3	6,4	7,0

¹⁾ Ekskl. banker omdannet til utenlandskeid filial i løpet av 1994.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	2. kvartal	
			1994	1995
Rente og provisjonsinntekter	10,5	8,0	8,2	7,8
Rentekostnader	5,7	3,9	3,9	4,0
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	4,7	4,1	4,3	3,8
Sum andre driftsinntekter	1,5	0,5	0,1	1,0
Andre driftskostnader	3,0	3,0	3,0	2,9
Driftsresultat før tap	3,2	1,7	1,4	1,9
Bokførte tap på utlån og garantier	1,2	0,4	0,5	0,1
Resultat av ordinær drift	2,0	1,3	1,0	1,8
Kapitaldekning ²⁾	15,3	15,8	15,1	14,8
Herav:				
Kjernekapital ²⁾	11,8	11,9	11,7	11,6

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	2. kvartal	
			1994	1995
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	7,0	6,6	7,4	6,2
Sum andre driftsinntekter	1,6	1,4	1,5	1,4
Andre driftskostnader	5,1	4,4	4,5	4,4
Driftsresultat før tap	3,5	3,5	4,4	3,0
Bokførte tap på utlån og garantier	1,3	0,6	0,8	0,4
Resultat av ordinær drift	2,2	3,0	3,6	2,9
Kapitaldekning	16,3	14,5	15,2	13,5
Herav:				
Kjernekapital	13,4	12,3	13,0	11,9

¹⁾ Gjelder 16 morselskaper.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	2. kvartal	
			1994	1995
Rente og kredittprovisjonsinntekter	8,8	7,6	7,6	7,5
Rentekostnader	7,3	6,5	6,4	6,5
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,5	1,2	1,3	1,0
Sum andre driftsinntekter	0,3	0,0	-0,0	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	1,4	0,8	0,9	0,8
Bokført tap på utlån og garantier	0,3	-0,1	0,0	-0,1
Resultat av ordinær drift	1,1	0,9	0,8	0,9
Kapitaldekning ¹⁾	19,1	20,0	19,0	19,8
Herav:				
Kjernekapital	15,0	15,9	15,2	16,3

¹⁾ Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1994										
August	105,31	8,3937	438,64	110,94	133,52	128,01	10,582	6,8731	88,66	6,8623
September	105,73	8,4061	438,68	111,30	136,94	128,25	10,636	6,8856	90,26	6,8036
Oktober	104,99	8,3457	435,43	111,25	141,61	127,20	10,629	6,7234	91,20	6,6217
November	105,65	8,3674	437,12	111,68	142,58	127,32	10,692	6,8639	91,51	6,7264
Desember	105,52	8,3346	436,07	111,26	141,43	126,62	10,686	6,8440	91,21	6,8552
1995										
Januar	104,54	8,3151	437,36	111,02	141,47	126,50	10,549	6,7207	89,74	6,7014
Februar	104,00	8,2984	439,05	111,23	142,02	126,23	10,363	6,7110	89,30	6,5942
Mars	102,67	8,2630	446,13	111,35	143,28	125,91	10,034	6,9272	86,25	6,2691
April	103,30	8,3159	449,27	114,03	145,14	127,87	9,960	7,3986	84,31	6,1881
Mai	104,01	8,3155	447,11	114,22	145,78	126,40	9,989	7,4050	86,24	6,2853
Juni	103,63	8,2990	445,09	114,04	145,10	126,80	9,945	7,3733	85,93	6,2364
Juli	102,98	8,2999	444,41	114,08	145,30	127,66	9,845	7,0762	85,99	6,1731
August	102,93	8,2676	438,86	113,20	147,41	127,58	9,940	6,7039	87,69	6,3377

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1994					
August	1,5645	2,412	3,427	63,822	99,85
September	1,5509	2,425	3,421	63,712	98,81
Oktober	1,5207	2,441	3,423	64,764	98,49
November	1,5388	2,4461	3,433	63,689	97,99
Desember	1,5720	2,4506	3,444	63,716	100,16
1995					
Januar	1,5323	2,4120	3,457	65,080	99,71
Februar	1,5020	2,3605	3,478	65,424	98,26
Mars	1,4053	2,2491	3,543	64,423	90,54
April	1,3774	2,2168	3,514	60,748	83,67
Mai	1,4061	2,2340	3,537	60,367	84,88
Juni	1,4012	2,2344	3,510	60,368	84,58
Juli	1,3890	2,2152	3,481	62,817	87,26
August	1,4443	2,2649	3,440	65,472	94,58

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1993	1994	1/1-31/5	
			1994	1995
Varebalansen	51 115	52 187	19 332	23 509
Tjenestebalansen	-1 768	-3 064	423	-3 494
Rente- og stønadbalansen	-34 274	-23 574	-9 640	-12 512
A. Driftsbalansen	15 073	25 549	10 118	7 502
Herav:				
Sjipsfart ¹⁾	14 681	14 052	3 179	6 647
Oljevirkksomhet ¹⁾	77 994	90 584	37 424	31 932
Andre sektorer	-77 602	-79 087	-30 485	-31 077
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	7 615	-20 469	-11 650	-4 164
Herav:				
Statsforvaltningen	11 413	-3 901	-4 483	-2 444
Kommuneforvaltningen	-1 561	-1 806	-1 394	-553
Statsbanker	-2 774	-1 737	-790	-262
Forretnings- og sparebanker	-7 523	-3 385	464	-4 621
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	-450	2 613	1 080	-533
Sjipsfart	-1 465	-2 067	1 373	-1 236
Oljevirkksomhet	3 445	-4 992	-6 014	9 009
Andre private og statlige foretak	6 530	-5 193	-1 887	-3 519
C. Grunnbalansen (A+B)	22 688	5 080	-1 532	3 338
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	34 786	-4 494	5 167	-13 491
Herav:				
Statsforvaltningen	-556	-385	-701	-212
Kommuneforvaltningen	1	-1		
Statsbanker	290	85	-49	-221
Forretnings- og sparebanker	31 789	-7 262	1 027	3 277
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-2 008	-2 836	-804	2 777
Sjipsfart	519	9	-504	13
Oljevirkksomhet	8 200	10 199	11 888	806
Andre private og statlige foretak	5 699	1 049	-2 610	-5 051
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-9 150	-5 352	-3 081	-14 881
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	57 473	586	3 634	-10 153
F. Tildelt SDR
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	11 146	-9 185	-5 881	3 152
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	68 619	-8 599	-2 247	-7 001
Herav internasjonale reserver ²⁾	64 452	-8 671	4 587	-7 057

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

²⁾ Endring i internasjonale reserver er korrigert for gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1993			31/12 1994			31/5 1995		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	9,4	77,0	-67,6	10,7	71,7	-61,0	10,1	67,9	-57,8
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	155,6	12,5	143,1	147,5	13,0	134,5	143,7	16,2	127,5
Postgiro og Norges Postbank	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1
Statsbanker	1,0	4,1	-3,1	0,9	2,3	-1,4	1,0	1,9	-0,9
Forretnings- og sparebanker	49,6	72,6	-23,0	48,8	61,5	-12,7	56,1	67,2	-11,1
Kredittforetak	19,5	38,8	-19,3	18,8	34,2	-15,4	18,7	34,6	-15,9
Finansieringsselskaper	0,2	2,5	-2,3	-0,0	5,1	-5,1	-0,1	5,1	-5,2
Forsikringselskaper	37,9	2,0	35,9	39,0	2,0	37,0	39,5	2,5	37,0
Kommuneforvaltning	0,0	4,9	-4,9	-0,2	3,1	-3,3	-0,1	2,6	-2,7
Kommuneforetak	0,0	2,1	-2,1	0,0	1,9	-1,9	0,0	2,0	-2,0
Statsforetak	36,7	53,3	-16,6	30,8	47,9	-17,1	23,6	47,7	-24,1
Andre norske sektorer	69,6	162,4	-92,8	74,6	158,3	-83,7	90,0	160,4	-70,4
Uforklart differanse ¹⁾	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	5,4	20,2	0,0	20,2
Alle sektorer	379,7	432,6	-52,8	376,5	401,3	-24,8	402,9	408,5	-5,6

¹⁾ Omfatter nettobelop som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobelopet henført til fordringer.

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/valutatstatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1993 er innarbeidet. Belopene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 43. Endringer i bankenes internasjonale fordringer¹⁾. Milliarder USD

	1992	1993	1994	1994 1. kv. ²⁾	1995 1. kv. ²⁾	Utestående 31. mars 1995
Total	187	317	279	-12,4	253,5	7 718,1
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	151	171	4,9	-2,2	56,9	2 165,4
banker (og ufordelt)	36	147	274	-10,2	196,6	5 552,7

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

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

²⁾ Endring fra kvartalet for

Kilde: BIS

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

	Desember				
	1990	1991	1992	1993	1994
Amerikanske dollar (USD)	35,7	34,4	35,5	34,0	33,0
Tyske mark (DEM)	11,3	10,7	11,1	11,7	11,7
Sveitsiske franc (CHF)	4,2	3,9	3,5	2,9	3,0
Japanske yen (JPY)	10,1	10,5	9,4	9,7	10,6
Britiske pund (GBP)	3,8	3,3	3,1	3,0	3,1
Franske franc (FRF)	2,4	2,7	3,5	3,8	3,3
Italienske lire (ITL)	1,1	1,5	1,4	2,4	2,4
ECU	2,5	2,7	2,7	2,4	2,1
Ufordelt ¹⁾	28,9	30,3	29,8	30,1	30,8
Totalt i mrd. USD	6 271,8	6 250,6	6 235,1	6 512,7	7 118,8

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

Kilde: BIS

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1992	1993	1994	1. kv.1994	1. kv.1995
Emisjoner av obligasjoner	334	481	429	128	104
– av dette med flytende rente	44	70	96	35	16
Bankutlån	118	137	235	22	71
Annen internasjonal opplåning	7	8	5	0	1
Samlet opplåning	458	626	669	150	176

Kilde: OECD

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

	1992	1993	1994	1. kv.1994	1. kv.1995
OECD	82,7	81,9	85,2	81,9	87,3
Utviklingsland	7,0	8,9	9,3	12,6	6,4
Øst-Europa	0,3	1,0	0,5	0,2	0,3
Internasjonale institusjoner og andre land	10,0	8,2	5,0	5,3	6,0

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 47. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner ¹⁾
(Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1994 Juli	0,0	15,1	13,3	-20,1	8,3	40,1	65,1	26,8	85,2
August	0,0	15,1	14,5	-20,0	9,6	41,9	71,7	27,3	91,7
September	0,1	13,7	9,8	-19,9	3,7	36,4	76,2	26,6	96,1
Oktober	0,1	12,6	7,6	-19,9	0,4	33,9	84,4	26,3	104,3
November	0,1	15,2	4,3	-23,7	-4,2	35,5	96,0	31,2	119,7
Desember	0,1	10,6	9,3	-26,1	-6,1	37,8	97,4	28,5	123,4
1995 Januar	0,1	13,4	9,2	-25,0	-2,3	37,3	95,1	28,1	120,1
Februar	0,1	9,2	11,5	-15,4	5,4	40,7	97,9	29,2	113,3
Mars	0,1	16,9	8,8	-18,1	7,7	41,6	101,8	32,8	119,9
April	-1,6	22,1	7,6	-24,9	3,2	41,4	99,4	33,8	124,3
Mai	-3,5	26,9	6,4	-29,4	0,4	44,4	103,4	38,0	132,8
Juni	0,0	27,3	7,8	-28,6	6,5	41,5	93,0	33,7	121,6
Juli	0,1	26,9	1,0	-19,8	8,2	38,1	87,9	37,0	107,7

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

²⁾ Statsforvalt., trygdeforvalt. og Norges Bank.

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

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

Tabell 48. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ¹⁾ 1995	30/6 1995
Valutaaktiva, spot	94 835	87 839	92 960	93 168	102 566
Valutapassiva, spot	101 384	96 458	98 269	91 611	107 297
1. Spotbalanse, netto	-6 549	-8 619	-5 309	1 557	-4 731
2. Terminbalanse, netto	2 519	8 102	3 706	-6 055	6 784
3. Opsjonsposisjon mot NOK	2	-103	-101	20	1
4. Totalposisjon (1+2+3)	-4 028	-620	-1 704	-4 478	2 054

¹⁾ F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 49. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

		Uke i 1995														
		1-52	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	1-34
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene																
1. Spot		-1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,36
2. Termin		-1	-0,68	-0,71	-6,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,36
		0	0,68	0,71	6,68	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																
1. Spot ¹⁾		-15	0,64	2,18	3,94	-2,11	-4,79	-5,20	-1,81	-0,42	-2,21	1,68	-1,16	-1,90	-1,64	-14,03
2. Termin ¹⁾		-11	0,49	0,36	-1,88	2,09	-0,63	-2,32	-0,56	-0,44	-0,77	1,33	-0,71	-0,74	-0,07	-1,75
		-4	0,15	1,82	5,82	-4,20	-4,16	-2,88	-1,25	0,02	-1,44	0,35	-0,45	-1,16	-1,57	-12,28
C. Norske sektorer, utenom bankene																
1. Spot ¹⁾		16	-3,02	-2,48	-1,70	1,02	2,00	6,79	2,14	1,03	0,01	1,74	-2,46	1,50	2,28	10,80
2. Termin ¹⁾		0	-3,75	-5,20	2,79	-5,53	3,59	3,24	0,60	-1,07	4,50	0,55	0,58	-2,25	2,20	10,72
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene		8	-1,95	0,58	0,33	2,16	0,65	1,77	1,37	1,81	-2,52	1,08	-3,01	3,86	-1,28	-6,55
D. Annet																
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet		8	2,68	2,14	-4,82	4,39	-2,24	1,78	0,17	0,29	-1,97	0,11	-0,03	-0,11	1,36	6,63
2. Kurstep spot, utlandet		-2	2,39	0,28	-2,24	1,10	2,79	-1,58	-0,33	-0,59	2,20	-3,42	3,62	0,40	-1,45	0,87
3. Kurstep ellers, samt korreksjoner		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	0,68
4. Økning i bankenes totalposisjon		-3	1,13	-1,34	2,52	-1,04	1,60	-0,20	-0,34	-0,30	0,46	-0,72	3,11	-1,82	-0,43	-2,50
		0	1,28	1,58	-4,74	2,14	1,24	-1,23	0,15	-0,21	1,76	-2,45	0,64	2,27	-1,14	1,86
Faktorene bak økningen i bankenes valutaposisjon:																
A. Som følge av kjøp/salg:																
nto val.fordr. (spot), utlandet		10	2,58	4,13	-7,59	3,44	-2,96	-0,92	-0,04	1,51	-3,73	-1,88	0,13	2,99	-2,93	-11,33
+ nto. val.fordr. (spot), utlandet		-8	-2,68	-2,14	4,82	-4,39	2,24	-1,78	-0,17	-0,29	1,97	-0,11	0,03	0,11	-1,36	-6,63
+ nto. terminpos. (totalt)		-4	2,48	-1,69	0,53	2,04	3,51	1,11	-0,12	-1,83	3,96	-1,43	3,46	-2,70	2,85	18,83
B. Som følge av kursendringer:																
+ nto. valutapos. (termin og spot)		2	-1,11	1,30	-2,50	1,04	-1,55	0,35	0,48	0,38	-0,44	0,97	-2,98	1,87	0,31	0,99
= Økning i bankenes totalposisjon		0	1,27	1,60	-4,74	2,13	1,24	-1,24	0,15	-0,23	1,76	-2,45	0,64	2,27	-1,13	1,86
Spesifikasjon:																
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																
Netto NOK-fordringer på bankene		0	0,50	1,57	-2,43	2,04	-0,33	-2,22	-0,43	0,33	-0,89	2,06	-0,17	-0,77	0,68	0,48
VPS-registrerte aksjer		-9	-0,08	-0,28	-0,45	-0,39	-0,48	-0,06	-0,22	-0,36	-0,07	-0,37	-0,27	-0,24	-0,41	-5,48
VPS-registrerte obligasjoner		0	-0,03	-0,93	0,99	0,34	0,35	-0,05	0,07	-0,05	0,19	-0,36	-0,32	0,19	-0,43	0,81
VPS-registrerte sertifikater		-2	0,10	0,00	0,02	0,10	-0,17	0,00	0,03	-0,36	0,00	0,00	0,05	0,08	0,10	2,44
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)		-11	0,49	0,36	-1,88	2,09	-0,63	-2,32	-0,56	-0,44	-0,77	1,33	-0,71	-0,74	-0,07	-1,75
Memo:																
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet																
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)		9	2,60	4,09	-7,57	3,44	-2,91	-0,77	0,10	1,59	-3,71	-1,63	2,26	3,04	-3,05	-12,84

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalg fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

²⁾ Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkostens i interbank-terminmarkedet.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

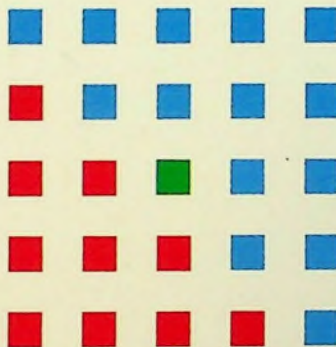
<i>Reg. nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodo	Postboks 114, 8001 Bodo	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 kassekr.	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	Vardo	Postboks 293, 9951 Vardo	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 380, 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)