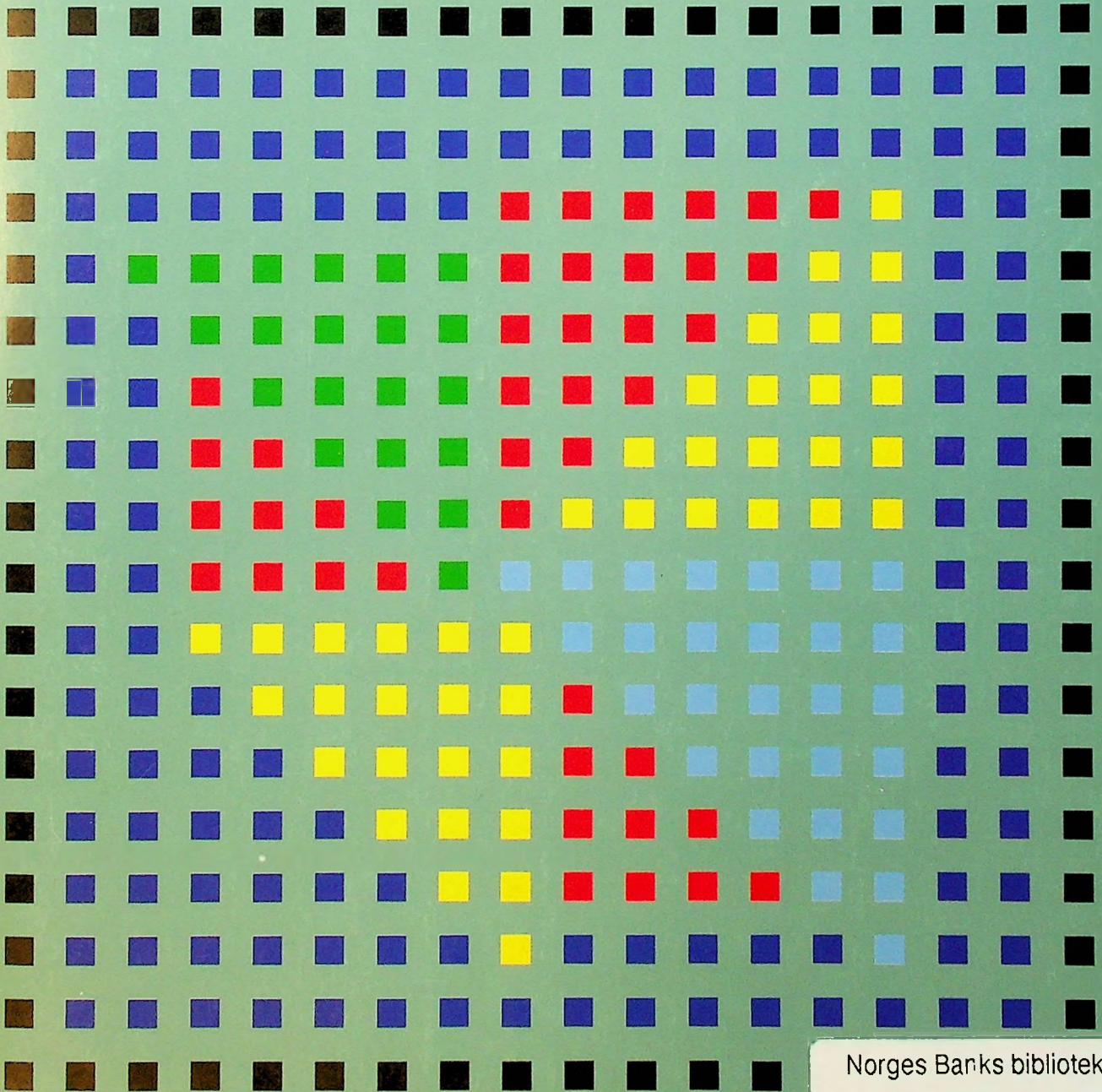


Penger og Kreditt 1994/3

ARKIVERING

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

⌘NB⌘ NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013264VPA



NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

Del A:

- 103* Utfordringer i en oppgangskonjunktur
Leder
- 105* Økonomisk oversikt
- 105* *Kap. 1. Prisutsiktene*
- 126* *Aktuell utdyping til kap. 1: Den internasjonale økonomiske situasjonen*
- 140* *Kap. 2. Nytt sidan sist: Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene*

Del B:

- 157 50 år med IMF
Enok Olsen
- 165 Verdipapirisering
Per Atle Aronsen og Anita Nergård
- 180 Fire toneangivende statsobligasjonslån
Terje Prøsch
- 185 En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld
Ragna Alstadheim og Robert Madsen
- 200 Overføring av finansstatistikk fra Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå til Norges Bank
Herborg Hagesveen og Velle Hvidsten
- 203 Brev og uttalelser fra Norges Bank
Høring – NOU 1994:6 Private pensjonsordninger
Brev til Finansdepartementet av 5. september 1994
- 210 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 212 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater
- 213 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 215 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 12. september 1994

Del B: 9. september 1994

Tabellvedlegget: 2. september 1994

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Torstein Moland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl
Redaksjonsutvalg: Harald Bøhn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Arild J. Lund, 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

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Utfordringer i en oppgangskonjunktur

Norsk økonomi er nå inne i en meget sterk konjunkturoppgang. Privat forbruk ser ut til å vokse med hele 4½ prosent fra i fjor til i år. Slike vekstrater må vi tilbake til midt på 1980-tallet for å finne maken til, men til forskjell fra da ser det ut til at oppgangen denne gangen ikke er kredittfinansiert.

Norges Banks vurdering av prisutviklingen, som fremlegges i dette nummeret av Penger og Kreditt, er at det til tross for styrken i oppgangen så langt ikke er klare tegn til at konjunkturoppgangen har slått ut i høyere prisstigning. Prisstigningen vil ventelig bli om lag 2 prosent neste år, og dette er godt under hva som ventes hos våre handelspartnere. Det er imidlertid en viss usikkerhet knyttet til utviklingen på 2–3 års sikt. Spørsmålet er om den økonomiske politikken og partene i arbeidslivet klarer å håndtere denne konjunkturoppgangen bedre enn tidligere oppganger.

Hovedmålene i den økonomiske politikken er å legge et varig grunnlag for høy sysselsetting og økonomisk vekst. En forutsetning for å kunne nå disse målene er at veksten i oppgangstider ikke blir for sterk. Mye av bakgrunnen for den økningen vi har hatt i arbeidsledigheten i Norge ligger nettopp her. En for sterk oppgang avløses som regel av et kraftig tilbakeslag, og det er da arbeidsledigheten stiger. Erfaringene fra flere andre land viser at det da kan ta lang tid å få arbeidsledigheten ned igjen. En fornuftig og forsiktig politikk i oppgangstider er derfor den beste strategien for å unngå nye sterke tilbakeslag. Det er når oppgangen kommer ut av kontroll at det virkelig er fare på ferde.

Slikt sett er det nå flere hensyn som tilsier at det økonomiske opplegget for neste år bør innebære en vesentlig innstramming og at en tar et stort skritt framover i retning av å redusere underskuddet i statsbudsjettet:

– På *kort* sikt er det en viss risiko for at konjunkturoppgangen kan bli så sterk at norsk

økonomi på nytt blir overopphetet. Selv om det så langt er få tegn til tiltakende pris- og lønnspress, er erfaringen fra tidligere konjunkturoppganger at dette først kommer etter en lengre periode med økonomisk oppgang. En kan derfor ikke vente at slike problemer skulle være synlige allerede nå. Det er imidlertid for sent å reagere når økonomien har kommet ut av balanse og underliggende dynamiske krefter er sluppet løs, spesielt på bakgrunn av at det tar tid før politikken begynner å virke. Dette tilsier en forsiktig linje i den økonomiske politikken, og at en iverksetter innstramningstiltak på et tidlig tidspunkt. Norges Bank anbefalte dette allerede i forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett og med virkning for inneværende år.

– På *mellomlang* sikt vil det være behov for å ha tilstrekkelig sunne statsfinanser til å kunne møte nye konjunkturtilbakeslag. Det må derfor være en målsetting at statsbudsjettet etter noen år med høykonjunktur har et betydelig overskudd. I perioden 1980–87 hadde offentlig forvaltning i Norge i gjennomsnitt et overskudd på 3,1 prosent av BNP. Dette gav rom for oppbygging av finansielle reserver. Da nedgangskonjunktoren satte inn fra 1988, var det derfor mulig å aktivt bruke budsjettet for å hindre at arbeidsledigheten steg raskere. Det er ingen selvfølge at vi i fremtiden vil ha en slik handlefrihet. Mange andre land i Europa har ikke hatt et slikt armslag i finanspolitikken, og dette har brakt dem inn i en ond sirkel. Fordi det ikke er lagt tilstrekkelig vekt på å styrke budsjettet når konjunktorene har pekt oppover, har de fått store budsjettunderskudd i neste nedgangskonjunktur. Noen land, og her finner vi våre naboer Sverige og Finland, har faktisk måttet foreta innstramminger i budsjettet i nedgangstider for å hindre for store stats-

finansielle problemer. Manglende handlefrihet i finanspolitikken kan altså lede til at budsjettopplegget forsterker konjunktursvingninger i stedet for å dempe dem.

- På lang sikt står de norske statsfinansene overfor store utfordringer. Rett nok vil inntektene fra petroleumsvirksomheten være ved over en forholdsvis lang periode. Men nivået på inntektene er særdeles usikkert; bare i løpet av inneværende år har oljeprisene svingt fra under 100 kroner pr fat til over 130 kroner pr fat. Samtidig vet vi at trygde- og pensjonsforpliktelsene staten har påtatt seg, først og fremst gjennom folketrygden, vil legge beslag på en økende del av statens utgifter. Den norske staten burde derfor over tid ha et betydelig løpende overskudd i sine budsjetter for å bygge opp reserver til å møte disse langsiktige utfordringene. Alternativet vil være dramatiske utgiftskutt en gang i fremtiden.

Det var heller ikke meningen at de ekstraordinære tiltakene for å stimulere aktivitet og motvirke økt arbeidsledighet i nedgangskonjunkturen, skulle bli permanente. Da de første tiltakene ble lagt fram våren 1989, ble det lagt vekt på at tiltakene skulle være av midlertidig karakter og at de ikke skulle lede til store driftsutgifter i årene framover, jf. forslagene om ekstraordinært vedlikehold, fremskynding av bygge- og anleggsvirksomhet og økte arbeidsmarkedstiltak. Når vi nå er inne i en sterk konjunkturoppgang, er det både naturlig og i samsvar med forutsetningene at denne typen tiltak trappes ned og at bygge- og anleggsprosjekter utsettes i den grad det er mulig.

Alle disse hensynene trekker i retning av det gjøres vesentlig mer i finanspolitikken enn det som følger av den automatiske bedringen en konjunkturoppgang gir. Hvis ikke statsbudsjettet strammes til i en kraftig oppgangskonjunktur, når skal det da skje? Det er nå anledningen er her.

Torstein Moland

Prisutsiktene

Prisstigningen i Norge er fortsatt lav, selv om den som ventet har tatt seg noe opp de siste månedene. 1 august nådde tolv månedersveksten 1,6 prosent. Dette har først og fremst sin bakgrunn i økte avgifter fra halvårsskiftet. Prisstigningen er godt under våre konkurrentlands, og prisimpulsene fra utlandet er også beskjedne. Den internasjonale oppgangen ser ut til å ha befestet seg og veksten i Europa er sterkere enn tidligere antatt, uten at det foreløpig er tegn til økende prisstigning. Med mindre oppsvinget i industrilandene blir vesentlig sterkere enn antatt, burde det være liten fare for vesentlig økning i inflasjonstakten internasjonalt.

Norsk økonomi er nå inne i en sterk, forbruksdrevet konjunkturoppgang, og dette gjenspeiles blant annet i at vareimporten til og med juli i år økte med hele 17 prosent i forhold til i fjor. Fra første til andre kvartal var det imidlertid en viss utflating i forbruksveksten, men selv med en holdsvist moderat vekst gjennom resten av året vil det private forbruket øke med 4½ prosent fra 1993 til 1994 slik vi anslo i forrige kvartalsrapport. Den sterke konjunkturoppgangen skaper en viss usikkerhet om lønnsutviklingen i tiden framover. De forbundsvise lønnsoppgjørene kan tilsi en lønnsvekst på 3 prosent i år hvis lønnsglidningen resten av året blir som i fjor. Erfaringen fra tidligere år er imidlertid at lønnsveksten tar seg opp i konjunkturoppganger. I en situasjon der lønnsveksten hos handelspartnerne ser ut til å bli svært moderat, skal det lite til før økt lønnsvekst rammer konkurranseevnen.

Norges Banks anslag for prisstigningen fra 1994 til 1995 er på 2 prosent. Dette er basert på at lønnsveksten holder seg på samme nivå som i år. I de første fem månedene neste år må vi likevel være forberedt på en prisstigning som er noen tideler høyere enn 2 prosent, fordi prisnivået i inneværende år var spesielt lavt disse månedene. I annet halvår 1995 er det derimot grunn til å vente at tolv månedersveksten vil falle igjen, siden en neppe vil få den sterke prisstigningen ved halvårsskiftet som vi har hatt i år.

I retningslinjene for pengepolitikken, slik de ble formulert i Revidert nasjonalbudsjett sist vår, understrekes betydningen av lav pris- og kostnadsvekst for å nå hovedmålene for den økonomiske politikken. Det operative målet for pengepolitikken er å sikre stabilitet i den norske kronekursen. For at denne stabiliteten skal kunne sikres over tid er det imidlertid en forutsetning at den norske pris- og kostnadsveksten må være på linje med eller lavere enn i våre konkurrentland. I tråd med dette er fokus i Norges Banks kvartalsrapporter nå i sterkere grad rettet mot utviklingen i priser og kostnader.

Det tar lang tid fra ubalanser oppstår i økonomien og til de slår ut i pris- og kostnadsveksten. Analyser av prisutviklingen vil derfor måtte ha en lang tidshorisont. Grunnlaget for

Norges Banks prisanalyser er således de makroøkonomiske beregningene av utviklingen de nærmeste årene, som legges fram to ganger i året (i juni og i november/desember). Som et supplement til de mellomlangsiktige beregningene, er det nødvendig å følge opp den mer kortsiktige utviklingen i prisene og i faktorer som kan slå ut i prisene på ett til to års sikt. På den måten vil man kunne avdekke om prisutviklingen avviker fra det vi har lagt til grunn i beregningene som har et lengre tidsperspektiv. Slike utviklingstrekk vil bli drøftet i kvartalsrapportene i mars og september.

Rapporten er bygget opp på følgende måte: Punkt 1 tar for seg den løpende prisutviklingen og sentrale prisdrivende faktorer. Punkt 2 går inn på utviklingen i valutakurser og renter.

Konjunktursituasjonen drøftes i punkt 3, mens stabiliseringspolitikken er tema for punkt 4. Konklusjoner om prisutsiktene for de neste 12-18 månedene gis i punkt 5.

1 Prisutviklingen og prisdrivende faktorer

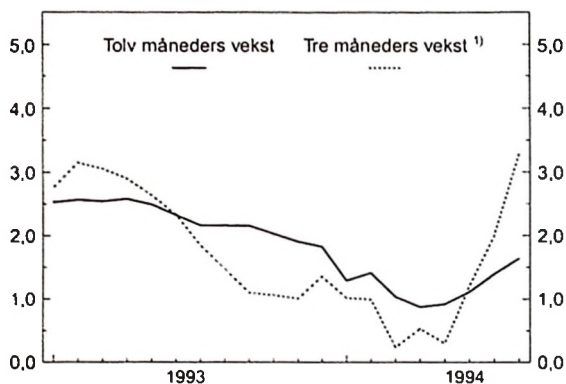
Fortsatt moderat prisvekst

I de åtte første månedene i år var konsumprisene i gjennomsnitt 1,2 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Prisstigningen tiltok noe inn i andre halvår i år, og i august nådde tolv månedersveksten 1,6 prosent, jf figur 1.1. Økningen i veksttakten de siste månedene skyldes i hovedsak tre forhold:

- Fra 1. juli ble avgiftene på drivstoff og tobakk økt, og disse varegruppene har bidratt mest til å trekke opp prisstigningen. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene har anslått at avgiftsøkningene ville trekke opp tolv månedersveksten for konsumprisene med i underkant av ½ prosentpoeng.
- Prisene på kaffe og bilbensin har økt markert, og dette har isolert sett trukket opp konsumprisindeksen med 0,1-0,2 prosentpoeng. Økningen i prisene på bilbensin reflekterer de høye oljeprisene i sommermånedene, og denne faktoren vil muligens kunne reverseres de nærmeste månedene siden råoljeprisen nå har falt igjen.
- Jordbruksoppgjøret for inneværende år er anslått å bidra til å redusere konsumprisene med om lag like mye som avgiftsøkningene fra halvårsskiftet ville trekke prisene opp. Så langt har jordbruksprisene falt vesentlig mindre enn dette, men her kan en trolig vente et visst negativt bidrag til konsumprisveksten i månedene framover. På den annen side kan det være tvilsomt om bidraget blir så stort som tidligere anslått.

Husleie utgjør om lag 18 prosent av konsumprisindeksen. Husleieindeksen måler husleier i leide boliger og borettslag, og forholdene som påvirker disse størrelsene er i liten grad knyttet til den generelle prisutviklingen.

Figur 1.1 Konsumprisindeksen. Tolv månedersvekst og tremånedersvekst¹⁾. Januar 1993 – august 1994.

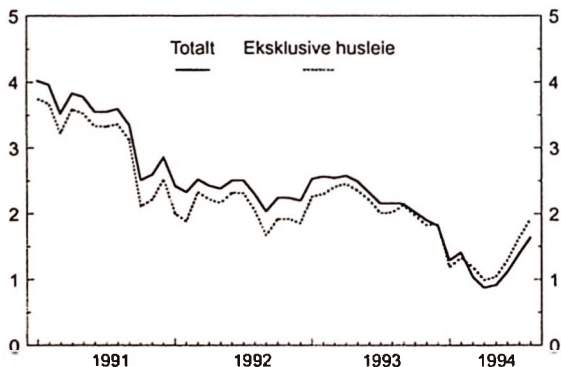


1) Omregnet til årlig vekst

Gjennom 1993 og de første månedene i år har det vært en fallende tendens i konsumprisveksten. Tolv månedersveksten ble redusert fra 1,6 prosent i april 1993 til 0,9 prosent i april og mai i år. Dette gjenpeiles også i tremånedersveksten, som reflekterer den mer kortsiktige utviklingen. Veksttakten tok seg markert opp i juli og august, men dette var i stor grad forårsaket av avgiftsøkninger fra 1. juli.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.2 Konsumprisindeksen med og uten husleie. Tolv månedersvekst. Januar 1991 – august 1994.



Fram til tidlig i år var veksten i konsumprisindeksen totalt sterkere enn i indeksen der husleie er holdt utenom. Det markerte fallet i rentenivået har ført til en sterk reduksjon i veksten i husleieindeksen, og siden mars har således veksten vært sterkere i indeksen eksklusive husleie enn i totalindeksen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Lavere renter har ført til en markert reduksjon i veksten i husleieindeksen gjennom fjoråret og så langt i år. Dette har bidratt til å dempe veksten i konsumprisene samlet. Utviklingen i konsumprisindeksen eksklusive husleie kan derfor gi et bedre bilde av den underliggende konsumprisveksten.

Figur 1.2 viser veksten i konsumprisindeksen (KPI) samlet og i konsumprisene eksklusive husleie. I august var tolv månedersveksten i KPI eksklusive husleie 1,9 prosent, mot 1,6 prosent i juli. Selv om en trekker ut de rentefølsomme prisene av KPI, er prisveksten således fortsatt moderat. Fordi husleier i borettslagene oftest fastsettes for et år om gangen, er det grunn til å tro at effekten av lavere renter kommer med et visst etterslep, slik at virkningen av rentefallet som har vært det siste halvannet året ikke er uttømt. På den annen side er gjelden i borettslagene i stor grad Husbanklån, der rentene er knyttet til utviklingen i statsobligasjonsrentene, men med et visst tidsetterslep. Statsobligasjonsrentene har steget markert det siste halve året, og dette vil dempe den videre nedgangen i Husbankrentene. Videre er det grunn til å tro at økningen i boligprisene etter hvert vil slå ut i økte husleier for leieboliger.

Prisdrivende faktorer

Normalt vil det ta lang tid før en oppgang i realøkonomien slår ut i økt inflasjon. Det er derfor viktig å se etter indikasjoner på økt inflasjon i andre størrelser. Tendenser til økt inflasjon vil ofte først gjenspeiles i faktorer som

- lønnskostnader pr produsert enhet (dvs lønn og produktivitet),
- driftsmarginer,
- flaskehalstendenser i enkelte bransjer,
- importpriser og priser hos handelspartnere,
- boligpriser,
- realøkonomi/kapasitetsutnyttning.

I dette punktet drøftes de fem første av disse faktorene nærmere. Realøkonomien drøftes som nevnt i punkt 3.

Lønnsutviklingen etter de forbundsvise oppgjørene er omtrent som vi la til grunn i juni.

Timelønnsveksten fra første kvartal i fjor til første kvartal i år var 2,6 prosent for arbeidere i LO/NHO-området. For industrien alene var lønnsveksten i samme periode 3,0 prosent, en svak økning i vekstakten i forhold til i fjerde kvartal. I bygg- og anleggssektoren falt gjennomsnittlig timelønn med 0,2 prosent.

Nye beregninger fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene innebærer imidlertid at lønnsoverhenget inn i 1994 er noe oppjustert. Dersom vi legger til grunn at lønnsglidningen (lønnsvekst utover de tariffmessige tilleggene) i år blir som i fjor, blir samlet årslønnsvekst i år om lag 3 prosent, ¼ prosentpoeng høyere enn vi la til grunn i juni.

Tall for lønnsglidning så langt i år foreligger ikke, men veksten i innbetalt arbeidsgiveravgift fra private og kommuner kan gi en indikasjon på lønnsutviklingen. I første halvår i år var innbetalt arbeidsgiveravgift nesten 6 prosent høyere enn i samme periode i fjor. En del av økningen kan tilskrives den ekstra avgiften på høye inntekter som ble innført fra nyttår. Korrigerer en for dette, er veksten i avgiftsgrunnlaget fra i fjor anslagsvis 5 prosent. Dette reflekterer både vekst i timeverkene og i lønningene, og det er usikkert hvor mye av veksten som kan tilskrives de enkelte komponentene. Arbeidskraftundersøkelsen kan indikere en vekst i timeverkene i næringslivet og kommunene på om lag 2 prosent i første halvår sammenlignet med samme periode i fjor. Dette gjør at veksten i timelønn i samme periode kan anslås til 3 prosent. Innbetalt arbeidsgiveravgift indikerer med andre ord at lønnsglidningen så langt i år er om lag som i fjor. Innbetalt arbeidsgiveravgift er imidlertid en usikker indikator for lønnsveksten, og det er forhold som trekker i retning av tiltakende lønnsglidning. En kraftig konjunkturoppgang, slik vi nå er inne i, kan lett føre til høy lønnsglidning i enkelte bransjer.

Med stabil valutakursutvikling må økte lønnskostnader kompenseres av en tilsvarende høyere *produktivitet*, dersom konkurranseevnen ikke skal svekkes. I de makroøkonomiske beregningene som ble lagt fram i juni, la vi til grunn at produktivitetsutviklingen ville være på linje med våre handelspartnere, dvs. en vekst på 2 prosent. Med bakgrunn i kvartalsvis nasjonalregnskap har vi anslått en økning i produktiviteten i industrien fra første halvår i

Et mellomlangiktig perspektiv på kostnadsutviklingen

I forrige kvartaloversikt presenterte Norges Bank fremskrivninger for norsk økonomi. Hovedbildet var en sterk økonomisk vekst, spesielt i år, kombinert med lav pris- og lønnsvekst. Dette står i kontrast til tidligere erfaringer, der konjunkturoppgangen gjerne har endt opp i en sterk kostnadsvekst og tap av konkurransevne.

Det er flere grunner til at konjunkturoppgangen denne gangen neppe vil bli etterfulgt av sterk lønns- og prisvekst:

- Arbeidsledigheten er fremdeles svært høy etter norske forhold.
- Partene i arbeidslivet har erfart at dersom oppgangskonjunktoren kommer ut av kontroll ved at lønnsveksten blir for høy, da etterfølges oppgangen av en kraftig nedgangskonjunktur. Det er slike i situasjoner arbeidsledigheten stiger, og i neste omgang er det svært vanskelig å få ledigheten ned igjen.
- Erfaringene viser at reallønnsveksten ikke har vært vesentlig høyere i perioder med høye nominelle tillegg enn i år med mer moderat lønnsvekst, fordi høy nominell lønnsvekst har vært fulgt av økt inflasjon.

På den annen side er det også forhold som kan trekke i retning av en ny omgang med tiltakende kostnadsvekst:

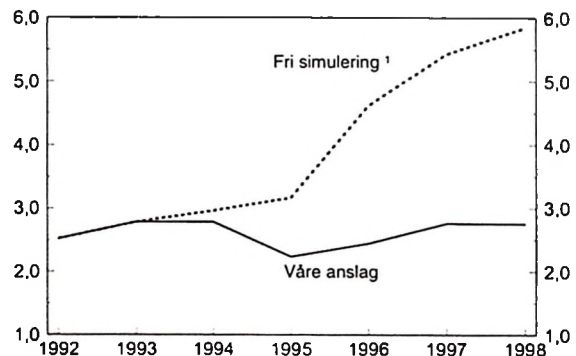
- Når arbeidsledigheten nå er på vei ned, er faren for oppsigelser redusert. Dette kan føre til at solidaritetstankegangen blir svekket.
- Bedriftenes inntjening vil øke etterhvert som aktiviteten tar seg opp både innenlands og internasjonalt. Dette kan gi opphav til høyere lønnskrav.
- Flaskehalsproblemer kan gi lønnspress i enkeltbransjer, f.eks. innenfor bygg- og anlegg. Med en sterk tradisjonen for liten spredning i lønnsnivået, vil dette raskt kunne smitte over på øvrige bransjer.

I fremskrivningene i forrige kvartaloversikt la vi til grunn at den sterke økonomiske veksten ikke

ville følges av en markert økning i lønns- og prisnivået. Men vi understreket også usikkerheten omkring dette.

Norges Banks makroøkonometriske modell RIMINI lå til grunn for vårens fremskrivninger. Modellens relasjoner er tallfestet på grunnlag av historien. Bruk av modellen krever derfor en vurdering av om økonomiens fremtidige virkemåte vil forbli slik den var i historien. På flere punkter, deriblant lønnsdannelsen, la vi til grunn at virkemåten er endret. Slik sett la vi for lønnsdannelsen sterkest vekt på de momentene som kan tenkes å opprettholde den moderate lønnsveksten. Men samtidig viste vi hvordan det kan tenkes å gå dersom økonomien, inklusive lønnsdannelsen, utvikler seg slik de historiske erfaringene tilsier. I figur 1.3 ser vi at lønnsveksten i industri, bygg og anlegg i så fall vil tilta og komme opp i 6 prosent mot slutten av fremskrivningsperioden. Dette fører til en svekkelse av den kostnadmessige konkurransevnen på hele 7 prosent fra 1994 til 1998, mot en bedring på 2 prosent dersom den moderate lønnsveksten blir opprettholdt.

Figur 1.3 Lønnsvekst i industri, bygg og anlegg. Anslag fra Penger og Kreditt nr 2/94.



1) Kun tekniske justeringer

Kilde: Norges Bank

Dette illustrerer hvor viktig en moderat lønnsvekst er for å få en balansert utvikling i norsk økonomi i årene fremover.

fjor til første halvår i år på 2¼ prosent. Dersom industriens effektive kronekurs holdes uendret ut året, får vi en depresiering fra 1993 til 1994 på 1½ prosent. Med uendret produktivetsvekst i andre halvår, og en lønns-

vekst på 3 prosent, ligger det an til en konkurransevneforbedring på ¼ prosent i år. Sterkere lønnsvekst vil selvfølgelig gi en svakere konkurransevneutvikling. I Revidert nasjonalbudsjett la Regjeringen til grunn en

konkurransesevneforbedring på om lag 3½ prosent i år, basert på en depresiering av kronen på nesten 3 prosent, og en lønnsvekst på 2 prosent.

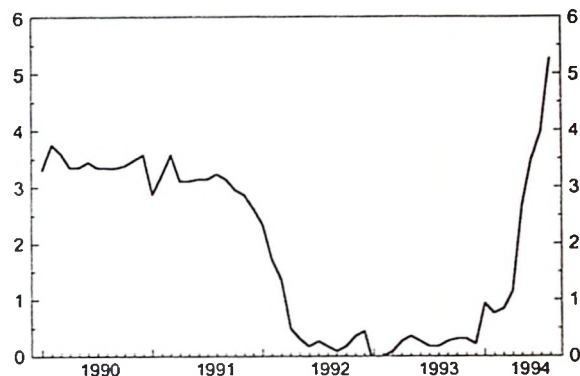
Ofte vil *bedriftenes driftsmarginer* reduseres under en konjunkturedgang, fordi lav etterspørsel i forhold til produksjonskapasiteten hindrer at økte kostnader slår ut i prisene. Tilsvarende vil bedriftene kunne øke prisene mer enn kostnadene i oppgangstider, fordi etterspørselen da er høy i forhold til den eksisterende produksjonskapasiteten.

Driftsmarginene innen bygg og anlegg har blitt kraftig redusert gjennom konjunkturedgangen. Det er derfor grunn til å tro at produsentene vil søke å øke sine marginer igjen. Dessuten ser det ut til at kostnadene stiger, noe som trolig vil slå nokså direkte ut i prisene på sektorens produkter. Byggekostnadsindeksen for enebolig steg med 5,3 prosent fra august i fjor til august i år, etter å ha vært stabil de siste tre årene. Den markerte økningen skyldes imidlertid først og fremst økte trelastpriser internasjonalt.

Bygg- og anleggssektorens produkter er viktige kostnadskomponenter for den øvrige delen av norsk økonomi, og økte byggepriser kan etter hvert sette i gang en prisspiral. Den kraftige økningen i ordretilgangen for bygg og anlegg i andre kvartal kan bety at man får et prispress i denne bransjen – dels som følge av økte driftsmarginer og dels som følge av økte lønnskostnader ettersom det kan oppstå knapphet på kvalifisert arbeidskraft. Det er foreløpig ingen tegn til økt lønnsvekst for sektoren sett under ett, men for enkelte faggrupper var den så høy som 4,4 prosent fra første kvartal i fjor til første kvartal i år.

Sterk konkurranse innen dagligvarehandelen har bidratt til en fallende tendens i matvareprisene de siste par årene. Regnskapsstatistikken for 1992 viser imidlertid at lavere priser innen sektoren ikke resulterte i reduserte driftsmarginer. Prisfallet kan nok delvis tilskrives reduserte kostnader innen sektoren og lavere internasjonale råvarepriser, men det er også grunn til å tro at driftsmarginene for leverandørene har blitt redusert. I årets åtte første måneder har matvareprisene vist en klar økning, selv om det har vært et visst fall for enkelte jordbruksprodukter etter landbruksoppgjøret. Prisnivået på matvarer i august var

Figur 1.4 Byggekostnadsindeksen for enebolig. Tolvmånedersvekst. Januar 1991 – august 1994.



Etter å vært stabil de to siste årene, har byggekostnadsindeksen steget kraftig de siste månedene. Årsaken til økningen er i hovedsak en sterk økning i trelastprisene. Gjennom nedgangskonjunkturen vi nå har bak oss, har driftsmarginene innen bygg og anlegg blitt sterkt redusert. Det er derfor grunn til å tro at økte kostnader vil måtte tas ut i form av økte priser fra bygg og anleggssektoren. Dette er viktige kostnadskomponenter for økonomien forøvrig, og kan i neste omgang slå ut i økte priser generelt.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

3,2 prosent høyere enn ved inngangen til året. Den prisøkningen vi nå har hatt, ser imidlertid ikke ut til å være resultat av økte driftsmarginer innen dagligvarehandelen – i år har prisene på grossistleddet steget sterkere enn konsumprisene. Dette kan skyldes at leverandørene øker sine driftsmarginer, men det er grunn til å tro at mye av prisøkningen skyldes økte råvarepriser. Blant annet har prisene på kaffe økt sterkt på grunn av dårlige avlinger i Brasil.

Ifølge SSBs konjunkturbarometer produserer omkring 25 prosent av industribedriftene med en større *kapasitetsutnytningsgrad* enn 95 prosent. Denne andelen har vært relativt stabil de siste par årene. Det er videre bare 7 prosent av bedriftene som oppgir kapasitetsproblemer som begrensende faktor for produksjonen. Det er således ingen indikasjoner på at man opplever kapasitetsskranker innen industrien. Konjunkturbarometeret viser imidlertid at bedriftslederne venter økte produktpriser framover. Norskproduserte industrivarer utgjør likevel en liten del av konsumprisindek-

sen, slik at økte priser innen industrien i liten grad vil slå direkte ut i konsumprisene.

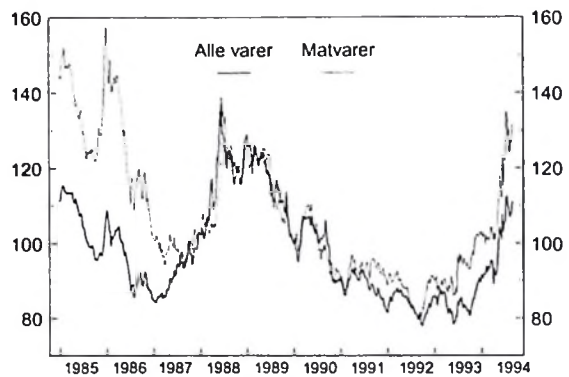
Importerte konsumvarer utgjør 21 prosent av konsumprisindeksen. Siden årsskiftet 1992/93 har veksten i *prisene på importerte konsumvarer* vært sterkere enn i prisene på hjemmeproduserte varer og tjenester. I august var tolv månedersveksten i importprisene 2,5 prosent, mens konsumprisindeksen samlet økte med 1,6 prosent de siste tolv månedene. I fjor reflekterte den forholdsvis sterke importprisveksten svekkelsen i valutakursen og økt merverdiavgift som slo relativt sterkt ut for denne gruppen. For inneværende år har blant annet prisøkningen på råvarer betydning.

I løpet av det siste året fram til først uke i september har Economists råvareprisindeks økt med 33,3 prosent. Mat- og jordbruksvarer har økt sterkest med 38,6 prosent, siden samme uke i fjor. Oppgangen i matvareprisene vil trolig veltes raskere over i det generelle prisnivået enn prisoppgangen på typiske industriråvarer som metaller. I flere land har økte råvarepriser bidratt til en viss oppgang i produsent- og konsumprisene. Oljeprisene har imidlertid falt gjennom august. Mens spotprisen for Brent Blend var 19 dollar pr fat ved inngangen til august, var prisen snaut 16 dollar pr fat den 12. september.

Det er normalt med en oppgang i råvareprisene ved starten av en konjunkturoppgang. Oppgangen i råvareprisene skjer denne gangen fra et historisk lavt prisnivå, og produksjon og forbruk i industrilandene er mindre råvareintensivt enn tidligere. Målt i faste priser er for eksempel oljekonsumet pr enhet av BNP nær halvert siden tidlig på 1970-tallet. Effekten av en viss råvareprisoppgang på det generelle prisnivået vil derfor bli svakere enn ved tidligere konjunkturoppganger.

Den fallende tendensen i inflasjonen hos handelspartnerne de siste årene har flatet ut i løpet av sommeren, som følge av økte råvarepriser og økt aktivitetsnivå. Mens tolv månedersraten var nede i 2,2 prosent i april, har den kommet opp i 2,3 prosent i juli. De engelsktalende industrilandene har lenge vært inne i en relativt sterk konjunkturoppgang. Veksten ser nå ut til å ha kommet godt i gang også i landene i kontinental-Europa, og den ser ut til å bli sterkere enn en før har forventet. På grunn av stor ledig produksjonskapasitet ventes dette

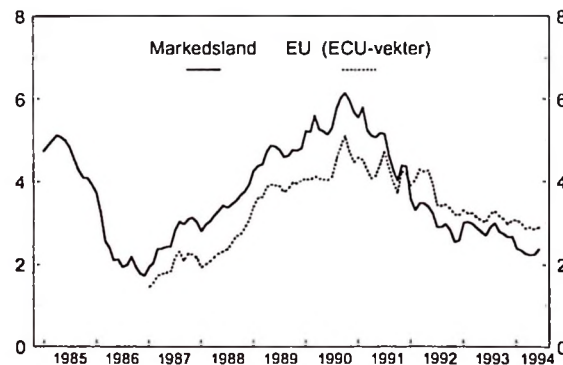
Figur 1.5 Råvarepriser. Economists råvareprisindeks og delindeksen for matvarer målt i SDR. 1990 = 100.



Oppgangen i råvareprisene har skjedd fra et meget lavt nivå og de kraftige vekstratene må sees i lys av det. Economists råvareprisindeks er sammensatt av to delindekser; en for matvarer og en for råvarer til industrien. Disse inngår med vekt på henholdsvis 47,4 prosent og 52,6 prosent. Kaffe utgjør 23,2 prosent av matvareindeksen. Delindeksen for matvarer nådde et historisk bunnpunkt i månedsskifte august/september 1992, mens delindeksen for industriråvarer nådde bunnpunktet i månedsskifte august/september 1993.

Kilde: The Economist

Figur 1.6 Konsumprisene internasjonalt. Tolv månedersvekst.



Prisveksten hos våre handelspartnerne har vist en fallende trend helt siden årsskiftet 1990/91. Indeksen for EU-landene viser ikke en så klar trendendring, blant annet fordi Tyskland, som veier tungt i indeksen, har hatt relativt høy prisvekst i perioden etter gjenforeningen.

Kilde: OECD

ikke å gi særlig sterkere inflasjon enn hva en tidligere har antatt. Indeksen for EU-landene gjenspeiler at konjunkturoppgangen i de fleste av disse landene har startet relativt nylig, og prisstigningen viser fortsatt en avtakende tendens.

I USA har prisstigningen vært forholdsvis moderat, til tross for vekst i økonomien siden andre kvartal i 1991. Tolvmånedersraten for konsumprisveksten har ligget rundt 2¼-2½ prosent mesteparten av året, men økte til 2,8 prosent i juli. Kapasitetsutnyttelsen i økonomien har gradvis økt og nærmer seg nå et nivå som kan utløse inflasjon. Den pengepolitiske innstramningen og oppgangen i både kort- og langsiktige renter vil imidlertid virke dempende på aktivitetsveksten og dermed på inflasjonen.

Også i Storbritannia, som har hatt en reell depresiering av pundet på snaut 15 prosent og vekst i økonomien helt siden andre halvår av 1992, er prisveksten fremdeles svært moderat, og lavere enn hva sentralbanken har lagt til grunn i sine inflasjonsrapporter. Tolvmånedersraten for konsumprisveksten eksklusive boliglånsrenter var 2,2 prosent i juli. Dette er den laveste prisveksten siden startpunktet for indeksen i 1975.

I Tyskland (vestlige delstater) var tolv-månedersveksten i konsumprisene kommet ned i 2,9 prosent i juli, men den økte til 3,0 prosent i august på grunn av økte olje- og råvarepriser. På bakgrunn av betydelig ledig produksjonskapasitet og vårens meget moderate lønnsoppgjør venter vi at veksten i konsumprisene vil avta gjennom resten av året.

Oppgangen i råvarepriser og effekten av depresieringen av den svenske kronen har ført til at prisene på importerte varer har økt betydelig i Sverige. Veksten i konsumprisene målt ved tolv-månedersraten økte fra 1,7 prosent i januar til 2,9 prosent i juli. Sveriges Riksbank har vurdert det underliggende inflasjonstrykket som så sterkt at den satte opp signalrentene 11. august. I Finland var tolv-månedersveksten i konsumprisene under 1 prosent fram til mai. Innføringen av generell merverdiavgift fra og med juni i år bidrog til en økning i tolv-månedersraten til 1,6 prosent i juli.

Det er nå betydelig ledig produksjonskapasitet i de fleste industriland, og den høye arbeidsledigheten legger en sterk demper på

lønnsutviklingen. Med mindre BNP-veksten i industrilandene viser seg å bli vesentlig sterkere enn de nye anslagene på 2½ prosent i år og 3 prosent i 1995, presentert i «Aktuell utdyping» til dette kapitlet, er det liten fare for noen vesentlig økning i inflasjonstakten internasjonalt det nærmeste året.

Prisene på boliger og andre formuesobjekter slår i liten grad direkte over i det generelle prisnivået. Økte formuespriser øker imidlertid etterspørselen i økonomien, noe som i neste omgang kan danne grunnlag for press på pris- og kostnadsnivået. Utviklingen i boligprisene er derfor en viktig indikator på et mulig fremtidig prispress, jf omtale i egen ramme. Oppgangen i boligprisene som startet i første kvartal i fjor, fortsatte de to første kvartalene i år. Sammenliknet med ett år tidligere var prisnivået i andre kvartal 13 prosent høyere, ifølge ECON/Norges Eiendomsmeglerforbunds prisindeks for bruktbolig. Prisstatistikk fra OBOS og EXACT viser at prisene på brukte boliger i Oslo falt noe i juli og august. Dette kan være en indikasjon på at boligprisveksten generelt er i ferd med å flate ut. Uten ytterligere vekst resten av året, får vi en gjennomsnittlig boligprisvekst fra 1993 til 1994 på 12 prosent. I Penger og Kreditt nr 2/94 anslo vi 15 prosent vekst i boligprisene.

2. Valutamarkedet og renteutviklingen

Det operative målet for pengepolitikken er valutakursstabilitet overfor de europeiske valutaene. Intervensjoner ved kjøp og salg av valuta og endringer i Norges Banks renter til bankene skal ikke brukes med samme styrke som under fastkursregimet for å sikre stabile kurser, men en skal innrette virkemidlene slik at valutakursen ved vesentlige avvik etter hvert vender tilbake til utgangsleiet. Disse retningslinjene er nedfelt i forskriften for kronens kursordning som ble gitt ved kgl. res. i forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett for 1994.

I hovedtrekk kan markedsutviklingen siden midten av juni beskrives ved fortsatt stabil kronkurs mot ECU, men det har samtidig vært en tendens til ytterligere økning i rentedifferansen mellom norske kroner og øvrige

Formuespriser og konjunkturutviklingen

1980-tallet har vært preget av store svingninger i formuesprisene - både i aksje- og eiendomsmarkedene. Slike fluktasjoner er forsåvidt ikke noe nytt, men svingningene har vært vesentlig sterkere enn tidligere i etterkrigstiden. Internasjonalt har dette bidratt til økt interesse for formuesprisenes betydning for den økonomiske aktiviteten og for sunnheten i det finansielle system.

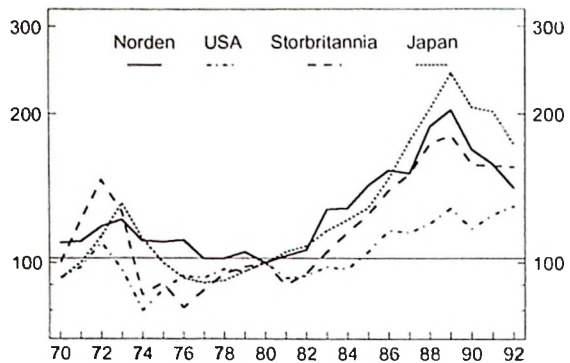
Det er liten tvil om at det «berg og dalbane»-lignende forløpet i formuesprisene har bidratt til å forsterke konjunkturutslagene både oppover og nedover gjennom 1980-tallet. Analyser i flere land, deriblant Norge, har for eksempel vist at boligprisene på kort sikt har stor betydning for husholdningenes forbruksetterspørsel og boliginvesteringene. Det har også vist seg at utviklingen i boligprisene har stor egyptyngde. Slike «bobler» må for eller siden sprekke, og en kan da få en sterk korreksjon. I flere land opplevde en midt på 1980-tallet at oppgang i formuesprisene skapte et grunnlag for en gjeldsfinansiert, sterk etterspørselsvekst. I neste omgang - da formuesprisene falt igjen - fant bedrifter og husholdninger at deres gjeldsbelastning var høyere enn ønskelig. For å bygge ned gjelden igjen ble forbruk og realinvesteringer justert ned. Mot slutten av 1980-tallet og inn på 1990-tallet bidro dette til å forsterke og forlenge konjunkturtilbakeslaget i mange OECD-land. De sterke fluktasjonene i formuesprisene har dessuten vært en vesentlig faktor bak krisen i finansinstitusjonene i de nordiske landene og i Japan.

Disse utviklingstrekkene har reist spørsmålet om hva som påvirker formuesprisene, og i hvilken grad utviklingen i formuesprisene bør tas hensyn til i utformingen av den økonomiske politikken - og da særlig pengepolitikken.

I en rapport fra Bank for International Settlements (BIS) er disse spørsmålene nærmere diskutert. Rapporten har tatt utgangspunkt i utviklingen i en aggregert indeks for formuesprisene i en rekke land for perioden 1970-92. Indeksen er en veiet sum av aksjekursindeksen og prisene på nærings- og boligeiendommer, deflatert med konsumprisindeksen. Figur 1.8 viser at formuesprisene økte mest i Japan, Storbritannia og Norden. Indeksen for Norden, utenom Island, er veid sammen med BNP-vekter.

At prisutslagene på 1980-tallet har vært langt sterkere enn på 1970-tallet, tilskriver BIS-rapporten at kredittmarkedene er blitt deregulert. Nå er imidlertid dereguleringen bak oss, og den vil ikke gjenta seg. I et mer liberalisert kredittmarked må en likevel regne med større fluktasjoner i formuesprisene. Økt kredittetterspørsel i en situasjon med

Figur 1.7 Aggregerte formuespriser.
1980 = 100, logaritmisk skala.



økende formuespriser vil således i større grad kunne bli tilfredsstilt, slik at en selvforsterkende prisoppgang kan settes igang. Det eksisterer derfor en risiko for at formuesprisene igjen vil kunne øke forholdsvis kraftig.

BIS-rapporten peker på to viktige implikasjoner av dette:

For det første må en legge vesentlig vekt på å lage regler som sikrer en forsvarlig utlånspraksis fra banker og andre finansinstitusjoner, samt styrke tilsynsmyndighetene.

For det andre må en i utformingen av pengepolitikken legge vesentlig vekt på hva som skjer med formuesprisene. Normalt vil formuesprisene være en tidlig indikator på den fremtidige etterspørselsutviklingen, som igjen vil påvirke det generelle prisnivået. Som indikatorer på et mulig fremtidig prispress er derfor formuesprisene en viktig del av beslutningsgrunnlaget for den økonomiske politikken, og spesielt for pengepolitikken. Det er vanskelig å tenke seg hvorledes en situasjon med store svingninger i formuesprisene - for Norges del gjelder dette særlig prisene på bolig- og nærings-eiendommer - vil kunne være forenlig med en stabil økonomisk utvikling og en lav prisstigning.

Derimot finner ikke rapporten grunnlag for å anbefale at formuespriser inngår direkte i styringsmålet for pengepolitikken. Utformingen av pengepolitikken må baseres på stabile sammenhenger. Problemet er at sammenhengen mellom formuespriser, etterspørsel og konsumpriser både er usikker og ikke ser ut til å være stabil over tid.

Kilde: BIS Economic Papers, nr 40, mars 1994

europiske valutaer. Norges Banks administrerte renter har vært holdt fast siden begynnelsen av februar, foliorenten på 4,75 prosent og D-lånsrenten på 6,75 prosent.

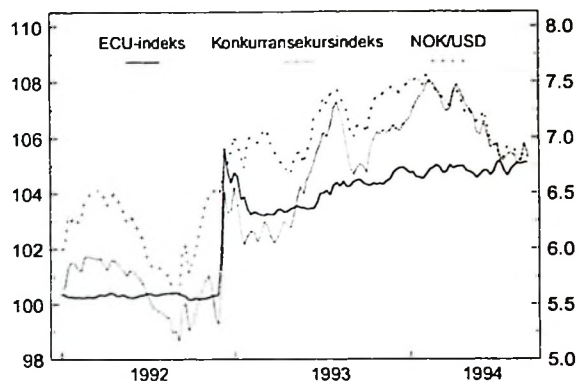
Kronekursen målt ved ECU-indeksen har holdt seg innenfor intervallet 104,5-105,2, men den har vært påvirket av uro i Sverige ved et par anledninger. Dette skjedde i første del av juli, da Norges Bank støttet kronen ved salg av valuta for første gang siden desember 1993. Ved rentehevingen i Sverige den 11. august, som gav ny uro omkring svenske kroner, fikk man igjen en smitte-effekt til det norske markedet. Denne gangen ble det imidlertid ikke nødvendig å intervensere. Det norske valutamarkedet stabiliserte seg etter en viss likviditetsinnstramming fra Norges Banks side.

Tidligere har tendenser til svekkelse av kronen ofte vært knyttet til nedgang i oljeprisen målt i norske kroner. Gjennom juni og juli beveget oljeprisen seg rundt 120 kroner pr fat. Den var oppe i 130 kroner pr fat i begynnelsen av august, ved at en oljeprisøkning målt i USD mer enn motvirket fallet i dollarkursen. Gjennom august har imidlertid prisen pr fat olje falt fra 19 USD til mellom 15 og 16 USD, og målt i norske kroner er prisen nå nede på omkring 108 kroner. Det har vært vanskelig å se noen sammenheng mellom bevegelsene i kronekursen og endringene i oljeprisen i denne perioden.

Helningen på avkastningskurven i pengemarkedet synes å være sterkt påvirket av de samme faktorene som har medvirket til stigningen i obligasjonsrentene siden februar. Også pengemarkedsrentene nådde sitt laveste nivå i februar, og avkastningskurven i pengemarkedet var da helt flat etter å ha hatt negativ helning i flere år. Siden har enmånedsrenten steget med 1,1 prosentpoeng, tremånedsrenten med 1,6 prosentpoeng og tolv månedersrenten med 2,4 prosentpoeng.

I forbindelse med renteurol i Sverige i midten av august ble likviditeten i det norske pengemarkedet strammet inn for å støtte valutakursen. Som følge av uroen og likviditetsinnstrammingen økte renten for alle løpetider i pengemarkedet. I begynnelsen av september opplevde vi igjen en generell stigning i alle pengemarkedsrentene i Norge, parallelt med en viss likviditetsinnstramming.

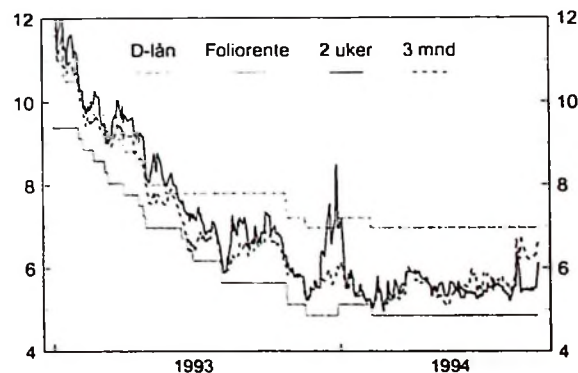
Figur 1.8 Utviklingen i kursen på norske kroner og amerikanske dollar fram til 9. september 1994.



Den indekserte kronekursen mot ECU har holdt seg forholdsvis stabil gjennom 1994. Ved enkelte anledninger i juli og august har imidlertid kronekursen svekket seg som følge av uro i Sverige. Siden juni har indeksen ligget innenfor intervallet 104,5-105,2. De store endringene i kursen på dollar og svenske kroner har imidlertid gitt markerte bevegelser i den effektive kronekursen, og sammenliknet med første kvartal i år er konkurransekursindeksen styrket med 1,8 prosent.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.9 Utviklingen i pengemarkedsrentene fram til 9. september 1994.



Mens de lengre pengemarkedsrentene har vært påvirket av oppgang i obligasjonsrentene, avhenger de kortsiktige pengemarkedsrentene i større grad av likviditetssituasjonen. I perioden med uro i midten av august ble likviditeten strammet til, og toukersrenten beveget seg en del opp innenfor båndet mellom foliorenten og D-lånsrenten. Også i begynnelsen av september steg de korteste pengemarkedsrentene en del. Tremånedsrenten har siden midten av juni økt med 0,8 prosentpoeng.

Kilde: Norges Bank

Dagslånsadgangen

Den 1. september i år innførte Norges Bank krav om sikkerhet for bankenes dagslån (D-lån). I denne rammen tar vi for oss litt om bakgrunnen for den omlegging av D-lånsordningen som nå har skjedd.

D-lån er lån med én dags løpetid, definert som overtrekk på bankenes foliokonti i Norges Bank. Lånene er ikke behovsprøvet, og tilgjengelig for alle norske banker samt datterbanker og filialer av utenlandske finansinstitusjoner etablert i Norge. Fra Norges Banks side er bankenes tilgang til D-lån i normale situasjoner kun begrenset av den ramme Norges Bank setter for summen av den enkelte banks daglige låneopptak gjennom en låneperiode på en halv måned. Lånerammen fastsettes i forhold til beregningsgrunnlaget for D-lån, som fra og med den 1. september er knyttet til bankenes forvaltningskapital.

Fra og med D-lånsperioden 1.-15. september må bankene stille sikkerhet for D-lånsadgangen. Foreløpig kreves det sikkerhet tilsvarende 25 prosent av de maksimale daglige D-lånstrekk bankene ønsker å ha tilgang til. I tillegg vil bankenes eventuelle fastrente-innskudd i Norges Bank automatisk regnes som sikkerhet, og utvide bankens daglige D-lånsatilgang tilsvarende.

Internasjonalt er det normalt at bankene har en eller annen form for tilgang til kortsiktig kreditt i sentralbankene. Betingelsene for slike kreditter varierer en del mellom landene, men et fellestrekk er at det enten er, eller arbeides med å få, innført

krav om sikkerhet for sentralbankenes utlån til bankene.

For Norges Bank har det lenge vært et mål å få kontroll over og redusere kredittrisikoen overfor bankssystemet. Norges Banks overskudd tilfaller staten, og tap på utlån vil svekke statsbudsjettet. En konsekvens av omleggingen av ordningen vil være at bankene i større grad vil dekke seg opp med lån fra andre banker, dvs. at interbankmarkedet stimuleres, samtidig som likviditetstyringen internt forbedres.

Utformingen av D-lånsadgangen innebærer i prinsippet et betydelig potensiale for tap. På det meste utgjorde bankenes samlede D-lånsramme 2309 milliarder kroner, og i prinsippet kan bankene trekke hele D-lånsrammen på én enkelt dag. I 1986 ble låneperioden kortet ned fra 2 måneder til 1 måned, og fra årsskiftet 90/91 ble lengden på låneperioden igjen halvert. Nedkorting av låneperioden var i første rekke begrunnet med hensynet til rente- og valutakursstyring, men innebar også en reduksjon i risikoesponeringen. Risikoen er videre blitt redusert ved at Norges Bank har satt maksimalgrenser for eksponeringen overfor enkeltbanker i form av F-lån og banksertifikater. Videre ble beregningsgrunnlaget for D-lån i en periode basert på bankenes ansvarlige kapital istedenfor forvaltningskapitalen. En reduksjon av risikoen knyttet til D-lånsadgangen, som automatisk gis til et relativt bredt utvalg av aktører uten behovsprøving, er et betydelig skritt i retning av å kontrollere den risiko Norges Bank er eksponert for.

Rentedifferansen mot tyske mark og ECU har fortsatt å øke som følge av den norske rentestigningen – den tyske renten har holdt seg om lag uendret siden juni mens ECU-renten har økt noe mindre enn den norske. I begynnelsen av september var rentedifferansen i tre månedersområdet kommet opp i 1,3 prosentpoeng mot tyske mark og 0,5 prosentpoeng mot ECU.

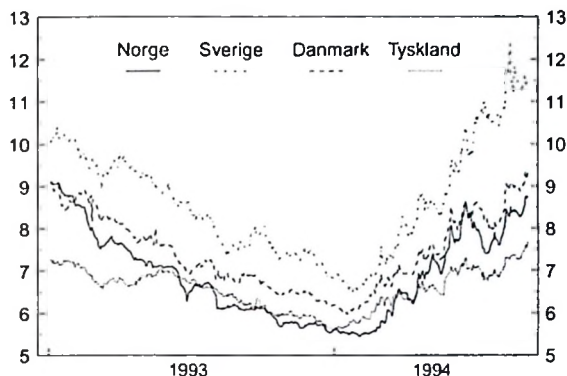
Stigende obligasjonsrenter og økte rentesvingninger

De norske obligasjonsrentene har økt markert i forhold til de korte pengemarkedsrentene siden bunnivået i februar i år. Dette representerer en felles trend i industrilandene, trolig

knyttet til den internasjonale konjunkturoppgangen. Det er imidlertid betydelige forskjeller i renteøkning og rentenivå mellom land, noe som reflekterer ulikheter i økonomisk situasjon og i markedenes tillit til at vedkommende land vil klare å oppnå en lav inflasjon i årene fremover. I «Aktuell utdyping» til kapitlet har en omtalt faktorer som kan bidra til å forklare slike forskjeller. Det pekes på at det særlig er den historiske inflasjonsutviklingen og de løpende inflasjonsforskjellene som har vært avgjørende for hvor høye obligasjonsrenter et land har fått.

Siden oppgangen i obligasjonsrentene startet i mars, har en også kunnet observere at obligasjonsrentene ser ut til å svinge mer – ikke bare fra dag til dag, men også fra måned

Figur 1.10 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, Sverige, Danmark og Tyskland fram til 9. september 1994.



Valutauro har ført til en sterk økning i de svenske obligasjonsrentene. Renteoppgangen i Norge kan delvis skyldes smitte-effekt fra Sverige. Også innenlandske forhold i Norge kan ligge bak en del av renteøkningen vi har hatt i forhold til Tyskland.

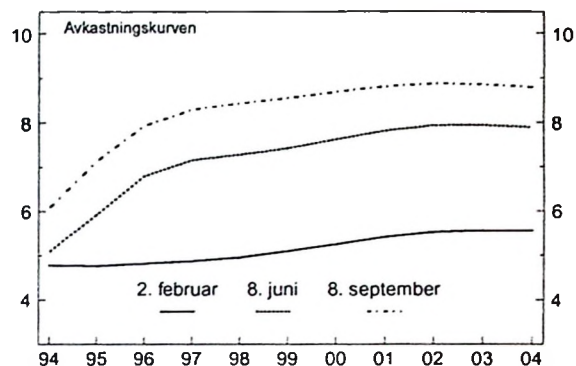
Kilde: Norges Bank

til måned, jf. figur 1.10. Etter toppen i midten av juni på 8,6 prosent, falt ti-årsrenten til omkring 7,4 prosent i midten av juli, for deretter å øke igjen til 8,5 prosent i midten av august.

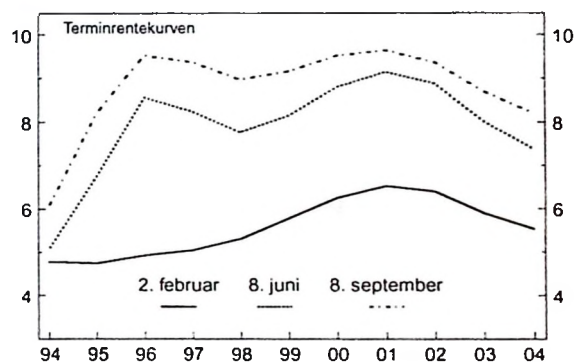
Rentebevegelsene har vært særlig sterke i Sverige. Midt i august nådde svensk ti-års statsobligasjonsrente et toppnivå på 12,4 prosent. Bakgrunnen for denne utviklingen i Sverige er nærmere omtalt i en egen ramme i «Aktuell utdyping» til dette kapitlet. Bevegelsene i den norske obligasjonsrenten har først og fremst vært påvirket av hva som har skjedd med de tilsvarende tyske rentene, men også situasjonen i Sverige har påvirket det norske markedet.

Figur 1.11a viser skiftene i avkastningskurven (nullkupongrenter) siden obligasjonsrentene i Norge var på sitt laveste i år. Mens avkastningen på en plassering med fast rente til utgangen av år 2004 var 5,6 prosent i februar, er den i dag 8,8 prosent. Dette kan indikere at det er forholdsvis sterke forventninger i markedet om at de kortsiktige rentene vil øke i tiden fremover. Terminrentekurvene i figur 1.11b illustrerer de forventningene til fremtidige ettårsrenter som kan leses av avkast-

Figur 1.11 a) Avkastningskurven



Figur 1.11 b) Terminrentekurven



Mens avkastningskurven gjennom våren ble markert brattere, uten at de korteste rentene økte vesentlig, har avkastningskurven siden juni beveget seg mer parallelt oppover. Terminrentekurven illustrerer de forventningene til fremtidige kortsiktige renter som kan avleses fra avkastningskurven. I 1995 er nå forventet kortsiktig rente rundt 3½ prosentpoeng høyere enn den 2. februar, mens forventet kortsiktig rente i 2004 har steget rundt 2½ prosentpoeng. Sammenhengen mellom avkastningskurven og terminrentekurven og ulike beregningsmetoder, er nærmere beskrevet i Penger og Kreditt nr 1/94 og 2/94.

Kilde: Norges Bank

ningskurvene. For eksempel viser terminrentekurvene at markedet den 8. september i år så for seg en ettårsrente med forfall ved utgangen av 1995 på 8,2 prosent, mens tilsvarende rente kun var forventet å være 4,8 prosent den 2. februar i år. Forventet ettårsrente i 1995 har med andre ord steget med hele 3½ prosentpoeng. Tilsvarende har den forventede ettårsrenten i år 2004 økt fra 5,5 prosent til 8,2 prosent.

Tolkningen av terminrentene som forventede fremtidige kortsiktige renter bygger imidlertid på visse forutsetninger, blant annet at det ikke er noen risikopremie i markedet på å investere i obligasjoner. Dersom det eksisterer en slik risikopremie, noe som synes å være tilfelle, vil likevel skift i terminrentekurven over tid kunne gi informasjon om endring i renteforventninger – men det må gjøres antakelser om hvordan risikopremien utvikler seg.

Oppgangen i obligasjonsrentene kan ha sin bakgrunn i tre forhold:

- økning i risikopremien på plassering i obligasjoner,
- forventet økning i realrentenivået,
- forventet økning i inflasjon.

Det er flere grunner som taler for at risikopremie ved plassering i obligasjoner har økt siden februar. Mange aktører har nå erfart at de kan få betydelige tap på sine obligasjonsplasseringer. Dersom mange investorer har et kort tidsperspektiv på sin investering, vil premien for å plassere i «lange» papirer ha økt hvis det forventes at fremtidige renter og obligasjonskursen blir mer fluktuerende enn før. Jo lengre rentebindingstiden på obligasjonene er, dess større blir kursutslaget ved en rentendring. Usikkerheten omkring utviklingen i fremtidig inflasjon kan også ha økt – uten at anslagene for forventet inflasjon nødvendigvis har økt. Det vil innebære at usikkerheten omkring realavkastningen har økt, noe som kan tilsi at investorene krever en økt risikopremie.

I lys av at Norge er inne i en konjunkturoppgang og en venter en økning i investeringene, er det også rimelig at forventet realrente har økt. Selv om det er rimelig å legge til grunn at både risikopremien og forventet realavkastning på obligasjoner har økt, kan en ikke utelukke at oppgangen i obligasjonsrentene – både i Europa og Norge – i noen grad også avspeiler økte inflasjonsforventninger. Oppgangen har imidlertid vært svært sterk selv for løpetider helt ned til ett år og mindre. I et så kort perspektiv kan neppe inflasjonsforventningene ha endret seg på en slik dramatisk måte, og det meste av oppgangen må derfor ha sammenheng med økt risikopremie og økt krav til realavkastning.

3 Konjunkturutviklingen

I Penger og Kreditt nr 2/94 tegnet vi et bilde av en sterk konsumdrevet oppgang i norsk økonomi. Tallene for de påfølgende månedene reflekterer at veksten fortsatte også i andre kvartal:

- Veksten i privat konsum flatet riktignok ut i andre kvartal, men det høye nivået i første kvartal skyldes i stor grad ekstraordinære forhold. Nivået i andre kvartal er markert høyere enn i fjerde kvartal i fjor.
- Vareimporten viser en tilsvarende utvikling som konsumet, og selv uten vekst gjennom andre halvår får vi en økning i vareimporten fra i fjor til i år på 13 prosent. Importvolumet er nå for første gang høyere enn i rekordårene 1986 og 1987. Bilimporten har i stor grad bidratt til den kraftige importveksten.
- Boligprisene fortsatte å stige, noe som danner grunnlaget for ytterligere konsumvekst.
- Boliginvesteringene økte sesongjustert med 7 prosent fra første til andre kvartal, og veksten fra i fjor til år ligger nå an til å bli så høy som 25-30 prosent.
- Eksporten av tradisjonelle varer økte meget sterkt i første kvartal i år, og nivået holdt seg høyt også i andre kvartal. Holder dette nivået seg gjennom resten av året, blir årsveksten så høy som 9½ prosent – dvs. 4 prosentpoeng høyere enn Norges Banks anslag i forrige kvartalsoversikt.
- Bedriftsinvesteringene i fastlandsøkonomien tok seg kraftig opp fra første til andre kvartal, men førstekvartalsnivået var unormalt lavt. Sammenlignet med i fjor er nivået fortsatt lavt, men både investeringstelingen og veksten i igangsetting av forretningsbygg gir signaler om videre vekst.
- Produksjonen har økt forholdsvis kraftig. BNP for Fastlands-Norge økte sesongjustert med 0,6 prosent fra første til andre kvartal, og nivået var dermed 5,1 prosent høyere enn i andre kvartal i fjor. Industriproduksjonen vil selv uten videre vekst gjennom resten av året nå en årsvekst på 5-6 prosent.
- I andre kvartal var det 2 022 000 personer sysselsatt. Sesongjustert er dette 1,3 prosent

Tabell 1.1 Makroøkonomiske hovedstørrelser.
Volumvekst, prosent.

	1993-1994		
	Anslag i Penger og Kreditt 2/1994	2. kvartalsnivået uendret ut året ¹⁾	Sesongjustert vekst fra 1. til 2. kvartal 1994 ²⁾
Privat konsum	4%	3,7	0,2
Offentlig konsum	3%	3,9	-0,4
Realinvestering			
Fastlands-Norge ³⁾	4%	0,8	8,1
Innenlandsk etterspørsel	4%	4,3	2,6
Herav Fastlands-Norge ³⁾	4%	3,3	1,1
Eksport	7	5,7	-1,3
Tradisjonelle varer	5%	9,4	-1,2
Import	6%	4,7	1,9
Tradisjonelle varer	7%	13,0	3,5
BNP	4	4,7	1,0
BNP Fastlands-Norge	2%	3,4	0,6

1) Årsveksten fra 1993 til 1994 når det sesongjusterte nivået i andre kvartal holdes uendret ut året

2) Ikke omregnet til årlig rate

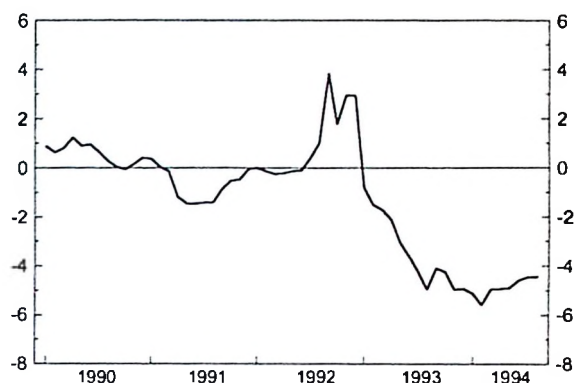
3) Unntatt lagerinvesteringer

flere enn gjennomsnittet i fjor. Selv om ledigheten så langt ikke er blitt vesentlig redusert, er det således en forholdsvis sterk vekst i antall sysselsatte.

Løpende indikatorer for de første månedene i tredje kvartal gir et noe mer blandet bilde. Indikatorene for igangsetting av bygg, vareimport og vareeksport økte alle sterkt fra juni til juli. Ordrestatistikk for industrien viser videre en betydelig økning i ordretilgangen fra første til andre kvartal, og det samme gjorde ordrestatistikken for bygg og anlegg. På den annen side viste både varekonsumindikatoren og industriproduksjonen fall fra juni til juli. Nyregistreringen av biler falt både i juli og august. Konjunkturoppgangen hos våre handelspartnere ser imidlertid ut til å ha kommet lenger enn vi tidligere har lagt til grunn. Vekstanslagene for Europa er vesentlig oppjustert i forhold til for et halvt år siden. Dette gir grunnlag for at den sterke eksportveksten vil kunne holde seg oppe i tiden fremover. Den internasjonale konjunktursituasjonen er nærmere omtalt i «Aktuell utdyping» til dette kapitlet.

Mens konjunkturoppgangen på 1980-tallet kom samtidig med en kraftig kredittkspansjon, ser dette ikke ut til å være tilfellet denne gangen. Kreditten til publikum fra innenland-

Figur 1.12 Monetary Conditions Index for Norge.
Januar 1992 = 0



Monetary Conditions Index (MCI) er en indikator for hvordan pengepolitikken virker på realøkonomien. Pengepolitikken virker dels gjennom renten og dels gjennom valutakursen. MCI er et veiet gjennomsnitt av realrente og reell effektiv valutakurs. Siden siste del av 1993 har MCI vært forholdsvis stabil, etter at rentenedgangen slo ut kraftig ekspansivt i første del av 1993. De siste månedene ser man at indikatoren har økt noe. Dette skyldes en viss økning i rentene og reell appresiering av valutakursen. MCI ble grundigere omtalt i Penger og Kreditt nr 1/94 og 2/94.

Kilde: Norges Bank

ske kilder øker, men dette blir mer enn oppveid av redusert kreditt fra utlandet.

Pengepolitikken har siden nyttår hatt en viss dempende effekt på konjunkturoppgangen. Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom to kanaler – henholdsvis renten og valutakursen. Dette er illustrert ved Monetary Conditions Index (MCI) som er presentert i figur 1.12.

MCI er et veid gjennomsnitt av realrente og reell effektiv valutakurs. Effektiv valutakurs er kursen på norske kroner i forhold til gjennomsnittet av våre handelspartnere – målt ved industriens effektive konkurransekurs. Reell effektiv valutakurs er i tillegg korrigert for inflasjonsforskjeller mellom Norge og handelspartnerne.

Det er pengemarkedsrenter som benyttes ved beregningen av MCI, og økningen i de langsiktige rentene siden februar fanges derfor ikke opp. Økte langsiktige renter bidrar også til en viss dempende effekt på konjunkturoppgangen fordi nyinvesteringer blir mindre lønnsomme. Oppgangen i de langsiktige

rentene gjenspeiles i at foretakenes emisjoner av nye obligasjoner er vesentlig redusert sammenlignet med i fjor – i mai og juni i år var bruttoemisjonene i næringsliv og kommuner ifølge VPS på 4 milliarder kroner, mens tilsvarende tall for de samme to månedene i fjor var nesten 19 milliarder kroner.

Husholdningene, som i hovedsak låner til flytende rente, er antakelig nokså uberørt av renteoppgangen i obligasjonsmarkedet. Tall pr andre kvartal viser at både utlåns- og innskuddsrentene i bankene har fortsatt å falle. Ved utgangen av første halvår i år var gjennomsnittlig utlånsrente eksklusive nullstilte utlån 8,3 prosent, 0,9 prosentpoeng lavere enn ved årsskiftet. Gjennomsnittlig innskuddsrente var 3,8 prosent ved utgangen av første halvår, 0,6 prosentpoeng lavere enn et halvår tidligere. Utlånsrentene til kredittforetakene og livselskapene har falt enda mer enn bankrentene i denne perioden. Den fortsatte nedgangen i finansinstitusjonenes renter kan tilsi at effekten av nedgangen i markedsrentene på privat sektors etterspørsel fortsatt ikke er uttømt. Oppgangen i de mer langsiktige rentene kan likevel etter hvert påvirke husholdningenes renteforventninger, og deres tilbøyelighet til å ta opp nye lån.

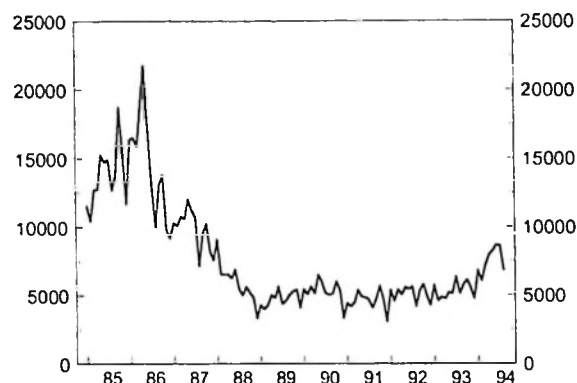
Rentebindingen for husholdningene og bedriftene, dvs. i hvilken grad de låner til henholdsvis fast og flytende rente, blir nærmere omtalt i en egen artikkel i dette nummer av Penger og Kreditt.

I det følgende vil vi gå nærmere inn på utviklingen i de ulike etterspørselskomponentene.

Fortsatt markert vekst i husholdningenes etterspørsel

Kvartalsvis nasjonalregnskap indikerer at den markerte konsumveksten som startet i fjor, fortsatte i andre kvartal. Riktignok flatet veksten ut i forhold til første kvartal, men det høye nivået i første kvartal var til en viss grad forårsaket av ekstraordinære forhold. Blant annet hadde man en sterk økning i elkraftforbruket på grunn av lave temperaturer i vinter. Dessuten falt alle handledagene i påsken i første kvartal. Ser en første halvår under ett, var nivået 5,5 prosent høyere enn i samme periode i fjor.

Figur 1.13 Førstegangsregistrering av personbiler



Den sterke konsumveksten det siste året reflekterer i stor grad økt bilsalg. Førstegangsregistreringen av personbiler har tatt seg markert opp, og i de åtte første månedene i år var nyregistreringen 45 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Her er det i stor grad snakk om gjeninnhentingseffekter, og etterhvert er det grunn til å vente utflating i førstegangsregistreringen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Det er i første rekke forbruket av varige konsumgoder som har økt, spesielt salget av nye biler. Fra januar til august ble det registrert 60 500 nye personbiler. Dette er nesten like mange som i hele fjor, og selv uten ytterligere vekst fra augustnivået, vil det bli registrert 91 000 nye personbiler i 1994. Dette tilsvarer en økning på over 40 prosent fra året før. Til sammenlikning ble det i 1986 førstegangsregistrert 176 000 personbiler. Økningen i bilsalget i år representerer i stor grad gjeninnhentingseffekter etter flere år med lavt nivå på kjøp av nye biler. Husholdningene har nå vært gjennom en finansiell konsolidering, og bilparken er samtidig blitt eldet. Det er derfor mange husholdninger som ønsker å bytte ut sine biler på relativt kort tid. Det er derfor grunn til å vente utflating i personbilsalget, og registreringstallene for juli og august kan indikere at toppen snart er nådd.

Nordmenns konsum i utlandet viser også en markert økning. Etter et forholdsvis lavt nivå i første kvartal, som trolig har sammenheng med OL på Lillehammer, økte nord-

menns konsum i utlandet sesongjustert med hele 3,1 prosent i andre kvartal ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap.

I Penger og Kreditt nr 2/94 anslo vi veksten i privat konsum i år til 4½ prosent. Selv uten ytterligere vekst fra nivået i andre kvartal, vil veksten i privat konsum fra 1993 til 1994 bli 3¾ prosent. Veksten blir trolig noe lavere i andre halvår, dels på grunn av de spesielle forholdene sist vinter og dels fordi bilsalget trolig vil flate ut. Vi holder således fast ved vårt anslag på 4½ prosent vekst i privat konsum fra 1993 til 1994.

Som nevnt under omtalen av prisutviklingen, fortsatte prisene på brukte boliger å stige i andre kvartal. Økte bruktboligpriser innebærer at avviket mellom prisene på nye og brukte boliger reduseres, i tillegg til at behovet for finanssparing trolig reduseres fordi formuen øker. Begge disse forholdene kan ha bidratt til å øke boliginvesteringene, som nådde bunnen i andre kvartal i 1993. Boliginvesteringene økte med 7,1 prosent fra første til andre kvartal. Uten ytterligere vekst i andre halvår, vil boliginvesteringene øke med 25 prosent fra 1993 til 1994 – vårt anslag i forrige kvartalsoversikt var en vekst på 20 prosent. Byggearealstatistikken indikerer dessuten at veksten fortsatte også inn i tredje kvartal. Igangsettingen av boliger økte sesongjustert med 17 prosent fra juni til juli. At byggekostnadene nå er i ferd med å ta seg opp, kan imidlertid få en dempende effekt på igangsettingen.

Vekst i fastlands-investeringene og i vareeksporten

Etter flere år med sterk vekst i investeringene i petroleumssektoren, er det grunn til å vente en reduksjon de nærmeste årene. Våre anslag fra forrige kvartalsoversikt var basert på et fall på 7 prosent i påløpte oljeinvesteringer i år. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap har imidlertid oljeinvesteringene holdt seg forholdsvis stabile både sammenlignet med første kvartal i år og første halvår i fjor.

Industriinvesteringene nådde en bunn i første kvartal, men det var en sesongjustert økning på 10 prosent fra første til andre kvartal, ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap. I

andre kvartal lå det sesongjusterte investeringsnivået knapt 1 prosent over det gjennomsnittlige kvartalsvise investeringsnivået i 1993. Konjunkturbarometeret reflekterer en klar optimisme blant industriens ledere, etter at utviklingen i andre kvartal ble bedre enn ventet. Det er spesielt innen utekonkurrerende sektorer at man venter oppgang i produksjonen. Dette bildet bekreftes av ordrestatistikken, som viser en markert økning i ordretilgangen i andre kvartal i år sammenliknet med første kvartal. Selv om kapasitetssskranker foreløpig i liten grad virker begrensende på produksjonen, er kapasitetsutnyttningen relativt høy i mange bransjer, og ytterligere økt etterspørsel vil derfor etter hvert gi grunnlag for investeringsvekst. Investeringstillingen for andre kvartal indikerer at en ikke kan vente videre vekst i industriinvesteringene gjennom resten av inneværende år, mens det derimot er forventet en gjennomsnittlig vekst på hele 20 prosent fra 1994 til 1995. Det må understrekes at det er stor usikkerhet knyttet til tallene fra denne tellingen.

Investeringsveksten ser ut til å ha startet i tjenesteytende næringer. Investeringsnivået i andre kvartal var sesongjustert 12 prosent høyere enn i første kvartal. Investeringsvolumet i første halvår i år er dermed nesten 5 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Her bidrog utbyggingen av ny hovedflyplass med knapt 3 prosentpoeng til denne veksten, og det ser dermed ut til at også investeringsaktiviteten for øvrig er i ferd med å ta seg opp. Til tross for fortsatt overkapasitet av forretningsbygg, har det vært en markert økning i igangsettingen det siste året. I første halvår ble det igangsatt 940 000 kvadratmeter forretningsbygg – 13 prosent mer enn i samme periode i fjor. Veksten startet i andre halvår i fjor, og etter et fall i første kvartal i år (som trolig har sammenheng med den snørike vinteren), økte igangsettingen markert i andre kvartal.

Den sterke veksten i tradisjonell vareeksport flatet ut i andre kvartal, selv om den tok seg noe opp igjen mot slutten av sommeren. En tiltakende konjunkturoppgang i våre eksportmarkeder gjenspeiles i eksportindustriens ordretilgang, som i andre kvartal var betydelig høyere enn andre kvartal i fjor. Dette indikerer en fortsatt økning i eksporten. Dersom eksporten av tradisjonelle varer hol-

der seg på andrekvartalsnivået resten av året, vil volumveksten fra 1993 til 1994 bli hele 9½ prosent.

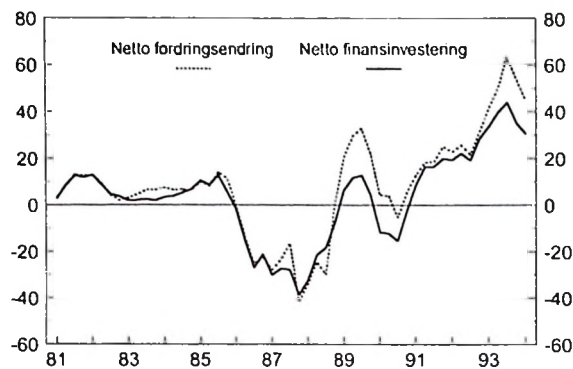
Markert oppgang i sysselsettingen

Veksten i sysselsettingen fortsatte i første og andre kvartal i år. Ifølge tall fra arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var det 2 022 000 personer sysselsatt i andre kvartal. Dette var 28 000 flere enn i andre kvartal i fjor, og innebærer en sesongjustert økning på 0,7 prosent fra første kvartal. Vi må tilbake til 1990 for å finne et så høyt nivå på sysselsettingen. I tråd med hva man kan vente under en konjunkturoppgang, har mange gått over fra yrkespassivitet til den arbeidssøkende delen av befolkningen. Fra første til andre kvartal økte arbeidsstyrken sesongjustert med hele 1,1 prosent, og denne økningen var større enn sysselsetningsveksten. Sesongjustert utgjorde dermed antall arbeidsledige 5,8 prosent av arbeidsstyrken, mot 5,4 prosent i første kvartal. Ledigheten i andre kvartal var likevel litt lavere enn gjennomsnittet i fjor.

Tall fra Arbeidsdirektoratet gir et noe annet bilde av ledighetsutviklingen. Den registrerte ledigheten falt sesongjustert med 0,2 prosentpoeng fra første kvartal til 5,2 prosent i andre kvartal. Etter en viss vekst de siste månedene, falt ledigheten sesongjustert fra 5,5 prosent i juli til 5,1 prosent i august.

Det er nå tegn til at stadig færre yrkesaktive mister arbeidet. Antall dagpengemottakere har vist en fallende tendens det siste året, og tallet for juli var sesongjustert 14 prosent lavere enn gjennomsnittet i 1993. Avgangen fra yrkeslivet ser dermed ut til å ha bremsert opp, og stadig flere av arbeidssøkerne rekrutteres direkte fra den yrkespassive gruppen. Dette kan uttrykke en gjeninnhentingseffekt i arbeidsstyrken etter flere år med stagnasjon. Dersom konjunkturoppgangen skaper optimisme i arbeidsmarkedet, vil flere yrkespassive kunne gå over i den yrkessøkende delen av befolkningen, og vi kan oppleve en videre økning i sysselsettingen uten en motsvarende nedgang i arbeidsledigheten. De store kullene som avslutter universitetsutdanning og annen skolegang trekker i samme retning.

Figur 1.14 Husholdningenes netto fordringsendring og netto finansinvestering de siste fire kvartaler.



Endringen i husholdningenes netto fordringer kan dekomponeres i omvurderinger og netto finansinvesteringer. Netto finansinvesteringene har vært noe lavere de siste fire kvartaler enn de foregående fire, og særlig har de vært lavere enn netto finansinvesteringene fra 3. kvartal 1992 til 3. kvartal 1993. Likevel er de fremdeles klart høyere enn de var på begynnelsen av 80-tallet.

Kilde: FINDATR, Norges Bank

Fortsatt moderat kredittvekst

Den markerte etterspørselsveksten ser ikke ut til å falle sammen med noen kraftig kreditt ekspansjon, slik tilfellet var ved oppgangen midt på 1980-tallet. Veksten i publikums samlede gjeld i norske kroner (kredittindikatoren) har fortsatt å tilta de siste månedene, men dette har i likhet med tidligere måneder blitt motvirket av redusert valutagjeld. Korrigert for tap økte innenlandsk kreditt med 2,6 prosent de siste tolv månedene fram til utgangen av juni, og den underliggende veksttaket var 4,8 prosent. Samlet gjeld har helt siden utgangen av 1992 ligget stabilt. Det er derimot store endringer i markedsandeler mellom finansinstitusjonene, og en økende andel finansiering i kroner.

Også de siste månedene er det de private bankene som står for det vesentlige av den økte kronegjelden. En del av økningen skyldes trolig konvertering av valutalån til kronelån. I tillegg reflekterer den sterke utlånsveksten i de private bankene at de har tatt markedsandeler fra blant annet statsbankene.

Likevel må utlånsveksten de siste tolv månedene til utgangen av juni på 7,8 prosent sies å være nokså sterk. Veksten i finansieringsselskapenes utlån har vært enda sterkere med nesten 17 prosent. Regnet i kroner er dette beskjedent i forhold til bankenes utlånsvekst, men det kan være en indikasjon på at lånefinansiert kjøp av varige konsumgoder er på vei opp.

Husholdningenes fordringer har fortsatt å øke, på grunn av omvurderinger og økte finansinvesteringer det siste året. I de to siste kvartalene har husholdningenes netto finansinvesteringer likevel vært noe lavere enn i tilsvarende periode i fjor, noe som kan tas som en indikasjon på at husholdningenes finansielle konsolidering begynner å flate ut. Som figur 1.14 viser, er netto finansinvesteringene fremdeles en del høyere enn på begynnelsen av 80-tallet. Dette skyldes vekst i fordringene, mens husholdningenes gjeld har vært nokså konstant det siste året.

Pengemengdeveksten har tatt seg litt opp igjen de siste månedene, etter lave tolv månedersvekstrater omkring årsskiftet. De siste tolv månedene til utgangen av juni økte pengemengden med 5,2 prosent, og den underliggende veksten var oppe i hele 16,2 prosent. Selv om den kraftige økningen i aktivitetsnivået antakelig også har gitt økt likviditetsbehov hos publikum, er det vanskelig å knytte den tiltakende vekstraten i pengemengden nært til dette. Hele det siste året har pengemengdeveksten på årsbasis variert fra litt over null til omkring 5 prosent. Den lave tolv månedersveksten rundt årsskiftet 1993/94 kan delvis skyldes at pengemengden rundt årsskiftet 1992/93 var spesielt høy, på grunn av at rentene var høyere i 1992 enn i 1993. Renteinntektene som ble godskrevet innskuddskontiene var derfor vesentlige lavere ved siste årsskifte enn ved årsskiftet 1992/93.

4. Stabiliseringspolitikken

Den sterke oppgangskonjunktoren norsk økonomi nå er inne i, reiser spørsmål knyttet til utviklingen i offentlig etterspørsel, og særlig hvorvidt de offentlige finansene nå bidrar til å forsterke konjunkturoppgangen.

Etter at arbeidsledigheten begynte å øke kraftig mot slutten av 1988 og inn i 1989, er de offentlige budsjettene blitt brukt aktivt for å stimulere til økt sysselsetting. Det er en klart uttalt strategi fra regjeringens side å bruke finanspolitikken til å jevne ut svingningene i økonomien og styrke sysselsettingen i en nedgangskonjunktur.

Den aktive politikken i nedgangskonjunktoren reflekteres i at:

- Offentlig etterspørsel etter varer og tjenester økte i gjennomsnitt med 2,3 prosent pr. år i perioden 1988–93. Veksten i privat etterspørsel fra Fastlands-Norge samme periode var i gjennomsnitt -1,4 prosent pr. år.
- Offentlig sysselsetting målt i timeverk økte med 13 prosent fra 1988 til 1993, mens privat sysselsetting falt med 12 prosent.
- Det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet gikk fra et visst overskudd i 1988 til et underskudd på om lag 12 prosent av BNP i fjor. I noen grad er denne svekkelsen en refleks av at svakere utvikling i økonomien også svekker de offentlige budsjettene fordi skatteinntektene blir mindre og utgiftene til de arbeidsledige større. Slike såkalte automatiske stabilisatorer forklarer om lag 40 prosent av svekkelsen i den oljekorrigerede budsjettbalansen. Resten – tilsvarende 7–8 prosent av BNP – kan tilskrives en aktiv bruk av finanspolitikken for å dempe nedgangskonjunktoren.

Nå er norsk økonomi inne i en temmelig sterk oppgangskonjunktur. I samsvar med dette er finanspolitikken strammet noe inn. I Revidert nasjonalbudsjett ble den reelle underliggende veksten i de statlige utgiftene, korrigert for enkelte forhold, lagt opp til å bli knapt 1 prosent i 1994, mens veksten i BNP for fastlands-Norge er anslått til 2½ prosent. På den annen side er veksten i offentlig etterspørsel er fortsatt temmelig sterk – for inneværende år anslått til 2,4 prosent. Statsbudsjettet er lagt opp med en aktivitetskorrigert innstramming svarende til ½ prosent av BNP, mens det altså var en tilsvarende svekkelse på 7–8 prosent av BNP gjennom nedgangskonjunktoren.

Hovedgrunnen til at underskuddet på stats-

Kommunene og konjunkturforløpet

Etter en periode hvor offentlig sektor har drevet etterspørselsveksten i økonomien, er vi nå inne i en sterk konjunkturoppgang med økende etterspørsel fra husholdninger og bedrifter.

Under forrige konjunkturoppgang i 1985–87 var det i samtidig en kraftig ekspansjon i offentlig sektor, spesielt i kommunene. Den rekordsterke veksten i privat konsum ble fulgt opp av en betydelig vekst i kommunal aktivitet. Fra 1985 til 1987 viste kommunalt konsum en realvekst på over 10 prosent, mens kommunale investeringer i 1986 alene vokste med 23 prosent. Det er dermed liten tvil om at den sterke utgiftsveksten i kommunesektoren bidrog til å forsterke oppgangen.

Det meste av den samlede sysselsettingsveksten i Norge siden 1970 har funnet sted i offentlig sektor, og dette utviklingsmønsteret er mer markert i Norge enn i andre land. I 1991 utgjorde tallet på offentlig ansatte nær en tredel av totalt antall sysselsatte personer, og dette var mer enn 50 prosent over gjennomsnittet for de europeiske OECD-landene. Som en del av motkonjunkturpolitikken har veksten i offentlig sektor fortsatt også de siste årene. Mens antall sysselsatte i næringsvirksomhet i Fastlands-Norge gikk ned med omkring 180 000 personer fra 1988 til 1993, økte sysselsettingen i offentlig forvaltning med 75 000 personer, hvorav

60 000 årsverk kom i kommunesektoren. Sysselsettingen i kommunene utgjør ca. 18½ prosent av samlet sysselsetting målt i timeverk, mot 14 prosent ti år tidligere. Korrigert for virkninger av større endringer i oppgavefordelingen mellom kommunesektoren og staten, har kommunene fra 1988 til 1993 hatt en økning i reelle inntekter på 14 prosent. I tillegg kommer støtte til arbeidsmarkedstiltak, flyktninger og asylsøkere.

Kommunene ligger også i år an til sterk inntektsvekst. Realveksten i kommunenes kjøpekraft, det vil si inntekter fratrukket renteutgifter, ble i Revidert nasjonalbudsjett anslått til 2 prosent. I tillegg kommer vesentlig større skatteinngang enn ventet som følge av veksten i privat etterspørsel. Det er dermed en fare for at kommunene planlegger for ekspansive budsjetter i 1995, og at vi på nytt bringes inn i en situasjon hvor kommunen bidrar til å forsterke en allerede sterk konjunkturoppgang. Dette understrekes også i Stortingsproposisjon nr. 50 «Om kommuneøkonomien 1995 m.v.» hvor Regjeringen sier at dersom skatteanslagene for kommunesektoren i år blir endret av betydning i forhold til forutsetningene i Revidert nasjonalbudsjett 1994, vil kommuneopplegget for neste år bli endret i forbindelse med framleggelsen av Statsbudsjettet i oktober eller i Salderingsproposisjonen i desember 1994.

budsjettet nå ser ut til å bli noe redusert sammenlignet med i fjor, er de automatiske effektene på statsbudsjettet som følger av at den økonomiske veksten er blitt sterkere. Utviklingen i statens finanser henger nøye sammen med konjunkturutviklingen. Mens en betydelig del av de store underskuddene i statsfinansene de siste årene kan knyttes til svak konjunkturutvikling, vil den sterke oppgangen vi nå ser, ha en klart positiv effekt på de offentlige finansene. Samlet gir oppjusteringene en automatisk bedring i statsfinansene på om lag 4,5 milliarder kroner for 1994 i forhold til tallene i Revidert nasjonalbudsjett. Isolert sett innebærer dette at budsjettunderskuddet for 1994 reduseres fra 42,5 milliarder kroner, som var anslaget i Revidert budsjett, til 38 milliarder kroner. Inntektsveksten kommer først og fremst gjennom økte skatte- og avgiftsinntekter som automatisk følger av en oppgangskonjunktur. Samtidig øker skatteinngangen til kommunene med drøyt 1 milliard kroner.

Beregningene er basert på følgende oppjusteringer i forhold til Revidert nasjonalbudsjett:

- veksten i privat konsum er justert opp fra 3 til 4½ prosent,
- veksten i utbetalt lønnssum (summen av veksten i timelønn og timeverk) er oppjustert fra 3 til nærmere 5 prosent,
- anslaget for veksten i bilsalget er nesten fordoblet, fra 25 til 40 prosent.

Ut over denne typen automatiske bedringer i statsbudsjettet som følger av konjunkturoppgangen, er tiltakene for å bringe ned budsjettunderskuddet forholdsvis beskjedne.

Også kommunene har hatt kraftig vekst de siste årene. For inneværende år er veksten i etterspørselen fra kommuneforvaltningen anslått til hele 3,9 prosent. Samtidig opplever kommunene nå en forholdsvis sterk vekst i skatteinngangen som følge av oppgangen i økonomien. I denne situasjonen er det en fare

for at kommunesektoren på samme måte som midt på 1980-tallet bidrar til å forsterke oppgangen i økonomien. Dette er nærmere utdypet i en egen ramme.

5. Vurdering av prisutsiktene

Prisstigningen i Norge har tatt seg noe opp de siste månedene, først og fremst som følge av økte avgifter fra halvårsskiftet og økte råvarepriser på verdensmarkedet. Likevel er prisstigningen fortsatt lav, og godt under våre handelspartners. Hovedgrunnen til at prisstigningen er blitt så lav er moderate lønnsoppgjør, forholdsvis sterk produktivitetsvekst, sterkere konkurranse i dagligvaresektoren og rentefallet som har gitt lavere husleiekostnader.

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene har anslått prisveksten i år til 1,1 prosent. Det har da forutsatt en lønnsvekst på 2,7 prosent. Prisveksten i andre kvartal var noe sterkere enn beregningsutvalget forutsatte, og veksten så langt i tredje kvartal ser også ut til å være sterkere enn i utvalgets bane. På den annen side er virkningene av reduserte priser på jordbruksprodukter som følge av landbruksoppgjøret neppe uttømt. Dette kan trekke prisstigningen noe ned de nærmeste månedene.

I beregningsutvalgets siste rapport presenteres også Konkurransetilsynets prognose for prisveksten de nærmeste månedene. Denne prognosen er basert på private bedrifters og offentlige institusjoners opplysninger om planlagte prisendringer i perioden fra mai til desember 1994. Her antas at tolv månedersveksten øker fra 1,1 prosent i juni til 1,8 prosent i desember. I juni, juli og august ser det ut til at utviklingen har vært i tråd med dette. Konkurransetilsynets prognose innebærer en gjennomsnittlig vekst i konsumprisene fra 1993 til 1994 på 1,4 prosent. I disse beregningene er det lagt til grunn at husleiene øker like mye i andre halvår i år som i samme periode i fjor. Det lavere rentenivået tilsier en lavere husleievekst enn i fjor. Erstatter en Konkurransetilsynets forutsetninger på dette punktet med beregningsutvalgets, blir årsveksten i konsumprisene 0,1 prosentpoeng lavere. Dette innebærer i så fall en tolv månedersvekst i desember i størrelsesorden 1,6–1,7 prosent.

Tabell 1.2 Anslag på konsumprisutviklingen i Norge¹

	1994	1995
Finansdepartementet	1½	1½
Statistisk sentralbyrå	1,3	2,1
Teknisk beregningsutvalg	1,1	–
OECD	1,4	1,8
Norges Bank	1½	2
Private institusjoner ²		
høyeste anslag	1,5	2,5
laveste anslag	1,2	1,8
gjennomsnitt	1,4	2,2

¹ Siste offentliggjorte anslag fra de respektive institusjonene.

² Basert på anslag fra 10 institusjoner.

Tabell 1.2 viser ulike institusjoners anslag for konsumprisutviklingen i år og neste år. Her går det fram at det er svært små avvik for inneværende år. For neste år varierer anslagene noe mer. Det laveste er Finansdepartementets på 1½ prosent. Gjennomsnittet blant de 10 private institusjonene som har gitt inflasjonsanslag for 1995, er 2,2 prosent. Høyeste og laveste anslag blant de private institusjonene er henholdsvis 2,6 og 1,8 prosent.

Disse anslagene står i skarp kontrast til den sterke oppgangen i de langsiktige rentenivået vi har hatt det siste halve året. Ofte tilskrives økte lange renter forventninger om tiltakende inflasjon. Det er lite som tyder på at prisstigningen vil ta seg markert opp i Norge de nærmeste par årene.

Konklusjon og risikofaktorer

Norges Banks vurdering er at prisstigningen, målt som endring fra samme måned året før, vil holde seg i området fra 1½ til vel 2 prosent de nærmeste 12–18 månedene. Årsveksten fra 1994 til 1995 anslås til 2 prosent basert på en lønnsvekst på samme nivå som år.

På helt kort sikt er det en viss usikkerhet i prisutviklingen avhengig av om Norge blir med i EU eller ikke. Et eventuelt medlemskap skal, ifølge medlemskapsavtalen, innebære en harmonisering av jordbruksprisene fra første dag. I Regjeringens EU-melding sies det om dette:

«Som følge av jordbruksdelen av avtalen forventes det lavere matvarepriser som iso-

lert sett vil bidra til om lag 1½–2 prosent lavere konsumpriser i Norge det første året etter at avtalen trer i kraft. I tillegg vil prisene på de fleste råvarer til næringsmiddelindustrien reduseres. Prisene på råvarer fra tredjeland vil imidlertid øke i de tilfeller der Norge i dag har lavere tollsatser enn EU-landene.

Reduksjonen i konsumprisene innebærer isolert sett at husholdningenes kjøpekraft vil øke tilsvarende. Dette tilsier isolert sett en vekst i husholdningenes etterspørsel de nærmeste årene. Det er imidlertid usikkert hvordan konsumprisinivået vil utvikle seg over tid. Det vil bl.a. avhenge av hvor stor del av denne kjøpekraften som trekkes inn i form av f.eks. økte skatter og avgifter for å møte statens kostnader ved et EU-medlemskap. Lavere konsumpriser vil gjøre en slik inndekning mulig, samtidig som husholdningenes kjøpekraft opprettholdes eller bedres.»

Det er vanskelig å beregne nettoeffekten av disse forholdene. Vi har lagt til grunn som en teknisk forutsetning, at avgiftsopplegget tilpasses slik at det ikke blir noen vesentlige prisimpulser av et eventuelt EU-medlemskap.

Et annet forhold som skaper usikkerhet om prisstigningen inn i 1995, er det spesielle prisforløpet vi hadde de første månedene i inneværende år. Prisstigningstakten måles vanligvis som endringen i konsumprisene over de siste tolv månedene – dvs. at tallene for den aktuelle måneden sammenlignes med den samme måneden året før. Økningen i tolv månederstakten kan således skyldes to forhold – enten at prisene for den aktuelle måneden øker, eller at prisene for den samme måneden året før falt. Fra desember 1993 til januar 1994 *falt* konsumprisinivået med ¼ prosentpoeng når vi holder normale sesongvariasjoner utenom. I januar 1995 må en derfor regne med at tolv månedsraten stiger med minst ¼ prosentpoeng uten at dette reflekterer noen tiltakende underliggende inflasjon – det skyldes rett og slett at prisene falt i denne måneden året før.

En tilsvarende effekt gjør seg gjeldende gjennom det meste av første halvår 1995, mens en derimot i andre halvår 1995 vil kun-

ne få et fall i tolv månedersveksten igjen fordi prisstigningen tiltok markert ved halvårsskiftet i år. Det forventete forløpet for tolv månedersveksten gjennom resten av 1994 og 1995 reflekterer følgende forutsetninger:

- De nærmeste månedene vil fallende jordbrukspriser og reduserte bensinpriser bidra til å dempe prisstigningen. Tolv månedersveksten i desember vil ventelig ligge om lag på samme nivå som i dag – dvs. 1,6 prosent.
- Dernest er det forutsatt at den underliggende inflasjonen holder seg på 2 prosent. Med underliggende inflasjon menes at den sesongjusterte indeksen følger en glatt bane som over tolv måneder gir en vekst på 2 prosent.

Gitt disse forutsetningene vil tolv månedersveksten øke til 2,0 prosent i januar 1995, falle noe igjen i februar og dernest nå en topp på 2,3 prosent i april og mai. Etter dette vil tolv månedersveksten gradvis avta til i underkant av 2 prosent i andre halvår 1995. En slik bane vil gi en årsvekst for konsumprisene på 1¼ prosent for 1994 og 2 prosent i 1995.

På noe lengre sikt er det først og fremst den sterke innenlandske konjunkturoppgangen som kan påvirke inflasjonsanslagene. Siden forrige kvartaloversikt, som ble fremlagt i juni, er det blitt enda klarere at norsk økonomi er inne i en sterk, konsumledet vekst. Oppgangen ble riktignok noe avdempet fra første til andre kvartal, men det ligger an til en vekst i privat konsum på hele 4½ prosent fra 1993 til 1994. Etterspørselsveksten har etter hvert også slått ut i økt sysselsetting, og økningen fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år var på 1,4 prosent. Arbeidsledigheten har ikke falt like mye fordi arbeidsstyrken i stor grad har økt i takt med sysselsetningsveksten. Så langt er det få tegn til at konjunkturoppgangen vil slå ut i høyere prisstigning.

Det er imidlertid en viss usikkerhet knyttet til prisutviklingen framover, særlig i et mellomlangsigte perspektiv på 2–3 år. Spørsmålet er om den økonomiske politikken og partene i arbeidslivet klarer å håndtere den konjunkturoppgangen vi nå er inne i bedre enn tidligere oppganger. Skal en lykkes i å nå

målene om å legge et varig grunnlag for full sysselsetting og høy økonomisk vekst, er det avgjørende at veksten i oppgangstider ikke blir for sterk. Mye av bakgrunnen for den økningen vi har hatt i arbeidsledigheten i Norge ligger nettopp her. En for sterk oppgang avløses som regel av et kraftig tilbakeslag, og det er da arbeidsledigheten stiger. Det er således viktig at oppgangen ikke kommer ut av kontroll.

Dette krever at en lykkes i å få til en utvikling der den økonomiske veksten ikke utløser en ny runde med sterkere pris- og kostnadsstigning enn hos våre handelspartnere. På denne måten legges grunnlaget for en varig vekst i økonomien der oppgangen drives av ekspansjon i privat næringsvirksomhet. En slik politikk sikrer også tilliten til den norske kronen slik at en unngår å måtte holde høyere renter enn i andre land.

For å kunne bli værende i en slik god sirkel er både vår egen og andre lands erfaring at to forhold er særlig viktig. For det første er det viktig at ikke den økonomiske politikken – særlig statsbudsjettet og kommunenes utgiftsvekst – ikke bidrar til å forsterke oppgangskonjunkturen. En må unngå at oppgangen blir for sterk, og i den konjunkturfasen norsk økonomi nå er inne i tilsier det at den økonomiske politikken bør bidra til å dempe oppgangen. For det andre er det viktig at høyere etterspørsel og stigende sysselsetting ikke får slå ut i sterkere lønnspress.

Det er tre viktige risikofaktorer som kan bringe pris- og lønnsutviklingen ut av den gode sirkelen vi har lagt til grunn:

– Konjunkturoppgangen kan bli ytterligere forsterket. Så langt er det særlig privat kon-

sum som har økt, og i vesentlig grad er nok dette gjeninnhentingseffekter som følger av at kjøpene av biler og andre varige forbruksgoder har holdt seg svært lave over en periode på flere år. Vi har basert oss på at veksten i det private konsumet blir avdempet til et mer normalt nivå neste år. Dersom oppgangen i boligprisene fortsetter i samme styrke som det siste året, kan dette gi formueseffekter på konsumet som setter i gang en mer bredt basert konsumoppgang.

– Oppgangen i bygg- og anleggssektoren kan utløse lønns- og prisimpulser som sprer seg til resten av økonomien.

– Konjunkturoppgangen kan gjøre det vanskelig å begrense lønnsveksten, og særlig lønnsglidningen. Det foreligger foreløpig ingen informasjon om resultatene av de lokale forhandlingene.

På den annen side er både pris- og kostnadsveksten for tiden svært lav. Arbeidsledigheten er dessuten på et vesentlig høyere nivå enn vi har vært vant til i Norge. Samtidig er det en bred forståelse av betydningen av at pris- og lønnsstigningen holdes på et moderat nivå – på linje med eller lavere enn våre konkurrenter. Ikke minst har enigheten i Sysselsettingskommisjonen og det solidaritetsalternativet som der ble utmeislet, bidratt til dette. Det burde derfor være lagt et godt grunnlag for at den konjunkturoppgangen vi nå er inne i ikke slår ut i tiltakende pris- og kostnadsstigning. I siste instans er det opp til arbeidsgiverne og arbeidstakerne på den enkelte arbeidsplass om dette slår til.

Den internasjonale økonomiske situasjonen

Verdensøkonomien er nå inne i en klar oppgangskonjunktur. Det ventes en produksjonsvekst for hele verden på vel 3 prosent i 1994 stigende til drøyt 3½ prosent i 1995. Etter etterkrigstidens dypeste konjunkturtillbakeslag vil den økonomiske veksten dermed være oppe igjen på det som har vært gjennomsnittsnivået for perioden etter 1970. Det er industrilandene som i kraft av sin økonomiske betydning dominerer konjunkturbildet. Etter at japansk økonomi ser ut til å ha passert et bunnpunkt i første kvartal 1994, er alle de viktigste industriland nå inne i en økonomisk oppgang som ventes å forsterke seg neste år. I Europa er veksten klart sterkere enn tidligere lagt til grunn. Med unntak av USA er det mye ledig produksjonskapasitet, og faren for økt inflasjon er generelt sett liten.

For u-landene samlet er veksten sterk, slik den har vært i flere år. BNP ventes å øke med nesten 6 prosent i år for gruppen som helhet. Det er imidlertid store forskjeller mellom de ulike regionene, der Asia vokser raskest. Det er også god vekst i Latin-Amerika. De fleste land i Afrika fortsetter derimot å sakke akterut. For landene i Øst- og Sentral-Europa og det tidligere Sovjetunionen – de såkalte transformasjonsøkonomiene – regner vi ikke med at bunnpunktet nås før i 1995. Det er imidlertid store variasjoner avhengig av hvor langt det enkelte land er kommet med implementeringen av stabiliseringsorientert økonomisk politikk og i reformarbeidet. Landene i Sentraleuropa har kommet lengst i dette arbeidet, og de fleste landene der er allerede i klar oppgang.

Det har i flere år vært ventet et omslag i industrilandene. Både i 1992 og 1993 ble utviklingen svakere enn de fleste hadde regnet med. Gjennom 1993 befestet en begynnende oppgang seg både i USA og Storbritannia. Samtidig var det klare tegn til at bunnen ble passert i det øvrige Europa. Dette ble bekreftet gjennom 1. halvår i år, samtidig som løpende informasjon indikerte en sterkere oppgang enn ventet i de kontinentaleuropeiske landene.

Utviklingen i de løpende indikatorene de siste månedene har bekreftet og ytterligere forsterket inntrykket av den sterkere oppgangen i Europa som vi la til grunn i vår forrige kvartalsrapport. I forhold til de prognosene for BNP-vekst og inflasjon i industrilandene som ble presentert i Penger og Kreditt nr 2/94, er den viktigste endringen denne gang en oppjustering av vekstanslaget for Europa. Anslaget for BNP-veksten i Tyskland i år er

for eksempel oppjustert fra 1½ til 2¼ prosent med bakgrunn i den relativt sterke løpende utviklingen. Også for det øvrige Europa er det samlet sett en oppjustering. På den annen side er vekstanslaget for USA noe nedjustert både i år og neste år. For våre handelspartnere anslås nå BNP å øke med 2¼ prosent i år og 3 prosent neste år. For 1995 er dette uendret fra forrige kvartalsrapport, mens det er en oppjustering med ¼ prosentpoeng for inneværende år. Oppjusteringene av anslagene i forhold til Penger og Kreditt nr 4/93 er vist i figur 2.

Inflasjonsutviklingen hos våre viktigste handelspartnere er omtalt i kapittel 1.

Den usikkerheten som alltid er til stede i prognoser, knytter seg denne gang spesielt til følgende forhold:

- Man undervurderer ofte styrken i omslaget i den innledende fase både av konjunkturopp-ganger og -nedganger.

Tabell 1. Utvikling i økonomiske hovedstørrelser. Prosentvis vekst fra året før

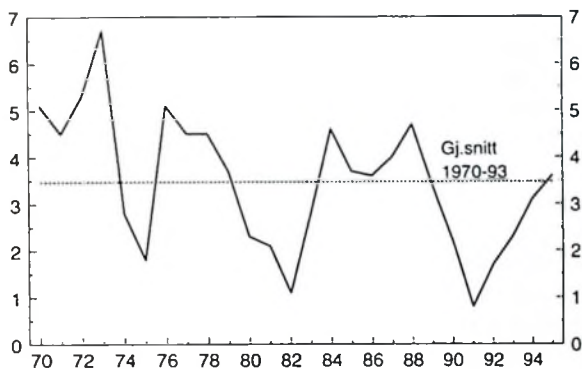
	BNP i faste priser			Inflasjon ¹⁾		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
Verden	2,3	3	3½	–	–	–
– Industrielandene	1,2	2½	3	2,9	2½	2½
USA	3,1	3½	2½	3,0	2½	3½
Japan	0,1	1	2½	1,3	½	½
EU	–0,3	2	3	3,8	3	2½
– U-landene	6,1	5½	5½	46	47	12½
Afrika	1,0	3½	4½	33	39	14
Latin-Amerika	3,3	2½	3½	236	244	28
Asia	8,5	8	7½	10	10	7
– Transformasjonsøkonomiene	–9,0	–8½	–1½	681	313	93
Sentral-Europa ²⁾	–2,3	1½	3	138	84	–

¹⁾ Målt med konsumprisindeks

²⁾ Eks. Hviterussland og Ukraina

Kilde: IMF, OECD, egne anslag

Figur 1. Vekst i verdens BNP



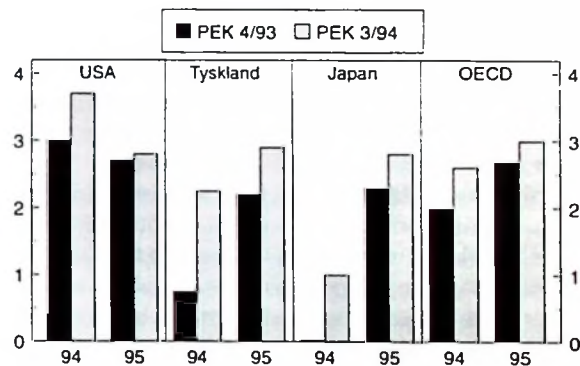
Verdensøkonomien var ved inngangen til 1990-tallet inne i en historisk sett nokså kraftig konjunkturedgang. Veksten var imidlertid positiv selv på det laveste. Siden 1992 har veksten tatt seg gradvis opp anført av USA.

I 1990 utgjorde produksjonen i industrielandene 56 prosent av verdens samlede BNP. Denne andelen er fallende, men det er fortsatt konjunktursvingninger i industrielandene som er hovedårsaken til konjunktursvingninger for verden som helhet.

Kilde: IMF og egne anslag.

- Svært mange land, deriblant alle de største økonomiene, er nå samtidig inne i en konjunkturoppgang. Dette innebærer at landene utøver en betydelig positiv påvirkning på hverandre gjennom internasjonal handel. Denne effekten forsterkes ved at avslutningen av Uruguay-runden har skapt større sikkerhet om de framtidige rammebetingelser for internasjonal handel. Det er lett å undervurdere denne type effekter og også virkningen av det stemningsskifte som

Figur 2. Anslag for vekst i BNP fra Penger og Kreditt nr 4/93 og nr 3/94.



Det er i første rekke det faktum at de løpende indikatorene har vist en bedre utvikling enn ventet som forklarer oppjusteringen. Det er vanskelig å peke på endring i underliggende faktorer som årsak til oppjusteringen. Det er for eksempel kun for Japan oppjusteringen av prognosen forklares med mer ekspansiv finanspolitikk. I de øvrige landene er ikke finanspolitikken endret.

Heller ikke pengepolitikken har vært mer ekspansiv enn antatt. Det kortsiktige rentenivået har utviklet seg omlag som ventet. Derimot har det vært en kraftig og uventet økning i det langsiktige rentenivået som vil virke dempende på etterspørselen.

Oppjusteringen for Europa har vært særlig sterk. Det må nok i noen grad tilskrives at vi for ett år siden var svært usikre på ettervirkningen av valutauroen og sammenbruddet i ERM og antok at dette ville få negative konsekvenser for bedrifters og husholdningers etterspørsel. Det er vanskelig å kvantifisere slike effekter, men de kan neppe ha vært særlig store.

synes å ha skjedd i industrielandene, og som kommer til uttrykk i ulike målinger av husholdninger og bedrifters tillit til fremtiden og målinger av kjøps- og investeringsplaner.

- Det er også mulighet for at man undervurderer de positive effekter av den makroøkonomiske stabilisering og det arbeidet med å gjennomføre strukturreformer som har pågått og pågår i mange u-land og transformasjonsøkonomier. Mange av disse landene har dessuten vært inne i en så kraftig nedgang at det ikke er overraskende om de får en periode med nokså kraftig vekst.
- Økningen i det langsiktige rentenivået vil, dersom den blir varig, virke dempende på etterspørselen og bidra til en mer moderat utvikling enn vi har lagt til grunn. Dette gjelder også gjennom de negative effektene det høyere rentenivået har på gjeldstyngede u-land. Utviklingen i de lange rentene i industrilandene er omtalt i egen ramme.
- Den finanspolitiske tilstrammingen som nå gjennomføres eller er planlagt i mange land og mulige negative virkninger på husholdningenes etterspørsel som følge av at arbeidsledigheten i Europa vil fortsette å stige ennå en stund, utgjør på kort sikt usikkerhetsfaktorer som vil trekke i retning av lavere vekst i etterspørsel og produksjon enn vi har lagt til grunn. Men styrken i oppgangen gjør det også lettere å innpasse en finanspolitisk tilstramming.

Hva forklarer forskjeller i langsiktige renter mellom land?

Som omtalt i forrige utgave av Penger og Kreditt synes den internasjonale renteøkningen å reflektere konjunkturoppgangen. Oppgangen har ledet til økning i faktisk og forventet etterspørsel etter kapital og også til forventninger om økende prisvekst over tid. Renteøkningen har imidlertid vært svært ulik mellom land, og det har vært en generell tendens til at eksisterende renteforskjeller har økt gjennom året. For å belyse årsaken til renteforskjeller mellom land har vi gjennomført en studie av renteforskjeller mellom 16 OECD-land i perioden 1982-93.

Studien indikerer at det er forskjeller i inflasjonshistorie (målt ved forskjeller i inflasjonstakt de foregående 10 år) som er den viktigste enkelte forklaringsfaktoren og viktigere enn de løpende forskjeller i inflasjon mellom land. Forskjeller i inflasjonshistorie forklarer godt over halvparten av renteforskjellene mellom land i perioden. Forskjeller i valutakursutvikling (målt ved endring i effektiv valutakurs siste 3 år) og budsjettunderskudd som andel av BNP har svært begrenset forklaringskraft, når historisk og løpende inflasjon tas i betraktning. Valutadepresiering skjedde på 1980-tallet i stor grad som følge av inflasjon og svekket konkurransevne og bidro i sin tur til ny inflasjon. Forskjeller i budsjettunderskudd ser først og fremst ut til å ha påvirket forskjeller i de nominelle rentene ved å påvirke inflasjonen og driftsbalansen.

I tillegg til forskjeller i historisk og løpende inflasjon er det driftsbalansen som andel av BNP som ser ut til å ha hatt størst betydning for renteforskjellene. Driftsbalansen reflekterer ubalanser mellom innenlandsk sparing og investering, land med underskudd har hatt høyere renter enn gjennomsnittet for å tiltrekke seg tilstrekkelig kapital til å fylle gapet mellom innenlandsk sparing og investering.

På 1980-tallet var det en sterk reduksjon i renteforskjeller mellom land. Studien viser at en hovedårsak til denne utviklingen var den sterke konvergens i inflasjonsraten mellom land.

I motsetning til på 1980-tallet synes valutadepresieringen i mange land de siste 2 år først og fremst å reflektere en svak realøkonomisk utvikling. Dette har også bidratt til at valutadepresieringen og økningen i importpriser foreløpig ikke har slått gjennom som økende inflasjon, men har gitt seg utslag i lavere driftsmarginer. Aktørene i finansmarkedet kan derfor oppfatte det som om det ligger en udetonert inflasjonsbombe i slike land, og at en økning i aktivitetsnivå kan bidra til sterk økning i prisveksten.

For land med stor offentlig gjeld og store budsjettunderskudd har den internasjonale renteoppgangen en svært alvorlig effekt på statsfinansene, gjennom å øke det offentliges allerede betydelige utgifter til gjeldsbetjening. Denne forventete svekkelsen av statsfinansene og økning av finansieringsbehovet leder til ytterligere økning i statsobligasjonsrentene av følgende årsaker:

Nærmere om industrilandene

I USA er oppgangen investeringsledet, mens det foreløpig er nettoeksporten som er den sterkeste drivkraften i Europa. I Japan er den ekspansive finanspolitikken den viktigste drivkraften. I de øvrige områdene er finanspolitikken lagt om i kontraktiv retning.

De nåværende anslagene innebærer en reduksjon i de store vekstforskjellene mellom de store industrilandene som en har hatt de seneste årene. Forskjellen i kapasitetsutnyttelse vil imidlertid bestå. Reduserte vekstforskjeller vil føre til at de siste års tendens til økende driftsunderskudd i USA og økende driftsoverskudd i Japan og i Europa vil stanse opp og etter hvert reverseres, jf figur 3. I sam-

me retning trekker etter hvert den svekkelsen av USD som har funnet sted særlig i forhold til JPY.

I Japan er nå bunnen passert, mens USA nærmer seg full kapasitetsutnyttelse

Japan synes å ha passert bunnpunktet i konjunktursykelens rundt siste årsskifte, noe tidligere enn ventet. Hovedårsaken til at BNP-veksten igjen er i ferd med å tilta fra 0,1 prosent i 1993 til anslått 1 prosent i år, er den ekspansive finanspolitikken. Også rentenivået holder seg lavt, og økningen i det langsiktige rentenivået i Japan har vært vesentlig mindre enn i andre land. Den sterke appresieringen av yen holder imidlertid eksport- og investere-

- En økt risikopremie som delvis skyldes usikkerhet om statsfinansene og delvis en eks-traavkastning til investorer for at de skal være villige til å skifte en stor del av porteføljen i retning av den raskt voksende beholdning av utestående statsobligasjoner.
- De økte budsjettunderskuddene motsvares foreløpig i stor grad av høy privat sparing og lave investeringer. En økonomisk oppgang vil bidra til lavere privat sparing og økte investeringer, og kan lede til en svekkelse av utenriksøkonomien.
- Dersom en ikke greier å redusere budsjettunderskuddene i tilstrekkelig grad, vil en risikere et betydelig inflasjonspress i forbindelse med en økonomisk oppgang.

Det er stort sett de samme land som på grunn av svak økonomisk utvikling har fått både sterk valutadepresiering og svake statsfinanser, noe som har bidratt til økte krav til risikopremie, økte inflasjonsforventninger og potensielt store ubalanser mellom sparing og investering. Disse landene er også blant de OECD-land som har svak historie når det gjelder inflasjonsbekjempelse.

Forventningene om økte fremtidige kortsiktige renter har slått ut i de langsiktige rentene, noe som på bakgrunn av dagens lave inflasjon har bidratt til høye realrenter og en ytterligere forverret budsjettsituasjon.

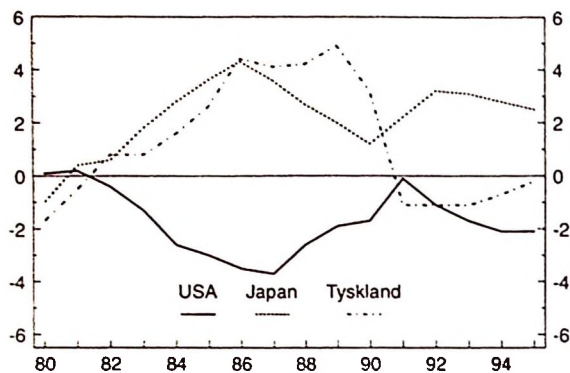
Tabell 2. Obligasjonsrenter og faktorer som påvirker rentenivået

	10 års obligasjonsrente pr 1/9 1994	Konsumprisvekst siste 12 måneder til juli 1994	Gjennomsnittlig årlig konsumprisvekst 1984-93	Offentlig forvaltnings budsjettunderskudd i 1994 i prosent av BNP	Samlet endring i nominell handelsveid valutakurs 1991-94, prosent ¹⁾	Driftsbalanse i prosent av BNP 1994
Tyskland	7,37	2,9	2,3	2,9	7,3	-0,7
Norge	8,32	1,4	5,1	2,6	-3,9	2,2
Storbritannia	8,61	2,3	5,2	6,4	-11,9	-2,1
Finland	10,78	1,6	4,7	5,6	-20,8	3,0
Sverige	11,33	2,9	6,3	10,7	-18,4	2,8
Italia	11,90	3,7	6,4	9,7	-19,2	2,0

¹⁾ Positive tall angir appresiering.

Kilder: For konsumprisvekst 1984-93, anslag for budsjettunderskudd, valutadepresiering og driftsbalanse; OECD Economic Outlook nr 55, juni 1994. For konsumprisvekst siste 12 måneder; Reuter og Statistisk sentralbyrå. For renter er kilden Reuter. Valutakursanslaget er basert på uendrete kurser fra 10. mai 1994 og ut året.

Figur 3. Driftsbalanse i prosent av BNP



Den ulike konjunkturfasen USA og Japan har befunnet seg i de siste årene har ført til fornyet økning i ubalansen i handelen mellom dem. Ubalansen er imidlertid vesentlig mindre enn midt på 1980-tallet, da appresieringen av USD bidro til å forsterke den. For Tyskland henger reduksjonen i overskuddet ved inngangen til 1990-tallet sammen med gjenforeningen. Tall for 1994 og 1995 er OECDs anslag fra Economic Outlook nr 55.

Kilde: OECD

ringsveksten nede. BNP-veksten er likevel ventet å øke til 2¼ prosent i 1995. Japan er det industriland der oppgangen er minst befestet. Til gjengjeld er rentenivået svært lavt, og det er usikkert hva en vil vinne ved ytterligere lettelser i pengepolitikken. Hensynet til valutakursen og den dempende effekten yen-appresieringen har på investeringer og eksport kan imidlertid tilsi en ytterligere lettelse i pengepolitikken dersom tendensen til yen-appresiering skulle fortsette.

I USA fortsetter oppgangen, og BNP økte med henholdsvis 3,3 og 3,8 prosent i første og annet kvartal i år regnet som sesongjustert årlig rate. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle og var 6,1 prosent i august. Rentefølsomme indikatorer som boligkjøp og byggevirksomhet har allerede vist tegn til avmatning som følge av den strammere pengepolitikken og økningen i de lange rentene. I tillegg til den strammere pengepolitikken er det den planlagte innstramningen av finanspolitikken i 1995 som vil bidra til at veksten ventes å avta fra 3¼ prosent i 1994 til 2¼ prosent i 1995. Både situasjonen på arbeidsmarkedet og kapasitetsutnyttelsen i industrien viser at USAs økonomi nå nærmer seg en så høy ressursutnyttelse at det ut fra tidligere erfaringer vil

utløse høyere inflasjon. Den pengepolitiske tilstramningen som har vært foretatt i år, med en heving av «fed funds» renten fra 3,0 til 4,75 prosent, har derfor vært høyst påkrevet. Dagens kortsiktige rentenivå på 4¼ prosent fratrukket en underliggende inflasjon på 2½ – 3 prosent indikerer en realrente på under 2 prosent. I den konjunkturfasen USA befinner seg i, er dette lavt.

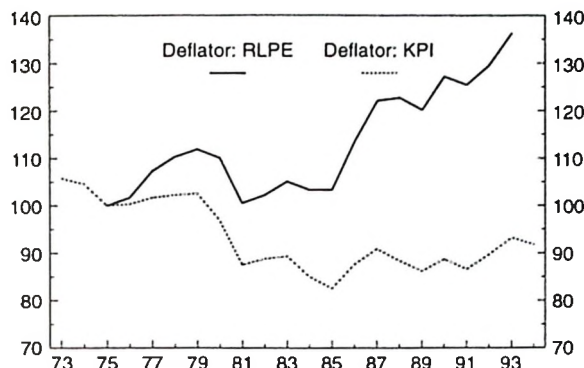
Sterkere vekst i Tyskland

For Norge har den sterkere veksten i Europa og da særlig i Tyskland størst betydning. Nedgangen i tysk økonomi startet i første halvår 1992 og forsterket seg fram til årsskiftet 1992/93. Vendepunktet kom i andre halvår av 1993, og oppgangen synes å ha befestet seg godt gjennom første halvår 1994. BNP økte med 2,8 prosent fra 2. kvartal 1993 til 2. kvartal 1994. Oppgangen i Tyskland har kommet raskere og synes å være sterkere enn tidligere antatt. Vi anslår nå at BNP-veksten for hele Tyskland kommer opp i 2¼ prosent i år. Dette er en oppjustering av vekstanslaget med nesten 1½ prosentpoeng bare siden årsskiftet. Det er i første rekke anslaget for utviklingen i vest som nå er oppjustert. Veksten ventes å forsterke seg neste år til 3 prosent for det samlede Tyskland. Økningen i det langsiktige rentenivået representerer et stort usikkerhetsmoment når det gjelder den videre utvikling i Tyskland. Nå har riktignok økningen der vært mindre enn i de fleste andre land, men samtidig betyr det langsiktige rentenivået mer for etterspørselen i Tyskland enn i andre land.

Tradisjonelt har eksporten ledet an i konjunkturforløpet i Tyskland. Dette er også tilfelle denne gang, til tross for en kraftig forverring i tysk konkurransevne og svak økonomisk utvikling hos Tysklands europeiske handelspartnere. Målt ved RLPE i industrien ble konkurransevnen svekket med nesten 19 prosent fra 1990 til 1993, og nivået på lønnskostnadene i Tyskland ligger på topp blant OECD-landene. Årets svært moderate lønnsoppgjør, sammen med omfattende kostnadsreduksjoner i bedriftene, innebærer at Tyskland vil styrke sin konkurransevne i år.

Utviklingen i Tyskland illustrerer at utviklingen i lønnskostnader kun er en av flere fak-

Figur 4 Reell effektiv valutakurs for tyske mark. 1975=100



Reell effektiv valutakurs er et mål for et lands konkurransevne, der valutakursutviklingen mot et lands viktigste handelspartnere deflateres med den relative forskjellen i pris- eller kostnadsutvikling. Her er reell effektiv valutakurs beregnet med henholdsvis relative lønnskostnader i industrien (RLPE) og relative konsumpriser (KPI). Stigende kurve angir svekket konkurransevne.

Konkurransevneutviklingen blir svært ulik for de to deflatorene. Dette er en følge av at tyske industriarbeidere har hatt en sterkere reallønnsvekst enn industriarbeiderne hos landets handelspartnere. Industriens produksjonskostnader består av flere kostnadskomponenter enn bare industriarbeiderlønnen, og et videre kostnadsbegrep, her representert ved konsumprisene, gir et annet bilde av utviklingen i Tysklands konkurransevne. Utviklingen tyder på at andre kostnadskomponenter, herunder lønnsutviklingen til funksjonærer og lønnsutviklingen i andre næringer enn industrien, har vist en mer moderat utvikling i Tyskland enn hos handelspartnere.

Kilde: Bundesbank, Norges Bank

torer som påvirker et lands konkurransevne, jf figur 4. At den internasjonale veksten tiltar og at den i større grad vil bli investeringsledet, vil uansett være fordelaktig for Tyskland, der eksporten utgjør en større del av økonomien enn i andre store økonomier, og der investeringsvarer spiller en svært stor rolle. Eksporten til Øst-Asia har økt særlig sterkt den siste tiden. Dette reflekterer både dette områdets økte betydning og at tysk industris konkurransevne overfor dette området faktisk er styrket fordi tyske mark har depreciert overfor japanske yen.

Men også innenlandsk etterspørsel har gitt positive vekstimpulser de siste kvartalene. Privat konsum i vestlige delstater har vist en relativt sterk utvikling til tross for at arbeidledigheten har fortsatt å øke og disponibel inntekt for husholdningene har falt. Motstykket har vært en nedgang i spareraten. En meget sterk investeringsvekst i de østlige del-

statene er også en viktig faktor bak den økte veksten.

Finanspolitikken har derimot vært rettet mot å redusere det strukturelle underskuddet, som økte i kjølvannet av gjenforeningen. Et omfattende konsolideringsprogram ble vedtatt i 1993 for å snu utviklingen i offentlige finanser fra 1994 og videre fremover. Den kontraktive effekten er beregnet å tilsvare ½–1 prosent av BNP i år. For 1995 vil gjeninnføring av «solidaritetsskatten» på 7½ prosent samt forpliktelser til å begrense den nominelle veksten i offentlige utgifter til 3 prosent samlet gi en kontraktiv effekt i størrelsesorden 1 prosent av BNP ifølge beregninger foretatt av OECD.

Innstramningen i finanspolitikken har muliggjort den lettelsen i pengepolitikken som har funnet sted og dermed gitt en bedre balanse mellom finans- og pengepolitikken. Dette har igjen stimulert privat etterspørsel. De administrerte rentene, diskonto- og lombardrenten, har siden september 1992 blitt satt ned med henholdsvis 4¼ og 3¼ prosentpoeng. Nedgangen i de administrerte rentene har kommet til tross for betydelige overskridelser av målene for pengemengdeveksten. M3-veksten falt imidlertid fra 21,2 prosent i januar til 9,8 prosent i juli, regnet i årlig rate målt fra 4. kvartal 1993. Bundesbanks mål er at denne veksten skal ligge innenfor intervallet 4–6 prosent i fjerde kvartal i år. Selv om mesteparten av den pengepolitiske lettelse trolig ligger bak oss, er effekten av lettelsene på realetter-spørselen antakelig ikke helt uttømt. Banker og andre finansinstitusjoner har i mindre grad enn tidligere latt nedgangen i pengemarkedsrentene slå igjennom i sine innskudds- og lånerenter.

I og med at oppgangen i Tyskland har kommet tidligere og ser ut til å bli sterkere enn tidligere antatt, er også behovet for pengepolitiske lettelser redusert. Det er dermed lite trolig at det kortsiktige rentenivået i Tyskland kommer så langt ned som til 4 prosent i 1995, slik vi la til grunn i vår forrige kvartalsoversikt.

Bunnpunktet passert også i resten av Europa

Selv om ikke oppjusteringen av vekstanslagene det siste året har vært så store som i Tyskland, har det også funnet sted et sterkere omslag enn ventet i mange andre europeiske

land. I likhet med i Tyskland er veksten i de fleste land eksportledet og skjer til tross for en generell tendens til innstramning i finanspolitikken. Derimot er den lettelsen i pengepolitikken som er skjedd, en viktig faktor bak omslaget.

I Frankrike ser vendepunktet i den økonomiske utviklingen ut til å ha kommet i løpet av andre halvår 1993. I år ventes veksten å bli vel 2 prosent, økende til 3 prosent i 1995. Veksten vil bare gi en svært begrenset reduk-

sjon i arbeidsledigheten, som anslås å holde seg rundt 12½ prosent. Den svake økonomiske utviklingen de siste årene har ført til et økende overskudd på driftsbalansen. Selv om veksten nå tar seg opp, ventes driftsoverskuddet å øke ytterligere til 1¼ prosent av BNP i 1995.

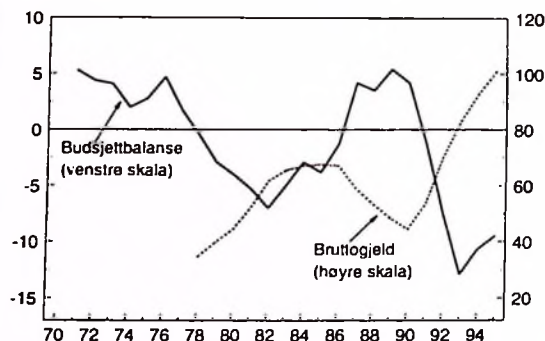
Storbritannia er kommet lenger i konjunkturførløpet enn de fleste andre europeiske land og oppgangen ser ut til å fortsette og å forsterke seg. Oppgangen har vært drevet av økt privat konsum, i første rekke stimulert av lavere

Renteøkningen i Sverige må ses i lys av sterkt svekkede statsfinanser

Usikkerhet med hensyn til hvordan myndighetene vil forsøke å få ned de store budsjettunderskuddene og stanse gjeldsveksten har ført til betydelig nervøsitet hos de som finansierer den svenske stats underskudd. Renten på langsiktige statsobligasjoner har økt med nesten 5 prosentpoeng siden februar, vesentlig mer enn i de fleste andre industriland. I august var det gjennomsnittlige rentenivået på 10-års statsobligasjoner 11,3 prosent. Dersom inflasjonsforventningene ikke avviker fra den løpende inflasjonen på under 3 prosent, innebærer dette en realrente på over 8 prosent.

Ifølge OECD vil offentlig brutto gjeld i Sverige ved utgangen av 1994 utgjøre 93 prosent av BNP. Bare siden 1990 er denne andelen

Figur 5. Offentlig sektors budsjettbalanse og bruttogjeld i Sverige i prosent av BNP¹.



¹ Tallene for 1994 og 1995 er anslag fra OECD's Economic Outlook nr. 55.

Kilde: OECD

økt fra vel 44 prosent. Den dramatiske forverringen illustreres av at det offentliges budsjettbalanse er snudd fra et overskudd på vel 4 prosent av BNP i 1990 til et anslått underskudd på nesten 11 prosent av BNP i 1994.

Konjunkturedgangen er en viktig årsak til forverringen av budsjettet. Men Sverige har også et betydelig strukturelt underskudd, dvs. underskudd som ikke blir borte selv om den økonomiske aktiviteten tar seg opp til et normalnivå. I 1993 var dette underskuddet ifølge OECDs beregninger over 10 prosent av BNP, det nest høyeste i OECD. Bare i Hellas er underskuddet større.

Sverige har nå den raskest voksende gjelden blant OECD-landene, og renteutgiftene knyttet til denne gjelden vil i 1995 legge beslag på nesten 4 prosent av BNP i følge anslag fra OECD. Ifølge de samme anslag vil primærunderskuddet, det vil si underskuddet korrigert for rentebetalinger, utgjøre vel 7 prosent av BNP i 1995. Statens renteutbetalinger øker med om lag 12 milliarder SEK for hvert prosentpoengs renteøkning når renteøkningen får fullt gjennomslag. At renten nå er mer enn 4 prosentpoeng høyere enn ved årsskiftet, viser derfor alvoret i Sveriges situasjon og hvor alvorlig renteøkningen er for statsfinansene.

Sammenhengen mellom rentenivå, budsjettunderskudd og gjeld er slik at dersom en lykkes i å bringe budsjettunderskuddet utenom netto renteutgifter ned i 0, vil nettogjelden øke med en rate som tilsvarer den nominelle renten. Skal en unngå en ytterligere økning i gjelden som andel av BNP, må derfor den nominelle veksten i BNP være høyere enn den nominelle renten. Dersom en korrigerer for inflasjonen, innebærer dette kravet at den reelle BNP-veksten må være større enn realrenten.

Etter å ha falt siden 1990 er BNP-veksten i Sverige nå i ferd med å ta seg opp. Fra første

sparing. Den skatteskjerpelsen som ble gjennomført i april i år, ser så langt ikke ut til å ha hatt de negative effektene på konsumetter-spørselen som mange på forhånd hadde ventet. BNP-veksten ventes å bli 3¼ prosent i år, stigende til 3½ prosent neste år. Den høye veksten har ført til en betydelig nedgang i arbeidsledigheten som i juli var kommet ned i 9,3 prosent av arbeidsstyrken. Det er 1,3 prosentpoeng lavere enn toppnivået under siste konjunkturbunn. Den sterkere veksten enn

hos de viktigste handelspartnerne svekker imidlertid utenriksøkonomien, og driftsunderskuddet ventes å øke til over 2 prosent av BNP i år.

I *Italia*, som også trakk seg ut av ERM-samarbeidet i 1992, ventes veksten å komme opp i 1¼ prosent i år, økende til 3 prosent neste år. Det største problemet i italiensk økonomi er en offentlig bruttogjeld på om lag 120 prosent av BNP og et budsjettunderskudd som for 1994 er anslått til nesten 10 prosent av

kvartal i fjor til første kvartal inneværende år økte BNP med 1,4 prosent. Det er en klar tending i økonomien etter den sterke konkurransevneforbedringen etter depresieringen av kronen siden 1992, og hovedbidraget til veksten kommer fra en betydelig økning i eksporten. I år ligger det an til en BNP-vekst på vel 2 prosent stigende til 2½ prosent neste år. Med en realrente på 8 prosent vil Sverige åpenbart ikke kunne vokse seg ut av gjeldsproblemene. Den renteøkningen som nå har skjedd, vil dessuten bremse den oppgangen i innenlandsk etterspørsel som har vært ventet, og det er stor risiko for at utviklingen i Sverige kan bli svakere enn det som her er antydnet.

En kommer åpenbart ikke utenom betydelige budsjettinnsparinger utover det som følger av konjunkturoppgangen og det som ble gjennomført i forbindelse med valutauroen i 1992 og senere. I forbindelse med framleggelsen av statsbudsjettet la regjeringen fram forslag til innstramminger. Forut for riksdagsvalget har det sosialdemokratiske partiet presentert sine planer til videre innsparinger.

– Nathalie-planen er den svenske regjeringens spareplan fra våren 1993 på 81 milliarder SEK for perioden 1994–1998. Innstrammingerne konsentreres om utgiftssiden. Overføringene til kommunene blir sterkt redusert i 1994, mens statlig konsum er forutsatt å falle med 1 prosent inneværende år. I perioden skal det offentliges overføringer til pensjonister og arbeidsledige kuttes med 26 milliarder kroner. I årets kompletteringsproposisjon ble spareplanen forsterket med ytterligere 20 milliarder SEK til 1999. Regjeringen har ikke presisert hvilke konkrete tiltak som ligger i den siste spareplanen, noe som har blitt kritisert fra sosialdemokratenes side.

– Sosialdemokratenes forslag til spareplan går ut på en innstramning på 61 milliarder SEK de neste fire årene. Sosialdemokratenes to største innsparingsposter er redusert inflasjonsjustering av en rekke stønader og reduserte rentekostnader. De er beregnet til henholdsvis 9 og 10 milliarder kroner. Skattene foreslås økt med vel 12 milliarder kroner. Sosialdemokratene vil oppheve den nåværende regjeringens beslutning om å fjerne formuesskatten. De foreslår også å innføre en midlertidig toppskatt på inntekter over 200 000 kroner. Kapitalinntektsskatten foreslås økt til 30 prosent, noe som ventes å bringe inn 6 milliarder kroner.

Forskjellen mellom de to spareprogrammene ligger i at sosialdemokratene i større grad retter tiltakene direkte mot *statens* inntekter og utgifter og i større grad enn regjeringen foreslår økte inntekter. Men også regjeringens forslag innebærer en styrking av budsjettets inntektsside. Regjeringens plan omfatter hele den offentlige sektoren, og på den måten rammes kommunesektoren i betydelig grad.

Offentlige utgifter utgjorde i 1993 over 70 prosent av BNP i Sverige. Det meste av innsparingene må derfor nødvendigvis komme på utgiftssiden. Mange vil bli direkte berørt. Finanspolitisk innstramning har også vanligvis en kortsiktig kontraktiv effekt på økonomien som helhet. I dagens situasjon vil imidlertid en innstramning og et troverdig gjeldssaneringsprogram høyst sannsynlig momentant føre til lavere rente. Dette vil ha en gunstig innvirkning på privat sektors etterspørsel, som vil motvirke de kontraktive effektene av en strammere finanspolitikk. Totalt sett vil det trolig kunne bli en positiv virkning for svensk økonomi selv på kort sikt.

BNP, til tross for at det er *overskudd* når renteutgifter holdes utenom. En politisk usikker situasjon skaper nok også større forsiktighet hos bedrifter og husholdninger og holder etterspørselen nede.

Danmark er ett av de få land i Europa som har foretatt lettelser i finanspolitikken i år. Dette er en av årsakene til at BNP-veksten fra første kvartal i fjor til første kvartal i år var på hele 5,2 prosent. Den ekspansive finanspolitikken er ventet å føre til fortsatt oppgang i innenlandsk etterspørsel gjennom inneværende år. Det omslaget som har funnet sted i boligmarkedet, vil trekke i samme retning. Sammen med tiltakende eksportvekst er dette ventet å gi en vekst i BNP på om lag 4½ prosent inneværende år, og 3 prosent neste år. Oppgangen i de lange rentene har vært større i Danmark enn i de andre ERM-landene. Dette må nok ses på bakgrunn av den ekspansive finanspolitikken.

Arbeidsledighetstrygden er svært høy i Danmark sammenlignet med de fleste andre land. Samtidig kan man motta støtte automatisk over et svært langt tidsrom. Dette gir svake insentiver til aktiv jobbsøking fra den lediges side og er regnet som hovedårsaker til at den strukturelle ledigheten er svært høy i Danmark. Med den nåværende sterke veksten er det derfor en risiko for at Danmark nokså raskt kan komme opp i flaskehalsproblemer på arbeidsmarkedet som resulterer i lønnspress og en tiltagende inflasjonstakt til tross for en ledighet på nesten 12 prosent.

I fjor kom vendepunktet i *Finland*. BNP hadde da falt med hele 13 prosent fra 1990 til 1993 og arbeidsledigheten økt fra rundt 5 prosent i 1980-åra til rundt 20 prosent. Utviklingen i fjor illustrerer todelingen av økonomien som følge av den kraftige konkurranseevneforbedringen etter depresieringene av finske mark i 1991 og 1992 og den svake utviklingen i innenlandsk etterspørsel som følge av finansiell konsolidering både hos husholdninger og staten. Oppgangen har derfor så langt vært eksportledet. Industriproduksjonen økte med 10 prosent i 1993. BNP-tall for første kvartal viser noe overraskende en oppgang i privat konsum på 0,4 prosent fra første kvartal i fjor, mens privat konsum falt med 4½ prosent og private investeringer med 20 prosent i 1993. Inneværende år

forventes en BNP-vekst på vel 3 prosent stigende til over 5 prosent neste år.

Utviklingen i *Sverige* er nærmere omtalt i egen ramme.

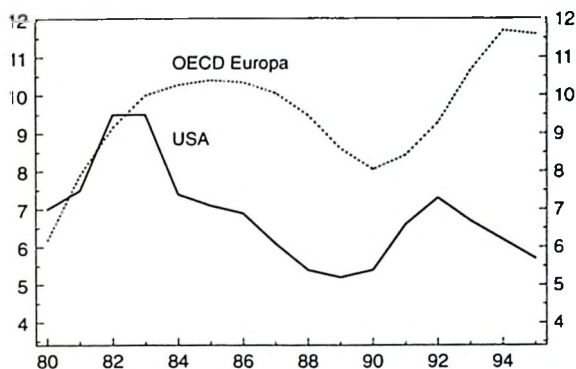
Ledigheten er hovedproblemet i Europa – ekspansiv finanspolitikk er ingen løsning

Til tross for den økonomiske oppgangen ventes arbeidsledigheten i Europa å øke ytterligere i år og bare falle marginalt i 1995. Selv en vekst på opp mot 3 prosent i årene som følger er ikke ventet å føre til betydelig nedgang i ledigheten fra dagens nivå på i underkant av 12 prosent. Det er ingen enkel oppgave å få til en reduksjon i ledigheten i Europa, og det vil måtte ta tid. Som Norges Bank tidligere har pekt på, ligger muligheten for lavere ledighet i første rekke i et bedre fungerende arbeidsmarked. Tiltak som styrker arbeidskraftens kvalifikasjoner, økt mobilitet i arbeidsstyrken, lavere direkte og indirekte kostnader ved bruk av arbeidskraft, lavere kostnader forbundet med ansettelser og oppsigelser, lavere satser og varighet for ledighetstrygd og større grad av lønnsfleksibilitet er endringer som vil bidra til å bedre arbeidsmarkedets funksjonsmåte.

Et bedre fungerende arbeidsmarked vil innebære at den økonomiske oppgangen kan vare lenger før det oppstår flaskehals i arbeidsmarkedet og økt lønnspress. Strukturtiltak i arbeidsmarkedet vil derfor kunne bidra til å dempe den frykten for framtidig inflasjon som nå er med på å presse opp de lange rentene. Slike tiltak vil også kunne bidra til lavere langsiktige renter via en annen kanal. Den høye strukturelle ledigheten skaper nå i flere land frykt for at budsjettunderskuddene vil bli værende på et svært høyt nivå, eller kanskje endog bli ytterligere svekket i et forsøk på å få ned ledigheten. En slik frykt er trolig med på å presse opp det langsiktige rentenivået. Reformen i arbeidsmarkedet vil bidra til å dempe også denne frykten og på den måten kunne redusere det langsiktige rentenivået.

En kan ikke få til en varig høyere sysselsetningsvekst uten økte investeringer og høyere vekstpotensiale. For verden sett under ett kan ikke investeringene økes på annen måte enn ved økt sparing. Hovedårsaken til fallet i sparingen i industrilandene over de siste 20 årene

Figur 6. Arbeidsledigheten i USA og OECD-Europa.



På 1980-tallet har arbeidsledigheten i Europa vært høyere enn i USA. Selv om Europa nå er inne i en konjunkturoppgang vil ikke ledigheten slutte å øke før i 1995. Forskjellen mellom sysselsettingsutviklingen i Europa og USA er slående. Over de siste 30 årene har sysselsettingsveksten i USA vært i gjennomsnitt 2 prosent per år i USA mot bare ½ prosent i Europa. Samtidig er den amerikanske ledigheten totalt sett lavere og med betydelig mindre innslag av langtidsledighet.

Kilde: OECD og egne anslag.

er redusert offentlig sparing gjennom de store budsjettunderskuddene. Dette har skviset private investeringer gjennom å øke realrentenivået og bidratt til lavere vekst enn tidligere.

På mellomlang sikt er det et behov for å ha tilstrekkelig sunne statsfinanser til å møte nye konjunkturtilbakeslag. Det er i nedgangskonjunkturer ledigheten øker, og det viser seg at ledigheten går lettere opp enn ned. Det betyr i dagens situasjon at underskuddene må reduseres mer enn den automatiske forbedringen som den oppgangen vi nå er inne i, vil føre til. Opp gjennom årene har det vist seg langt vanskeligere å stramme til politikken i en oppgangskonjunktur enn å lette den i en nedgangskonjunktur. Denne «skjevheten» har ført til at offentlig sektors nettogjeld er nær doblet siden slutten av 1970-tallet når en ser industrilandene under ett. I det siste har vi sett tendens til større tilbakeholdenhet fra långivernes side. Forsøk på ytterligere gjeldssetting ved mer ekspansiv finanspolitikk er blitt motvirket med økte renter og rentekostnader.

Utviklingen i Øst- og Sentral-Europa og det tidligere Sovjetunionen (transformasjonsøkonomiene)

Den økonomiske oppgangen i industrilandene generelt og i Vest-Europa spesielt vil bidra til å lette noe av omstillingsprosessen for transformasjonsøkonomiene. De positive bidragene vil komme både gjennom økt etterspørsel og ved at press for tiltak av proteksjonistisk karakter i vest-europeiske land vil avta. I hvilken grad transformasjonsøkonomiene som gruppe klarer å nyttegjøre seg denne drahjelpen, vil være betinget av hvor langt man har kommet i selve omstillingsprosessen i det enkelte land.

Tidlige reformatorer i oppgang – fortsatt nedgang i det tidligere Sovjetunionen

Transformasjonsøkonomiene utgjør ikke noen homogen gruppe, og divergensen i den økonomiske utvikling har økt. De landene som på et tidlig stadium i reformprosessen har gjennomført makroøkonomiske stabiliserings tiltak og foretatt strukturelle reformer, kan nå vise til oppgang i produksjonen. Dette gjelder Polen, Den tsjekkiske republikk, Den slovakiske republikk, Ungarn, de baltiske stater, Mongolia og i den senere tid Albania og Slovenia. Mens oppgangen i Polen begynte allerede i 1992, synes vendepunktet for de fleste andre av disse landene å ha kommet i andre halvår av 1993, og den økonomiske veksten ventes å bli mellom 2½ og 8 prosent i år.

Landene i det tidligere Sovjetunionen (utenom Baltikum) befinner seg i en helt annen situasjon. Der har både utilstrekkelig makroøkonomisk stabilisering og tilløp til hyperinflasjon, men også manglende strukturelle reformer, bidratt til kraftig fall i produksjonen flere år på rad. Det er ventet at produksjonsfallet i disse landene, målt ved utviklingen i BNP, blir minst like stort i år som i 1993. Disse landene har et betydelig vekstpotensial, men en realisering av dette forutsetter at en klarer å oppnå makroøkonomisk stabilitet og bygge opp det nødvendige institusjonelle apparat for å gjennomføre en konsistent økonomisk politikk. I dag preges flere av disse landene av manglende styringssystemer og

Tabell 3. *Utviklingen i budsjettunderskudd, økonomisk vekst og inflasjon i enkelte transformasjonsøkonomier*

	Budsjettunderskudd i prosent av BNP			Inflasjon ¹⁾			BNP ²⁾		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Russland	-18,8	-9,3	-	1353	896	305	-19,0	-12,0	-12
Ukraina	-28,7	-15,0	-	1208	4735	1000	-17,0	-14,2	-25
Estland	0,6	0,2	-	1069	89	46	-19,3	-3,3	7%
Polen	-6,8	-4,1	-	210	256	156	2,6	3,8	4%
Ungarn	-7,5	-5,8	-	23	23	19	-5,1	-2,0	1
Albania	-21,8	-15,5	-	226	85	27	-9,7	11,0	8

¹⁾ Prosentvis endring fra året for i konsumprisindeksen

²⁾ Prosentvis endring fra året for

Kilde: IMF og egne anslag.

uklare ansvarsforhold i den offentlige administrasjonen.

Strukturreformene er gjennomført i mye større grad i Russland enn i andre land i det tidligere Sovjetunionen. For eksempel vil anslagsvis halvparten av industriarbeiderne i Russland formelt sett være ansatt i privat sektor ved utgangen av 1994. Inflasjonen i Russland har så langt i år falt kraftig fra et svært høyt nivå, men fortsatt store budsjettunderskudd illustrerer at det er langt igjen til en har oppnådd makroøkonomisk stabilitet. Det er ikke ventet at produksjonsbunnen i Russland vil bli passert før tidligst 1995. I år ventes BNP å falle med 10–15 prosent, det samme som i 1993. På grunn av det produksjonsfallet som har skjedd over de siste årene, vil neppe produksjonen være tilbake igjen på nivået fra begynnelsen av dette ti-året før etter tusenårskiftet.

Den åpne arbeidsledigheten har foreløpig ikke økt særlig mye i Russland. Man står imidlertid overfor en omfattende omstrukturering av bedriftene både gjennom privatisering og ved at man blir tvunget til å redusere den statlige støtten. Mange av de aktuelle bedriftene er svært store og er den dominerende arbeidsgiver innenfor sitt område. Selv om man lykkes med tiltak for å bedre arbeidsmarkedets funksjonsmåte, er det neppe mulig å unngå en betydelig økt arbeidsledighet.

Behov for nye budsjett- og skattesystemer og fortsatte strukturreformer

Under kommuniststyret, da staten eide produksjonsmidlene, var det ikke behov for et skatteinnkrevningssystem. Bedriftenes «overskudd» var det offentliges inntekter. Et felles trekk for alle transformasjonsøkonomiene er at de ikke har etablert skatteinnkrevningssystemer som er tilpasset de nye økonomiske rammebetingelsene. Skatteinntektene som andel av BNP har falt markert. Dette er en viktig årsak til de gjennomgående store budsjettunderskuddene i disse landene, og kravene til reduksjoner på utgiftssiden blir desto strengere. Det blir også desto vanskeligere å skape rom for å finansiere et sosialt sikkerhetsnett i disse landene, noe det åpenbart er behov for etter den kraftige produksjons- og inntektsnedgangen.

Fraværet av innenlandske kapitalmarkeder betyr videre at budsjettunderskuddene må finansieres av sentralbanken, noe som bidrar til å holde veksten i pengemengden høy. I tillegg bidrar økt bruk av parallelvalutaer, i første rekke amerikanske dollar og tyske mark, både til at myndighetene får mindre kontroll over utviklingen i den samlede likviditeten og at de i tillegg går glipp av de skatteinntektene som følger av å utstede egne sedler og mynter («seignorage»-inntekter). Estland, og senere

også Litauen, har etablert såkalt «currency board». Det innebærer en svært sterk binding av valutakursen mot en eller flere andre valutaer, noe som synes å ha skapt god disiplin i den økonomiske politikken. Dette har igjen bidratt til at disse landene så langt har unngått problemet med pengemengdefinansiert budsjettunderskudd og høy inflasjon.

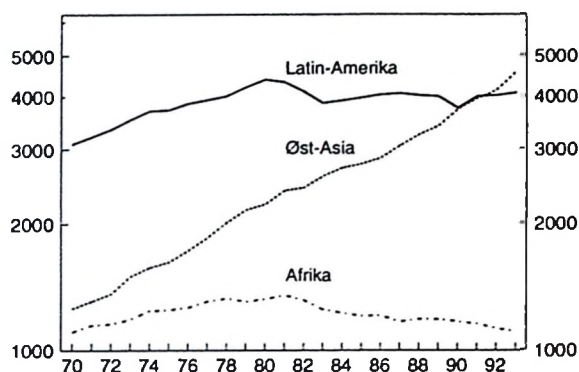
Transformasjonsøkonomiene har generelt behov for en strammere pengepolitikk for å få ned inflasjon og inflasjonsforventninger. Det er også i mange av disse landene viktig å sikre at realrenten blir positiv for å stimulere sparingen og sikre en mer fornuftig utvelgelse av investeringsprosjekter. For mange av disse landene er imidlertid hovedoppgaven på dette området å bygge opp fungerende finansielle markeder, herunder et banksystem.

Felles for transformasjonsøkonomiene er at så og si alle har gjennomført prisreformer, selv om enkelte varer, spesielt innsatsfaktorer (energi), fortsatt er subsidiert. Handelen er også i stor grad liberalisert, og mange av landene har kommet i gang med privatisering av produksjonsutstyret. Både gjennomføringen av og fremdriften i privatiseringsprosessen varierer, men for de fleste lands vedkommende gjenstår det å få gjennomført privatisering og omstrukturering av de store statseide selskapene.

Nærmere om u-landene

For u-landene er vekstpotensialet høyere enn for de industrialiserte landene. De ligger klart etter industrilandene i teknologisk utvikling og kapitalbruk, og det eksisterer derfor fortsatt store gjenoppheulingsgevinster i disse landene. Veksten i u-landene antas i gjennomsnitt å bli 5¼ prosent i 1994-95 mot et gjennomsnitt på 5 prosent i perioden 1990-93. Den fortsatt sterke veksten skjuler betydelige forskjeller mellom de ulike regionene. På samme måte som i transformasjonsøkonomiene kan forskjellen tilskrives ulik grad av suksess når det gjelder makroøkonomisk stabilisering og gjennomføring av strukturreformer. De internasjonale omgivelsene vil trolig generelt bedres for utviklingslandene i 1994-95, på bakgrunn av tiltakende konjunkturoppgang i industrilandene og høyere råvarepriser. Nedbygging av toll og handelshindre som føl-

Figur 7. Utviklingen i BNP pr. innbygger i faste 1985 priser.
Logaritmisk skala, USD.



Det er i første rekke ulikheter i produksjonsvekst som skaper de store forskjeller i levekårsutviklingen målt på denne måten. Selv om Øst-Asia har hatt en sterk utvikling de siste årene, er det ennå et stykke igjen før de når opp til industrilandenes nivå. BNP pr. innbygger i industrilandene ligger til sammenligning på i overkant av 15 000 USD.

Kilde: IMF.

ge av Uruguayrunden vil også gavne utviklingslandene som helhet.

Fortsatt høy vekst i Asia – et voksende økonomisk sentrum

Asia er den regionen som har hatt sterkest vekst de siste tyve årene. I 1993 økte BNP med 8,5 prosent. De høye vekstratene er ventet å holde seg utover i 1990-årene. Regionen har et høyt investeringsnivå i industrisektoren, finansiert ved høy innenlandsk sparing og stor tilgang på utenlandsk kapital. De landene som satset tidlig på en eksportrettet strategi, har hatt den sterkeste veksten. Økt handel internt mellom disse landene er en viktig faktor bak den positive utviklingen. Som følge av den vedvarende høye veksten for dette området og områdets økende betydning i internasjonal økonomi, er det mange som snakker om disse landene som et nytt økonomisk sentrum i tillegg til USA, Vest-Europa og Japan.

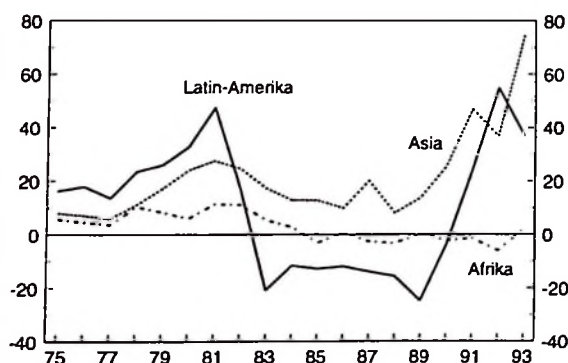
Mens det tidligere har vært landene i Sørøst-Asia som har hatt størst produksjonsøkning, ligger det nå an til høy vekst i flere av de andre landene. Som følge av omfattende

Stor kapitalinngang til u-landene – styrker veksten, men kan også føre til økt ustabilitet

Stor kapitalinngang har de siste årene vært en viktig faktor bak den gunstige utviklingen i Asia og Latin-Amerika. Gjennomsnittlig årlig netto kapitalinngang til utviklingslandene falt fra 30 milliarder USD i 1977–82 til under 9 milliarder USD i perioden 1983–89. Den økte senere til et gjennomsnitt på hele 94 milliarder USD i årene 1990–93. Det er flere grunner til den økningen i kapitalstrømmen som vi har sett de siste årene:

- Strukturelle reformer og vellykket stabilisering i mange u-land har redusert den antatte risikoen og har dermed økt forventet avkastning av plasseringer i disse landene.
- Den svake utviklingen i industrilandene, med tilhørende lavt rentenivå der, har gjort det mer attraktivt å foreta plasseringer i u-landene.
- Institusjonelle investorer i mange industriland har fordelt sine investeringer på stadig flere land for å redusere den samlede risikoen i sine porteføljer. Dette er blitt lettere gjennom fjerning av reguleringer både i industri- og u-land.

Figur 8. Netto kapitalinngang til ulike u-landsområder. (Milliarder USD.)



Kilde: IMF

De siste årenes kapitalinngang til utviklingslandene er i motsetning til kapitalinngangen på 1970-årene og tidlig på 1980-tallet stort sett privat og ikkegjeldsskapende kapital. Direkte investeringer har økt jevnt de to siste tiårene og utgjorde 34,2 milliarder USD i perioden 1990–93. Blant utviklingslandene er det først og fremst til landene i Asia kapitalinngangen har kommet i form av direkte investeringer. I perioden 1990–93 utgjorde direkte investeringer i Asia 19,8 milliarder USD per år, av en samlet netto kapitalinngang til regionen på 46,6 milliarder USD pr år.

Kapitalinngangen til Latin-Amerika kommer i hovedsak fra private kilder utenom banker. Mesteparten av kapitalinngangen på 23,8 milliarder USD i perioden 1990–93 var i form av porteføljeinvesteringer (17,5 milliarder USD). Dette har gitt regionen økt sårbarhet overfor endringer i det internasjonale rentenivået. De direkte investeringene har imidlertid også økt sin andel av kapitalinngangen og utgjorde i perioden 1990–93 11,0 milliarder USD. De svake utsiktene for landene i Afrika gjør at flesteparten av landene i regionen har vanskelig for å tiltrekke seg kapital, spesielt i form av direkte investeringer. I perioden 1990–93 var det en netto kapitalutgang på 1,8 milliarder USD fra regionen.

Sammenlignet med 1970-tallet, da långiverne stort sett var banker i industrilandene, er også investorbasen kraftig utvidet. Institusjonelle investorer som pensjonsfond og andre fond har i økende grad spredd sine porteføljer internasjonalt for derved å redusere den samlede risikoen. Den utvidede investorbasen innebærer også at eksponeringen på långiversiden er mindre enn den gang. Det finansielle systemet i industrilandene vil dermed også være mindre utsatt dersom det skulle oppstå store betalingsproblemer i u-landene. Kapitalinngangen til utviklingslandene har ikke bare gått med til å finansiere økte driftsbalanseunderskudd, det har også skjedd en oppbygging av valutareservene.

I første halvår 1994 ble kapitalstrømmen til u-landene halvert. Dette skjedde i sammenheng med uroen i kapitalmarkedene internasjonalt og den sterke økningen i de lange rentene i industrilandene. I tillegg til den direkte effekten av at plasseringer i industriland ble mer lønnsomme, gjorde uroen investorene mer opptatt av risikoen i ulike investeringer. Dette førte også til større tilbakeholdenhet med investeringer i u-land.

reformprogrammer i flere land i Sør-Asia (blant annet India, Pakistan og Bangladesh) er det ventet 5–6 prosent årlig vekst også i denne delen av Asia. Det samme gjelder for flere av landene i Indokina, som etter mange år med krig og tilbakegang ser ut til å få en mer positiv utvikling. Kina er fortsatt det landet som har den sterkeste veksten i Asia. Tiltakene som ble satt i verk i fjor med sikte på å unngå overoppheting, er begynt å virke, og BNP-veksten ventes å komme ned i 11 prosent i år mot et gjennomsnitt på 13,5 prosent de to foregående årene. Prisstigningen er imidlertid fortsatt økende.

Det ventes en vekst for Asia som helhet på 8 prosent inneværende år. Dette er en normal vekstrate for dette området.

Også positiv utvikling i Latin-Amerika de siste årene

Etter en meget svak og turbulent utvikling i årene etter utbruddet av gjeldskrisen i 1982, har Latin-Amerika hatt en gunstig utvikling de siste årene. I 1993 økte BNP med 3,3 prosent. Det er imidlertid store forskjeller mellom de ulike landene. Argentina, Brasil og Chile vokste med 5–6 prosent. Mexico oppnådde bare en vekst på 0,4 prosent etter kraftig vekst de foregående årene. Nicaragua og Venezuela hadde en nedgang i produksjonen på over 1 prosent. Prognosene tyder på at den ulike utviklingen vil fortsette. Det er ventet noe lavere vekst for Latin-Amerika neste år.

Utviklingen i Latin-Amerika har vært preget av flere til dels motstridende faktorer:

- Det har i flere land vært gjennomført en vellykket stabiliseringspolitikk der både budsjettunderskudd og inflasjon er kommet ned. Det er videre foretatt betydelige strukturreformer med sikte på å åpne økonomiene og øke konkurransen. Dette har bedret utsiktene for langsiktig stabilitet og vekst.

- Det har vært en kraftig økning i tilgangen på utenlandsk kapital til regionen. Dette er skjedd både i form av repatriering av tidligere fluktkapital og ved tilgang på ny kapital fra investorer i industrilandene.
- Nedgangen i rentene i industrilandene har hatt positiv effekt for Latin-Amerika.
- Lavkonjunkturen i industrilandene har trukket i negativ retning. Dette har gitt negative impulser både på grunn av lavere etterspørsel og ved lavere råvarepriser.

Men Afrika sakker akterut

For Afrika har BNP pr innbygger gjennomgående falt år for år siden 1980. BNP økte med bare 1,0 prosent i 1993. Problemer i form av sosial og politisk ustabilitet, mangel på økonomiske reformer, svekket bytteforhold, langsom eksportvekst som følge av stagnasjonen i Europa, stor gjeldsbyrde og lave utenlandske investeringer er faktorer bak den svake BNP-veksten. I de afrikanske landene er mulighetene for økonomisk vekst fortsatt nær knyttet til industrilandene. Prognosene for de europeiske landene kan gi en viss grunn til optimisme når det gjelder økte priser og større etterspørsel etter afrikanske varer. For land som er store produsenter av kaffe, vil også den økte prisen på kaffe bedre de kortsiktige utsiktene. Det ventes en BNP-vekst i Afrika inneværende år på 3¼ prosent, stigende til 4½ prosent neste år.

Grunnlaget for en varig bedre utvikling ligger imidlertid i første rekke i landenes egen økonomiske politikk. Det er i så måte positivt at land som foretar en betydelig omlegging av politikken i samarbeid med, og med finansiell støtte fra IMF og Verdensbanken, kan vise til bedre resultater enn andre land.

Det er betydelige gevinster å hente ved ytterligere strukturreformer i Afrika. En skal imidlertid ikke undervurdere omfanget av de tiltak som allerede er gjort. Et vanlig problem er imidlertid at mange av landene mangler den politiske og ikke minst makroøkonomiske stabilitet som er nødvendig for at strukturreformene skal gi størst mulig utbytte.

Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

Dei internasjonale penge-, kapital- og valuta-marknadene

Valutamarknadene. Ved inngangen til juni var kursen mellom japanske yen og amerikanske dollar om lag 104–105 yen pr. dollar. Utover i juni svekte dollaren seg monaleg og var ved utgangen av månaden ca. 5.3 prosent lågare enn ved byrjinga. Kursen var då under 100 yen pr. dollar. Den 24. juni blei det gjennomført koordinerte intervensjonar til støtte for dollaren. Den 27. juni fall kursen til 99,05, den lågaste kursen i tida etter andre verdskrig. I juli fall dollarkursen endå meir og var lågare enn 97 yen pr. dollar før den styrkte seg noko mot slutten av månaden, til ca. 100 yen pr. dollar. Den 9. september hadde kursen falle til 99,45 yen pr. dollar. Også mot tyske mark svekte amerikanske dollar seg gjennom juni. Kursen var om lag 3 prosent lågare mot slutten av juni samanlikna med starten av månaden. Botnpunktet blei nådd 12 juli, då ein berre måtte betale 1,53 mark pr. dollar. Kursen hadde då falle med 7,2 prosent sidan 1. juni. Ved utgangen av august hadde dollarkursen styrkt seg noko mot tyske mark, men låg framleis 4 prosent lågare enn 1. juni. Dei ni

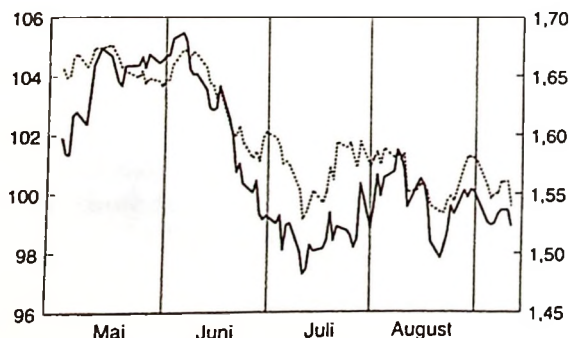
første dagane i september svekte kursen seg igjen mot tyske mark, med 1,4 prosent.

På sitt lågaste i perioden hadde britiske pund svekt seg med 4,7 prosent mot tyske mark samanlikna med 1. juni. Dette var kring 20. august. Etter det styrkte pundet seg igjen, slik at det ved utgangen av august låg 2,6 prosent lågare i verdi mot tyske mark enn ved starten av juni. Så svekte kursen seg igjen fram til 9. september med 0,9 prosent. Svenske kroner svekte seg med 7,2 prosent mot tyske mark frå 1. juni til 18. august. Tilliten som aktørane i valutamarknaden hadde til den statsfinansielle situasjonen i Sverige var då på eit lågt nivå. Etter det har svenske kroner styrkt seg noko, slik at kursen 9. september var 3,6 prosent svakare enn den 1. juni. Finske mark har i perioden vore relativt stabil mot tyske mark med unntak av perioden kring 12. august med uro i Sverige. Då svekte finske mark seg temporært. Fram til 9. september styrkte finske mark seg likevel med om lag 2,0 prosent samanlikna med kursen 1. juni.

Frankrike, Belgia og Nederland sine valutaer varierte innanfor eit intervall på $\pm 2\frac{1}{4}$ pro-

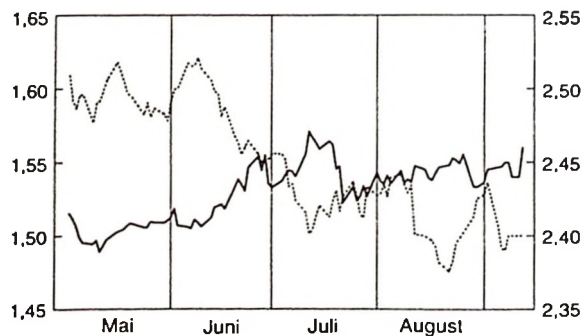
Figur 2.1. Kursutviklinga for hovudvalutaene. Dagstal. 1. mai – 9. september 1994

— JPY pr. USD (venstre akse)
 - - - - - DEM pr. USD (høgre akse)



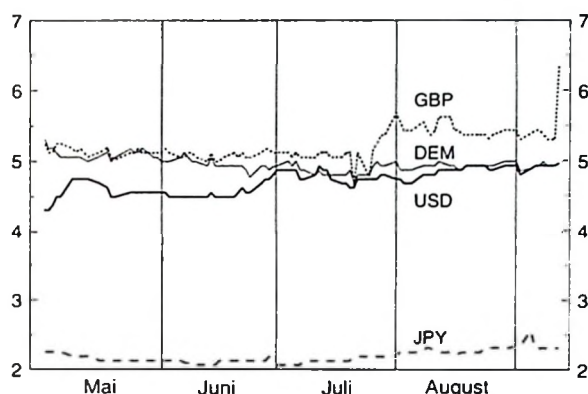
Kjelde: Noregs Bank

— USD pr. GBP (venstre akse)
 - - - - - DEM pr. GBP (høgre akse)



Figur 2.2. Internasjonale rentesatsar. Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. mai 1994 – 9. september 1994¹⁾

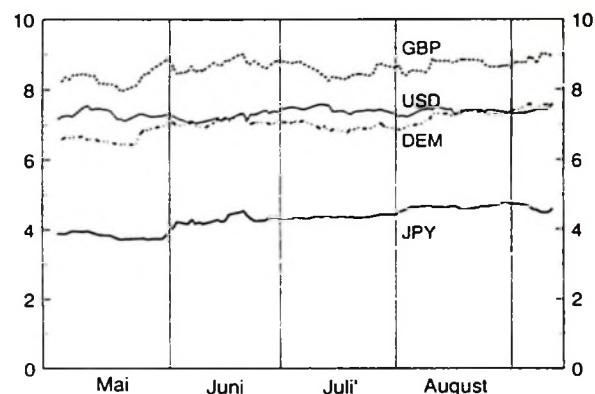
a) Kortsiktige plasseringar (3-månaders eurorente).



1) I tabell 28 i tabellvedlegget finst månadsstal for kortsiktige rentesatsar for sentrale valutaer det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

b) Langsiktige plasseringar (10 års statsobligasjonar).



1) I tabell 30 i tabellvedlegget finst månadsstal for effektive renter på 10 års obligasjonar det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

sent av deira sentralverdi mot tyske mark i det europeiske valutasamarbeidet (ERM). Den danske krona, som heilt sidan februar har lege ca. 3 prosent svakare enn sentralverdien, blei svekt ytterlegare etter renteauken i Sverige.

Renteutviklinga. I USA har dei kortsiktige rentene, målt med 3-månaders eurorente, stige frå 4,56 til 4,94 prosent i perioden frå 1. juni til 9. september. Denne auken har samanheng med ein nokså stram pengepolitikk den seinare tida. Også i dei europeiske landa har det vore renteoppgang dei tre siste månadene. Unntaket er Tyskland, der den korte renta ved utgangen av august var lik renta ved inngangen til perioden, dvs. 5,00 prosent. Dette kan sjåast i samanheng med at Bundesbank berre har senka renta på gjenkjøpsavtalane marginalt fram til midten av juli, for så å halde ho fast. I byrjinga av september fall renta til 4,94 prosent. I Sverige steig dei korte rentene markant i midten av august. Den 12. august auka tre-månaders eurorenta med 1,33 prosentteiningar til 8,85 prosent. Same dagen steig også den danske og den finske renta sterkt. Renta i Sverige nådde sitt høgste nivå 19. august, med 9,11 prosent. Etter det fall renta med om lag 1,5 prosentteiningar fram til slutten av august. I september steig renta igjen og nådde 7,94 prosent den 9. september. Også dei danske og

finske pengemarknadsrentene har stige så langt i september. Den sterke svenske renteauken har nær samanheng med stigande uro i samband med det store offentlege budsjettunderskottet og uvisse om den økonomiske politikken som vil bli ført etter valet. Sjå «aktuell utdyping» til kapittel I for ei drøfting av situasjonen i Sverige.

Kronologisk oversikt over viktige renteendringar:

21. juli: Bundesbank kunnjier at banken t.o.m. 17. august vil tilføre likviditet gjennom gjenkjøpsavtalar (såkalla repoar) til fast rente på 4,85 prosent. Bundesbank utvidar seinare denne ordninga fram til 20. september.

11. august: Riksbanken i Sverige aukar utlånsrenta («taket» i rentekorridoren) frå 7,50 til 8,00 prosent og reporenta frå 6,92 til 7,20 prosent med verknad frå 16. august.

16. august: Federal Reserve endrar diskontoen frå 3,50 til 4,00 prosent og renta på «federal funds» frå 4,25 til 4,75 prosent.

12. september: Bank of England aukar signalrenta med 0,5 prosentteiningar. Dette var den første auken på fem år, og målet med auken er å minske inflasjonspresset.

Tabell 2.1. Endringer i bankane sine internasjonale fordringar¹⁾. Milliardar USD

	1991	1992	1993	1993 1.kv. ²⁾	1994 1.kv. ²⁾	Utestående 31. mars 1994
Totalt	-55	191	306	16	-30	6 629
- Av dette vis-à-vis:						
ikkje-bankar	97	158	164	47	4	1 981
bankar (og ufordelt)	-151	33	142	-31	-34	4 648

- ¹⁾ Med internasjonale fordringar (external positions) er det meint
 - utlån over landegrensene i alle valutaer
 - utlån til innlendingar i framand valuta
 - tilsvarande fordringar utanom utlån
- ²⁾ Endring frå kvartalet for

Kjelde: BIS.

Tabell 2.2. Bankane sine internasjonale fordringar, valutafordelt. Prosent av samla internasjonale fordringar

	4. kvartal			1. kvartal	
	1991	1992	1993	1993	1994
Amerikanske					
dollar (USD)	34,7	35,8	34,2	34,0	33,8
Tyske mark (DEM)	10,7	11,2	11,7	11,6	11,2
Sveitsiske					
franc (CHF)	3,9	3,6	3,1	3,3	3,1
Japanske yen (JPY)	10,6	9,5	9,7	10,0	10,4
Britiske pund (GBP)	3,3	3,1	3,1	3,1	2,8
Franske franc (FRF)	2,7	2,8	3,9	4,0	3,8
ECU	2,8	2,7	2,4	2,7	2,4
Ufordelt ¹⁾	31,3	31,3	31,9	31,3	32,5
Totalt					
i mrd. USD	6 203,5	6 194,2	6 502,6	6 254,8	6 628,7

- ¹⁾ Inkluderer andre valutaer enn dei som er med i tabellen, og også fordringar hos bankar i andre land enn heimlanda til dei fem valutaene som er spesifiserte.

Kjelde: BIS

Dei internasjonale obligasjonsrentene har med få unntak stige i tre-månaders perioden frå byrjinga av juni til slutten av august. Dei amerikanske langsiktige rentene, målt med ti-års statsobligasjonsrente, var likevel uendra frå byrjinga til slutten av perioden, på om lag 7,30 prosent, mens den britiske renta fall med 0,30 prosenteningar til ca. 8,70 prosent. I dei første dagane av september steig den britiske renta med 0,25 prosenteningar medan den amerikanske renta steig med 0,10 prosenteningar. Den japanske ti-årsrenta steig frå om lag 4,00 til 4,48 prosent frå 1. juni til 9. september, medan den tyske renta auka med ca. 0,6 prosenteningar til 7,7 prosent. Den svenske renta auka med heile 1,93 prosenteningar til 11,45 prosent og den finske renta med 1,07 prosenteningar til 10,47 prosent frå 1. juni til

Tabell 2.3. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliardar USD

	1992	1993	2.kv.1993	2.kv.1994
Obligasjons- utskrivningar	334	481	107	85
- Av dette med				
flytande rente	44	70	14	13
Bankutlån	118	137	49	32
Anna internasjonal opplåning	7	8	4	2
Samla opplåning	458	626	159	119

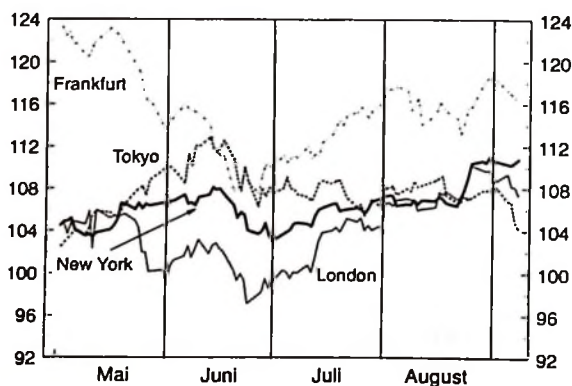
Kjelde: OECD.

Tabell 2.4. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakarland. Prosent av samla opplåning

	1992	1993	2. kv. 1993	2. kv. 1994
OECD	82,7	80,3	83,6	82,0
Utviklingsland	7,0	10,5	9,3	12,4
Aust-Europa	0,3	1,0	0,2	0,4
Internasjonale institusjonar og andre land	10,0	8,2	6,9	4,7

Kjelde: OECD.

Figur 2.3 Internasjonale aksjemarknader. Dagstal 1. mai - 7. september 1994. 1993=100



9. september. Den danske statsobligasjonsrenta starta juni på om lag 8,50 prosent. Gjennom juli fall renta slik at ho ved byrjinga av august var på ca. 8,1 prosent. I august steig renta kraftig og slutta månaden på 8,89 prosent for så å stige vidare til 9,35 prosent pr. 9. september.

Internasjonale aksjemarknader. Dei amerikanske aksjekursane nådde eit botnpunkt for perioden 1. juli. Då hadde kursane falle med 3,4 prosent sidan 1. juni. Etter det har kursane stige igjen, og låg 7. september nesten 7 prosent høgare enn 1. juli. Dei britiske aksjekursane steig frå 1. juni til 7. september med nesten 8 prosent, medan dei tyske kursane i gjennomsnitt auka med nesten 3 prosent. I Japan fall aksjekursane med 4,5 prosent. Også i desse landa fall kursane i siste del av juni samstundes med fallet i den amerikanske indeksen.

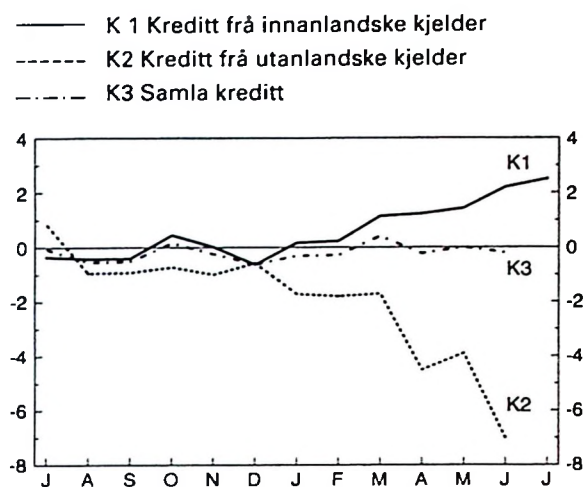
Internasjonale kapitalmarknader. Dei internasjonale fordringane til bankane fall i første kvartal 1994 med ein verdi som tilsvarte 30 milliardar dollar. I same periode året før auka desse fordringane tilsvarende 16 milliardar dollar. Fordringane på ikkje-bankar auka med 4 milliardar dollar i første kvartal 1994, ein nedgang på 43 milliardar dollar jamført med same kvartal eit år tidlegare. Samla utestående beløp tilsvarte 6 629 milliardar dollar 31. mars 1994.

Volumet av nye internasjonale lån finansiert ved obligasjonsutskrivning utgjorde i 2. kvartal 85 milliardar kroner. Dette er ein reduksjon på 22 milliardar dollar samanlikna med 2. kvartal 1993. Femten prosent av dei låna som blei emitterte i 2. kvartal 1994 hadde flytande rente, ein oppgang på 2 prosent-einingar jamført med same tida året før. Av dei nye internasjonale låna i 2. kvartal 1994 blei 15 prosent gjeve til utviklingsland. Dette var ein auke på kring 4 prosent-einingar frå 2. kvartal 1993.

Penge-, kreditt- og valutatilhøva i Noreg

Kredittilførsel. Publikum (næringsliv, hushald og kommunar) si innanlandske bruttogjeld gjekk opp med 2,5 prosent dei siste 12 månedene fram til utgangen av juli, mot ein auke på

Figur 2.4. Vekst i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. Juli 1993 – juli 1994. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)¹⁾



1) Tabell 22 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i K1 og K3 det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

2,2 prosent i perioden frå juni 1993 til juni 1994. Dette var sjuande månaden på rad med positiv og ikkje-avtakande 12-månaders vekst. Den underliggjande veksttakten (gjennomsnittleg sesongjustert vekst siste tremånadersperiode samanlikna med førre tremånadersperiode rekna om til årleg rate) var 5,6 prosent ved utgangen av juli, mot 4,8 prosent ved utgangen av månaden før. I desember 1993 var veksttakten på -0,3 prosent.

Den innanlandske valutagjelda til publikum blei redusert med ca. 22 prosent dei siste 12 månedene fram til utgangen av juni, det same som i førre 12-månaders periode. Bruttogjelda til utlandet fall med 7,0 prosent frå juni 1993 til juni 1994.

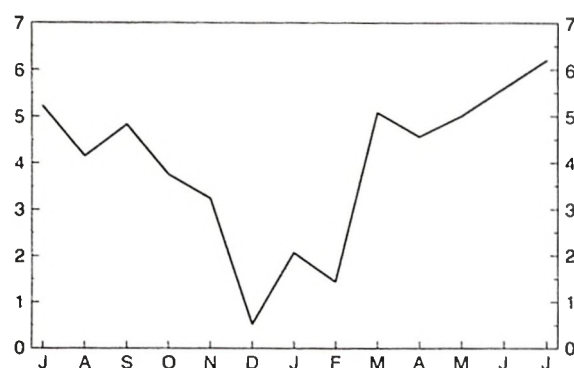
Publikum si samla bruttogjeld (i norske kroner og i valuta til innanlandske og utanlandske kjelder) blei redusert med vel 2,7 milliardar kroner eller -0,2 prosent dei 12 siste månedene fram til utgangen av juni. Kreditt frå innanlandske kjelder auka med om lag 17,7 milliardar kroner medan kreditt frå utlandet gjekk ned med vel 20,4 milliardar kroner i perioden frå juni 1993 til juni 1994.

Det har vore ein sterk auke i dei private bankane, Postbanken og finansieringsføretaka sine utlån til publikum i dei 12 månedene fram til utgangen av juni. Utlåna steig med

nesten 9 prosent i denne perioden. Ved årsskiftet var 12-månadersveksten på om lag 3,4 prosent. Den underliggende veksttakten var på 8,7 prosent ved utgangen av juli mot 8,5 prosent ved utgangen av juni. Den underliggende veksttakten til annen kreditt, som mellom anna omfattar utlån frå statsbankar og forsikringsselskap, var ved utgangen av juli på 1,1 prosent mot -1,0 prosent ved utgangen av juni.

Publikums likviditet. Veksten i publikum sin likviditet (beholdning av setlar, mynt og bankinnskott) var i desember 1993 på 0,5 prosent (12-månadersvekst). Også i januar og februar var veksten svak, med respektive 2,1 og 1,4 prosent. Ved utgangen av juli var veksten på 6,2 prosent. Dei fire månadene fram til og med juli har veksten variert mellom 4,6 og 6,2 prosent med eit gjennomsnitt på 5,4 prosent. Den underliggende veksttakten nådde eit botnpunkt på -4,3 prosent ved årsskiftet. Etter det auka veksttakten frå månad til månad fram til mai då den var på 17,3 prosent. I juli avtok veksttakten til 16,3 prosent.

Figur 2.5. Vekst i publikums likviditet. Juli 1993 - juli 1994. (Prosentvis vekst siste tolv månader)¹⁾.



1) Tabell 22 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i publikums likviditet (M2).

Kjelde: Noregs Bank

Rentene. Renta i pengemarknaden, målt som tre-månaders effektiv eurokronerente, steig med 0,6 prosenteningar frå starten av juni til slutten av august, då ho låg på om lag 6,20

Tabell 2.5. Effektive renter: Kortsiktige rentesatsar og rentesatsar i obligasjonsmarknaden. Gjennomsnitt pr. månad

	1994				
	mai	juni	juli	aug.	sept ¹⁾
Eurokronerenter²⁾					
1 mnd.	5,4	5,4	5,6	5,6	5,8
3 mnd.	5,3	5,6	5,7	6,1	6,4
12 mnd.	5,7	6,4	6,4	6,8	7,3
Interbankrenter					
1 mnd.	5,5	5,4	5,6	5,6	5,8
3 mnd.	5,4	5,6	5,7	6,1	6,4
12 mnd.	5,7	6,4	6,5	6,8	7,2
D-lånsrente	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Foliorente	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Statsobligasjonar³⁾					
attstående løpetid: 3 år	5,8	6,9	6,8	7,3	7,7
5 år	6,5	7,6	7,3	7,8	8,2
10 år	7,2	8,1	7,7	8,2	8,5
Private obligasjonar					
attstående løpetid: 3 år	6,3	7,4	7,4	7,9	7,7
5 år	7,1	8,3	8,1	8,6	9,1
10 år	7,9	8,9	8,4	9,0	9,4
Rentedifferansar:					
Korte renter. Kroner mot ECU ⁴⁾	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	0,2
Lange renter. Kroner mot ECU ⁵⁾	-0,3	0,2	-0,0	0,1	0,3

¹⁾ Gjennomsnitt for perioden 1.-9. september.

²⁾ Tabell 27 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar for nominelle renter.

³⁾ Tabell 29 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar.

⁴⁾ Differanse mellom 3. mnd. eurorente i norske kroner og teoretisk ECU-rente. For lengre tidsseriar sjå tabell 28.

⁵⁾ Differanse mellom rente på norske statsobligasjonar med attstående løpetid på 5 år og teoretisk ECU-rente på 5 år. For lengre tidsseriar sjå tabell 30.

prosent. I denne perioden varierte renta relativt mykje, mellom anna hadde utviklinga i Sverige stor innverknad. Samstundes som rentene steig i Sverige kring midten av august gjekk den norske renta opp med 0,90 prosenteningar til ca. 6,70 prosent. I siste tredel av månaden fall renta, men låg ved utgangen av august framleis høgt over nivået ved inngangen til månaden. I første del av september steig renta med 0,43 prosenteningar til 6,63 prosent (9. september).

Ved inngangen til juni var den norske tre-månaders eurokronerenta lågare enn for teoretisk ECU, dvs. at det korte norske rentenivået var lågare enn eit vege gjennomsnitt av europeiske renter. For månaden som gjennomsnitt var differansen på -0,38 prosenteningar. I juli minka avstanden til -0,30 i gjennomsnitt. Den 12. august blei differansen positiv. Maksimum blei nådd 18. august då differansen var på 0,57 prosenteningar. Fram mot slutten av august minka differansen til han berre var svakt positiv den 31. august. I september auka skilnaden att slik at han den 9. september var på 0,52 prosenteningar.

I juni var den gjennomsnittlege norske obligasjonsrenta (effektiv rente på 10-års statsobligasjonar) på 8,08 prosent. Gjennomsnittet i august auka til 8,15 prosent. Obligasjonsrenta auka med 0,21 prosenteningar til 8,28 prosent frå 1. juni til 31. august. Maksimum i perioden blei nådd 18. august då renta var på 8,50 prosent. Auken fall saman med uroa i pengemarknaden. Minimum blei nådd 19. juli då renta var 7,40 prosent. I september heldt obligasjonsrenta fram med å auke, og nådde den 9. september 8,75 prosent. Samanlikna med ECU-renta låg den norske renta høgare i gjennomsnitt i juni (0,22 prosenteningar), lågare i juli (-0,07 prosenteningar) og høgare (0,12 prosenteningar) i august. Den 9. september var skilnaden 0,26 prosenteningar.

Verkemiddelbruken. Dei siste månadene har bankane i hovudsak hatt eit netto plasseringsbehov i Noregs Bank. Målt som dagleg gjennomsnitt var sentralbankfinansieringa i juni, juli og august på respektive -5,0 milliardar kroner, -9,0 milliardar kroner og -8,5 milliardar kroner. For å trekkje inn overskottslikviditet blei det i juni, juli og august lagt ut 18 F-

innskott av varierende storleik. Fram til 9. september var det lagt ut fire F-innskott. Det har også vore trekt inn likviditet ved bruk av swappar.

Tilgangen til D-lån blei frå 1. juli redusert frå 150 til 100 prosent av berekningsgrunnlaget. Dette gav bankane ei låneramme på om lag 3 milliardar kroner. Utnyttingsgraden har vore låg i heile perioden med unntak av andre halvdel av juli, då den auka til 26,2 prosent. Fram til då varierte utnyttingsgraden mellom 2,7 og 5,6 prosent. I august var utnyttingsgraden 10,6 prosent i første halvdel og 4,0 prosent i andre halvdel av månaden. Folioinnskotta har i perioden med få unntak vore monaleg høgare enn D-låna. Berre for enkelte dagar har D-låna vore større enn folioinnskotta.

D-lånsrenta og renta på bankane sine innskott i Noregs Bank (foliorenta) har vore uendra på respektive 6,75 prosent og 4,75 prosent sidan byrjinga av februar.

Frå 1. september må bankane stille tryggleik for D-låna dei tek opp. Kravet om innføring av tryggleik blei bestemt av Noregs Bank i november 1993. Den 8. juni vart det så vedteke å setje i verk kravet frå 1. september. Ordninga er omtalt i kapittel 1.

Valutamarknaden. Både i juni, juli, august og så langt i september var det etter måten roleg i valutamarknaden, med unntak av ein periode i juli då Noregs Bank støtta kronekursen. Kronekursen varierte mellom 8,3580 og 8,4097 mot ECU. I tre-månaders perioden frå og med juni til og med august har Noregs Bank seld valuta for 3,4 milliardar kroner. Målt med den effektive kronekursen til industrien, appresierte krona med om lag 0,5 prosent i den same perioden.

Verdipapirmarknaden i Noreg

Sertifikat. Dei seks første månadene i 1994 blei det skreve ut sertifikat (brutto emisjonsvolum) for i alt 52 milliardar kroner. Dette er om lag 8 milliardar kroner lågare enn i same periode året før. Det har vore ein særleg sterk nedgang i emisjon av statssertifikat (om lag 20 milliardar kroner). Denne reduksjonen blei motverka i nokon grad av ein auke på ca. 7

Tabell 2.6. Sentralbanktilførsla¹⁾

	1994				
	april.	mai.	juni	juli	august
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr.)	1,3	-2,0	-5,0	-9,0	-8,5
av dette D-lån	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2
F-lån/innskott	-0,7	-3,9	-6,7	-9,1	-9,8
anna finansiering	1,6	1,7	1,5	-0,3	1,1
D-lånstilgang	4,6	4,5	4,6	2,9	2,9
Bankane sine likvide reservar i form av folioinnskott i Norges Bank	2,2	4,6	4,9	3,0	2,7

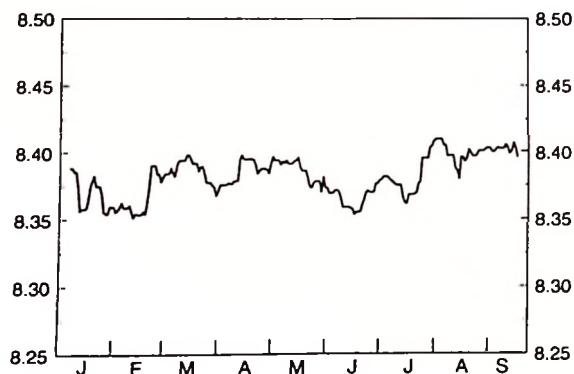
F-lån (+) og F-innskott (-) 1993/1994:

Likviditetsverknad frå:	løpetid (dgr.)	storleik (mrd.kr.)	nominell rente
9. juni 1994	5	-2,56	5,20
14. juni 1994	6	-5,81	5,15
17. juni 1994	7	-5,00	5,15
24. juni 1994	10	-11,105	5,11
4. juli 1994	7	-12,245	5,18
11. juli 1994	8	-16,005	5,28
12. juli 1994	8	-1,25	5,26
19. juli 1994	1	-7,76	5,31
20. juli 1994	1	+0,60	5,68
27. juli 1994	2	-3,00	5,22
29. juli 1994	7	-4,70	5,17
4. august 1994	18	-6,65	5,19
5. august 1994	3	-4,75	5,15
8. august 1994	7	-4,175	5,20
15. august 1994	4	-1,25	5,43
19. august 1994	11	-7,18	5,56
25. august 1994	5	-3,30	5,29
30. august 1994	6	-12,305	5,36
2. september 1994	3	-3,485	5,31
5. september 1994	4	-15,852	5,43
7. september 1994	13	-6,925	5,59
9. september 1994	10	-7,580	5,71

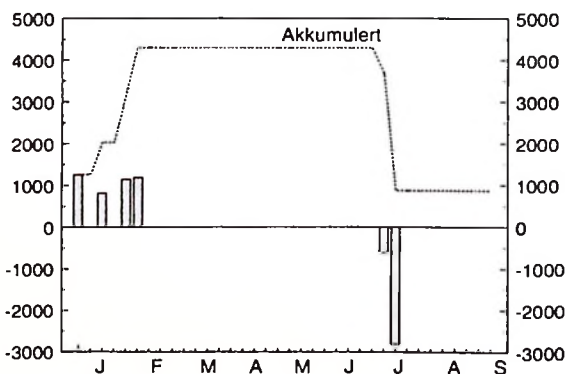
¹⁾ Oversikt over bankane sine lån i Norges Bank over ein lengre tidsperiode finst bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

Figur 2.6. Kronekursen¹⁾ og Noregs Banks intervensjonar. 1. januar 1994 – 8. september 1994.

Kroner pr. ECU



Kjøp (+) og sal (-) av utanlandsk valuta. Millionar kroner. Veketal.



¹⁾ Tabell 39 i tabellvedlegget viser månadlege gjennomsnittstal for kronekursen det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 2.7. Sertifikatmarknaden¹⁾. Bruttoemisjoner av sertifikat etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1992	1993	1993	
			januar-juni	1994
Statssertifikat	53,3	67,9	35,4	15,0
Banksertifikat	113,6	12,6	7,2	9,0
Kreditsertifikat	14,2	11,4	4,5	6,1
Lånesertifikat	27,1	23,2	12,3	19,2
Finanssertifikat	1,3	1,7	0,5	2,6
I alt	209,5	116,8	59,9	52,0

¹⁾ Tabell 19 i tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat lagt ut i Norge fordelt på eigarsektorar. Tabell 20 viser beholdning av sertifikat etter låntakarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

milliardar kroner i emisjoner av lånesertifikat. I tillegg steig emisjoner av finanssertifikat med noko over 2 milliardar, kredittsertifikat med om lag 1,6 milliardar og banksertifikat med ca. 1,8 milliardar kroner. I mai blei det emittert eit nytt tremånaders statssertifikatlån på 3,5 milliardar kroner, og i juni blei eit nytt 12 månaders lån på 5,5 milliardar kroner emittert. I juli blei det emittert eit 9-månaders statssertifikatlån på 8 milliardar kroner, mens eit lån med forfall 20. februar 1995 blei utvida med 7 milliardar kroner i august.

Obligasjonar: Volumet av emitterte ihendehavarobligasjonar blei redusert med om lag 16

Tabell 2.8. Obligasjonsmarknaden¹⁾. Bruttoemisjoner av ihendehavarobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1992	1993	1993	
			januar-juni	1994
Statsforvaltninga	14,0	42,0	22,0	10,0
Statsbankar og statsforetak	9,9	11,1	6,6	3,4
Private bankar og forsikringsselskap	9,7	26,6	15,0	15,0
Kredittforetak	13,8	20,6	10,3	9,6
Private og kommunar	5,8	13,9	7,8	7,4
Utanlandske låntakarar	0,0	0,0	0,0	0,5
I alt	53,3	114,1	61,8	45,9

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

Kjelde: Noregs Bank.

milliardar kroner til ca. 46 milliardar kroner det første halve året i 1994 samanlikna med same periode i 1993. Staten reduserte sitt emisjonsvolum med 12 milliardar kroner, og for forretningsbankane var reduksjonen nesten 2 milliardar kroner. Sparebankane auka sitt emisjonsvolum med 1,8 milliardar kroner. For dei andre låntakarane var det berre mindre endringar.

Det blei ikkje emittert statsobligasjonslån i månadene juni, juli og august. Eit av dei eksisterande låna skulle etter planane ha vore utvida i juli, men utlegginga blei avlyst som følgje av reduksjon i staten sitt finansieringsbehov.

Tabell 2.9. Omsetnad av verdipapir (marknadsverdi, milliardar kroner)

	1992	1993	1993	
			januar-august	1994
Omsetnad på Oslo Børs				
Obligasjonar	501,5	1 583,7	918,5	1 134,7
– statsobligasjonar	167,0	893,6	460,2	833,8
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statsobligasjonar ¹⁾	47,0	32,6	28,5	22,1
Sertifikat	76,9	224,5	156,5	90,3
– statssertifikat	75,8	208,5	145,0	64,4
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statssertifikat ¹⁾	59,6	126,5	90,0	37,9
Aksjar, teikningsrettar og grunnfondsbevis	63,2	125,5	80,4	84,7
Totalomsetnad Oslo Børs ²⁾	641,6	1 933,7	1 155,4	1 309,7

¹⁾ Ikkje medrekna Noregs Banks handel med statsforvaltninga og Folketrygdfondet. Pålydande verdi.

²⁾ Ikkje medrekna opsjonar og futures.

Kjelde: Noregs Bank og Oslo Børs.

Aksjeindeksen. Den 8. juni låg Oslo Børs totalindeks på 614 poeng, dvs. 6,5 prosent lågare enn i midten av mai. Indeksen fortsette å falle utover i månaden til den nådde botnen 21. juni. Då hadde indeksten svekt seg med om lag 7,6 prosent. Frå dette nivået steig indeksten med 6,3 prosent fram til utgangen av juni. Nedgangen i første del av juni blir forklart med frykt for auka inflasjon i USA, noko som førte til auke i dei lange rentene både internasjonalt og i Noreg. Dollaren sin svake stilling i forhold til yen, som har skapt større uvisse i finansmarknadane, kan kanskje også forklare noko av fallet i dei internasjonale aksjekursane.

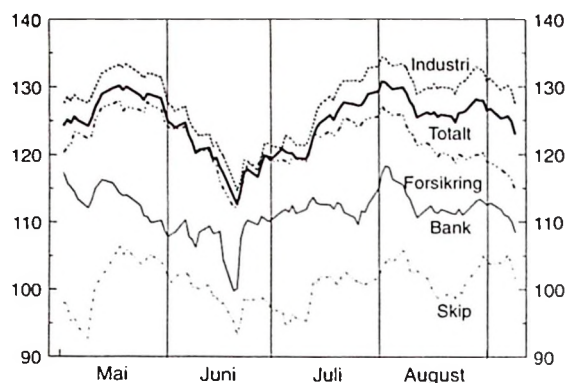
I juli fortsette indeksten å auke, og han stoppa ved utgangen av månaden 7,7 prosent høgare enn ved utgangen av juni. I forhold til dei store internasjonale marknadene var Oslo Børs einaste marknaden der kursane ved utgangen av juli låg høgare enn ved årsskiftet. I den første veka i august steig kursane ytterlegare, men har etter det falle tilbake til om lag det same nivået som ved utgangen av juli. Indeksen stoppa på 620 poeng den 9. september.

Omsetnad av verdipapir. I løpet av dei åtte første månadene i år blei det ved Oslo Børs omsett verdipapir (aksjar, obligasjonar og sertifikat) for ein verdi av 1 310 milliardar kroner. Dette er ein auke på 154 milliardar kroner frå same periode i fjor. Sertifikatomsetnaden fall med 66 milliardar til 90 milliardar kroner, mens omsetnaden av obligasjonar auka med 213 milliardar til 1 135 milliardar. Auken var spesielt sterk i statsobligasjonar (374 milliardar kroner). Handelen i statsobligasjonar utgjorde etter dei åtte første månadene i 1993 50,1 prosent av samla obligasjonshandel. Dei åtte første månadene i år auka andelen til 73,5 prosent.

Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga. Pr. 30.6.94 var gjennomsnittleg rente på utlån (ikkje medrekna nullstilte lån) frå private bankar 8,28 prosent. Dette er 0,47 prosentteiningar lågare enn ved inngangen til kvartalet. Reduksjonen i andre kvartal var om lag i same storleik som i kvartalet før,

Figur 2.7 Aksjemarknaden. Oslo Børs.
Dagstal 1. mai – 9. september
1994. 1993=100



men mykje mindre enn i 1993, då rentene fall med 1–1½ prosentteiningar pr. kvartal.

Innskottsrenta i private bankar blei redusert med 0,16 prosentteiningar til 3,84 prosent frå første til andre kvartal. Dette førte til at rentemarginen blei redusert frå 4,8 til 4,5 prosent. I livsforsikringsselskapa fall gjennomsnittleg utlånsrente med 0,3 prosentteiningar til 6,71 prosent i andre kvartal, mens gjennomsnittleg rente på utlån frå kredittføretak fall med 0,61 prosentteiningar til 8,56 prosent.

Resultata til finansinstitusjonane. Ein sterk reduksjon i tap på utlån og garantiar førte til betring i driftsresultatet etter tap etter første halvår for forretningsbankane samanlikna med same tidspunkt i 1993. Om lag halvdelen av reduksjonen i tapa til forretningsbankane vart forårsaka av tilbakesøringar av tidlegare tapsavsetningar. Dette er etter alt å døme ein eingongseffekt som skuldast rentenedgangen og den generelle betringa i norsk økonomi. I så fall kan ein vente ein auke i tapa til neste år, og kanskje allereie mot slutten av dette året. Driftsresultatet etter tap auka frå 819 mill. kroner eller 0,45 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK) etter første halvår 1993 til om lag 2 800 mill. kroner eller 1,52 prosent av GFK etter første halvår 1994.

I dei 30 største sparebankane fall driftsresultatet etter tap frå 1 823 mill. kroner (1,81 prosent av GFK) etter første halvår 1993 til 1 019 mill. kroner (0,98 prosent av GFK).

Tabell 2.10. Renter på innskott og utlån i norske finansinstitusjonar¹⁾²⁾

	Utgangen av			
	3.kv. 1993	4.kv. 1993	1.kv. 1994	2. kv. 1994 ³⁾
Forretningsbankar				
Bankinnskott i alt	5,06	4,48	4,02	3,90
Utlån i alt ⁴⁾	10,23	9,33	8,83	8,28
Rentemargin	5,17	4,85	4,81	4,38
Sparebankar				
Bankinnskott i alt	4,89	4,38	3,99	3,79
Utlån i alt ⁴⁾	9,86	9,02	8,68	8,28
Rentemargin	4,97	4,64	4,69	4,49
Livsforsikringsselskap				
Utlån i alt	8,40	7,68	7,01	6,71
Kredittforetak				
Utlån i alt	11,07	10,03	9,17	8,56

¹⁾ Tabellen viser vegde gjennomsnittlege rentesatsar for alle utlån og innskott i norske kroner til/frå publikum.

²⁾ I tabell 31 og 32 i tabellvedlegget finst tal for gjennomsnittleg utlånsrente etter ulike typar utlån, og for gjennomsnittleg innskottsrente etter ulike typar innskott i forretnings- og sparebankane. Tabell 33 og 34 viser gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringsselskapa og kredittforetaka splitta på ulike typar utlån. Tabellane har tal for dei siste fem kvartala.

³⁾ Foreløpige tal.

⁴⁾ Ikkje medrekna nullstilte utlån.

Kjelde: Noregs Bank

Den viktigaste årsaken til reduksjonen er dei store kurstapa på verdipapirbeholdningane. Bak dette står igjen ein kraftig auke i obligasjonsrentene. Reduksjonen i tap, som også for sparebankane skuldast tilbakeføringar, motverka berre delvis kurstapa.

Netto renteinntekter har vore om lag uendra i forretningsbankane, medan dei har falle

noko i sparebankane. Utviklinga i rentenettoen blei påverka av eit nokså stort fall i rentemarginen; den var ved utgangen av første halvår i fjor på 5,4 prosenteningar, mot 4,5 prosenteningar 30. juni i år. I tillegg fall grunninnskotta frå Noregs Bank vekk frå og med desember 1993. Når forretningsbankane likevel har nær uendra rentenetto, skuldast dette eit lågare volum av nullstilte lån og ein betra eigenkapitalsituasjon. Dei siste åra har driftskostnadene som prosent av forvaltningskapitalen i forretningsbankane vist ein fallande tendens. Frå første halvår i fjor til første halvår i år auka likevel driftskostnadene med 160 millionar kroner frå 2,30 til 2,37 prosent av GFK. I sparebankane var forholdet nær uendra.

I kredittforetaka fall driftsresultatet etter tap med 225 mill. kroner frå første halvår 1993 til 462 mill. kroner eller 0,83 prosent av GFK etter første halvår 1994. Nedgangen i tapa var stor, men ikkje så stor at det vog opp for ein sterk reduksjon i verdipapirgevinstane. Netto renteinntekter gjekk også noko ned.

Dei 16 største finansieringsselskapa fekk eit driftsresultat etter tap på 373 mill. kroner eller 3,59 prosent av GFK i dei seks første månadene av 1994. På same tidspunkt året før var driftsresultatet etter tap på 2,63 prosent av GFK.

Kapitaldekninga har fortsatt å auke både i forretningsbankane, sparebankane og kredittforetaka.

Tabell 2.11. Hovudtal for resultatata til forretnings- og sparebankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital omrekna til årleg rate¹⁾

	Sparebankar ²⁾			Forretningsbankar		
	1993	2. kv. 1993	2. kv. 1994 ³⁾	1993	2. kv. 1993	2. kv. 1994 ³⁾⁴⁾
Netto rente- og kredittinntekter	4,73	4,54	4,26	3,07	3,03	3,04
Andre driftsinntekter	1,52	1,54	0,13	1,51	1,60	0,92
Andre driftskostnader	3,03	2,98	2,97	2,32	2,30	2,37
Driftsresultat før tap	3,21	3,12	1,44	2,00	2,26	1,66
Tap på utlån og garantiar	1,19	1,31	0,46	1,41	1,81	0,14
Resultat av ordinær drift	2,03	1,81	0,98	0,58	0,45	1,52

¹⁾ Sjå tabellvedlegg, tabell 35–36, for lengre tidsseriar. Tabellane 37 og 38 i tabellvedlegget viser resultatutviklinga for finansieringsselskapa og kredittforetaka.

²⁾ Urval på 24 bankar.

³⁾ Foreløpige tal.

⁴⁾ Ekskl. Oslobanken A/S

Kjelde: Noregs Bank.

Tabell 2.12. Månadlege konjunktural, sesongjustert

	1993	1994							Prosentvis endring			
		4. kv.	1. kv.	2. kv.	mai	juni	juli	aug.	Vekst fra same mnd. året før	Siste 3 mndr. mot foregåande 3 mndr	Hittil i år mot same periode året før	Siste 3 mndr ut året ¹⁾
Noregs Banks varekonsumindikator	100,0	103,6	104,8	106,8	107,5	109,6	106,8	...	3,6	2,9	7,3	6,2
Sal av nye bilar	5 332	5 713	6 715	8 010	7 765	8 288	8 095	...	35,5	10,9	46,2	44,6
Bygg igangsett totalt	4 129,1	1 269,9	1 086,5	1 187,0	392,9	401,0	547,8	...	73,9	20,6	33,9	22,5
Bustader, kvm.	2 150,4	664,8	616,1	670,4	228,3	212,8	247,0	...	38,2	12,1	40,2	24,6
Andre bygg, kvm.	1 978,7	584,6	481,1	526,9	158,0	179,0	309,9	...	136,4	24,2	27,0	21,1
Industriproduksjon	102,0	103,7	103,2	111,9	109,3	110,8	106,1	...	6,6	3,0	6,1	5,8
Import trad.varer	158 762	40 428	43 962	44 277	14 837	14 907	16 081	...	13,2	3,0	15,9	13,8
Eksport trad. varer	112 464	28 939	29 825	29 368	10 102	10 018	11 039	...	14,1	6,1	9,9	8,6
Eksport olje og gass	104 069	26 956	25 177	26 887	9 076	9 671	9 889	...	10,3	14,0	0,6	5,4
Registrerte ledige	118 172	114 377	114 345	111 579	110 863	115 347	117 417	109 006	-7,6	2,3	-5,4	-4,1
Sum ledige og tiltak	190 131	189 648	185 443	186 569	186 792	189 568	187 688	182 816	-4,8	0,6	-2,3	-2,1
Tilg. ledige plassar	22 159	22 070	21 166	25 829	21 495	24 997	25 415	26 187	15,3	6,1	7,8	10,8
Konsumprisindeksen	250,3	251,6	251,8	252,5	252,4	253,2	254,1	...	1,4	0,5	1,1	1,0

¹⁾ Når tal for desember ligg føre, gjeld anslaget neste år.

Tabell 2.13. Kvartalsvise konjunktural, sesongjustert

	1993							Prosentvis endring				
	1992	1993	3.kv.	4.kv.	1.kv.	2.kv.	Vekst fra same kv. året før	Siste to kv. mot foregåande to	Hittil i år mot same periode året før	Årsanslag		
										Siste kv. ut året ¹⁾	Siste to kv. ut året ¹⁾	
Sysselsette personar AKU	2 002	2 005	2 008	2 013	2 017	2 030	1,4	0,6	1,3	1,1	0,9	
Arbeidsstyrken AKU	2 128	2 132	2 138	2 134	2 131	2 155	1,1	0,3	0,8	0,8	0,5	
Arbeidsledige AKU	126	127	130	121	115	125	-4,6	-4,4	-7,0	-3,6	-5,7	
Utførde timeverk AKU	1 665	1 677	1 668	1 667	1 711	1 714	1,4	2,7	1,6	2,2	2,1	
Eksportprisar trad. varer	93,3	93,2	92,4	90,9	92,6	93,0	-1,7	1,2	-2,0	-0,3	-0,4	
Eksportvolum trad. varer	125,9	131,3	133,3	138,9	139,3	138,6	6,5	2,1	10,7	5,7	5,8	
Importprisar trad. varer	102,6	104,0	104,0	104,7	104,7	104,4	0,9	0,2	0,9	0,4	0,5	
Importvolum trad. varer	110,7	111,5	116,2	114,6	122,5	122,1	15,2	6,0	14,5	9,6	9,7	
Industriinvesteringar	194,1	178,5	191,9	178,4	154,7	-	-4,6	-10,2	-4,6	-13,4	-8,4	
Eksportordretilgang industri ²⁾	303,5	336,3	347,7	395,1	385,9	358,1	24,0	0,2	23,6	8,5	10,6	
Innanlandsk ordretilgang industri ²⁾	164,8	156,6	150,0	156,8	174,1	149,9	-6,3	5,6	1,9	-0,4	3,4	
Ordretilgang bygg og anlegg	85,0	85,3	88,4	90,9	86,1	-	8,6	3,1	8,6	1,0	3,1	
Timeløn industriarbeidarar ³⁾	99,88	102,54	102,68	103,53	103,92	-	3,0	0,8	3,0	1,3	1,2	

¹⁾ Når tal for 4. kvartal ligg føre, gjeld anslaget neste år.

²⁾ For metall og verkstadprodukt ekskl. transportmiddel og boreriggjar

³⁾ Ukorrigert

50 år med IMF¹

Enok Olsen, spesialrådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank

Det internasjonale valutafondet (IMF) ble opprettet i 1944 med sikte på å etablere en mer stabil og vekstfremmende økonomisk verdensorden gjennom et nærmere økonomisk samarbeid mellom medlemslandene. Man ville unngå de negative erfaringene fra mellomkrigsårene, da landene førte en innadventt politikk med en ustabil og svak økonomisk utvikling som resultat.

IMF er i dag en verdensomspennende samarbeidsorganisasjon. Overvåking av medlemslandenes økonomiske politikk utgjør en av organisasjonens hovedoppgaver. IMF skal påse at medlemslandene fører en økonomisk politikk som legger grunnlag for økonomisk vekst med prisstabilitet og som fører til en bærekraftig betalingsbalansesituasjon. I tillegg skal IMF påse at det internasjonale perspektivet tas vare på i den økonomiske politikken i hovedlandene.

En annen av hovedoppgavene for IMF er å stille finansielle ressurser til disposisjon for medlemsland som har betalingsbalanseproblemer. Lån fra institusjonen skjer under forutsetning av at en nødvendig omlegging av den økonomiske politikken finner sted i det aktuelle land. Långivingen har som formål å lette medlemslandenes arbeid med å løse sine betalingsproblemer.

En tredje hovedoppgave er å yte teknisk assistanse til oppbygging av et institusjonelt apparat som bedrer landenes grunnlag for å gjennomføre den økonomiske politikken på en tilfredsstillende måte.

Valutafondet har over årene vist stor tilpasningsevne i utformingen av sin politikk overfor medlemslandene i forbindelse med store spenningssituasjoner som har oppstått i verdensøkonomien (fastkurssamarbeidets sammenbrudd, oljekrisen etc) og på mer løpende basis til skiftende omstendigheter internasjonalt. Den økonomiske overvåkingspolitikken har skiftet karakter, og institusjonens utlånspolitikk er endret over tid. IMF's erfaringer tyder på at en økonomisk politikk som tar i bruk et bredt virkemiddelsett og som er tillitsskapende overfor markedsaktørene, gir de beste resultatene.

I lys av at femti år er gått siden IMF ble opprettet, er en debatt om behovet for reform av institusjonen nylig igangsatt. Det råder ulike oppfatninger. Noen mener at reformer er på høy tid i lys av de mange strukturelle endringer som har funnet sted i verdensøkonomien. Andre mener at det ikke foreligger noe slikt behov i lys av den evne IMF har vist, innenfor de gjeldende statutter, til å tilpasse sin politikk overfor nye endrede omgivelser.

Generelt om IMF's rolle

Det internasjonale valutafondet ble opprettet som et resultat av konferansen i Bretton Woods i USA i juli 1944. Norge ble et av de opprinnelige medlemmer ved undertegningen av statuttene (Articles of Agreement) i desember 1945. IMF (og IBRD²) ble opprettet med sikte på å etablere en mer stabil og vekstfremmende økonomisk verdensorden. Man ville unngå de negative erfaringene fra 1920- og 30-tallet, år preget av mangel på internasjonalt samarbeid om økonomiske spørsmål. Landene førte en utpreget innadventt økono-

misk politikk ved å velte sine egne problemer over på andre land gjennom konkurrerende devalueringer og proteksjonistisk handelspolitikk. Dette fikk alvorlige negative konsekvenser for handel og sysselsetting og medførte også en lite effektiv bruk av ressursene på globalt nivå. Mellomkrigstiden var preget av en svak og svært ustabil økonomisk utvikling.

IMF ble etablert som en multilateral kooperativ institusjon som i henhold til sine statutter har som formål å fremme internasjonalt samarbeide for å unngå at mellomkrigstidens problemer skulle gjenoppstå. Samarbeidet skal fokuseres om internasjonale monetære spørsmål med sikte på å oppnå stabile valutaforhold. IMF skal videre medvirke til å fremme internasjonal handel og effektiv ressursutnyt-

¹ IMF - International Monetary Fund. På norsk benyttes betegnelsen Det internasjonale valutafondet, men også Det internasjonale pengefondet.

² International Bank for Reconstruction and Development. Den norske betegnelsen er Verdensbanken.

telse gjennom handelsliberalisering. Gjennom midlertidig finansiering av betalingsbalanseproblemer kan IMF, under betryggende sikkerhet for sine midler, assistere medlemslandene med å korrigere feiltilpasninger slik at de ikke griper til tiltak som virker ødeleggende på egen og andre lands økonomier.

IMFs medlemsmasse utgjør i dag 179 land, eller praktisk talt alle land i verden. Den siste bølge av nye medlemsland kom på begynnelsen av 1990-tallet, da de nye land som oppstod etter sammenbruddet av det tidligere Sovjetunionen meldte seg inn. Ved medlemsinngåelse innbetaler landet en medlemskapsavgift som utgjør en andel av landets «kvote» i IMF. Kvoten reflekterer landenes økonomiske betydning i verdensøkonomien målt ved deres andel av brutto nasjonalprodukt, utenrikshandel og valutareserver, og bestemmer det enkelte lands innflytelse i IMF. Norges kvote utgjør 0.76 prosent av de samlede kvoter. Når kvotene reflekterer økonomisk styrke og innflytelse, sikres at organisasjonen blir effektiv og beslutningsdyktig. Kvotene bestemmer et lands rettigheter i IMF, dvs. lånemuligheter i organisasjonen, samtidig som de fastlegger rammen for de forpliktelser som medlemslandene har til å stille midler til disposisjon gjennom IMF for land som foretar opplåning i organisasjonen.

I praksis foregår innbetalingen av kvoten ved at medlemslandenes sentralbanker foretar innbetaling gjennom omplassering av deler av valutareservene. Ved utlån fra IMF til debitorland, sitter IMF med lånerisikoen. Kreditor-sentralbankene får en fordring på IMF som gir markedsmessig avkastning (SDR-rente³).

Låntakerne i IMF består for tiden av utviklingsland og tidligere sentraldirigerte land. Kreditorinnsatsen kommer i første rekke fra land som har sterk utenriksøkonomi, med særlig vekt på solide valutareserver. Norge er ett av disse landene.

Det eksisterer en oppgavefordeling mellom IMF og IBRD. I samsvar med en avtale mellom de to Bretton Woods-institusjonene, har IMF hovedansvar for å gi medlemslandene råd i utformingen av makroøkonomisk politikk, det vil si penge- og finanspolitikken og i

³ SDR - Special Drawing Rights. SDR er et veid gjennomsnitt av G5-valutaene: amerikanske dollar, tyske mark, japanske yen, franske franc og britiske pund.

valg av strukturvirkemidler som har vesentlig innvirkning på makrostørrelser som vekst, sysselsetting, inflasjon og utenriksøkonomi (valutakurspolitikk etc). Strukturpolitikkenes utforming på mikro- og sektorplanet er derimot virkefeltet til IBRD. IMF utgjør således den makroøkonomiske pilar i det multilaterale samarbeidet.

IMFs hovedoppgave kan deles i tre hovedområder: økonomisk overvåking, betalingsbalanseassistanse, og teknisk assistanse.

IMF overvåker medlemslandenes politikk. Overvåkingen av medlemslandenes økonomiske politikk («surveillance») utgjør IMF's kjernecoppgave. IMF skal i henhold til sine statutter overvåke medlemslandenes økonomiske politikk med sikte på å analysere om de fører en politikk som legger grunnlag for økonomisk vekst med prisstabilitet og en bærekraftig betalingssituasjon, samt påse at den makroøkonomiske politikken i hovedlandene er forenlig med hverandre. I og med at IMF er tillagt ansvaret for overvåking av det internasjonale monetære system⁴, er landenes valutakurspolitikk i denne sammenheng spesielt viktig. En valutakurspolitikk som forhindrer en effektiv betalingsbalansetilpasning eller som gir et land en uberettiget konkurransefordel, anses som meget uheldig.

IMF forsøker å løse denne oppgaven ved å foreta grundige og regelmessige analyser av økonomiske og finansielle spørsmål i alle medlemslandene individuelt (bilateral overvåking) og for verdensøkonomien som helhet (multilateral overvåking). For alle medlemsland utarbeider IMF årlige rapporter om økonomien, som deretter er gjenstand for grundig diskusjon i IMF's styre. Gjennomgangen av verdensøkonomien skjer på halvårlig basis (World Economic Outlook - WEO). Valutafondet kan i tillegg, utenom de regulære konsultasjoner, ha supplerende eksaminasjoner av et lands økonomi dersom de underliggende forhold i økonomien tilsier dette. Denne adgangen er blitt lite benyttet.

IMF gir betalingsbalanselån. Alle land som har betalingsbalanseproblemer, kan anmode

⁴ Med det «internasjonale monetære system» menes her de institusjoner og politikkelementer som påvirker handel og kapitalstrømmer over landegrensene, særlig de som har betydning for vekselskursene mellom forskjellige valutaer.

IMF om å få lån. Når IMF stiller sine finansielle ressurser til disposisjon for medlemmene, skjer dette vanligvis på grunnlag av et tilpassningsprogram – «IMF-program» – som har et kortsiktig eller mellomlangsigte tidsperspektiv der det avtales visse betingelser som landet må oppfylle. Disse betingelsene omtales som kondisjonalitet: for land i betalingsbalanseproblemer innebærer dette krav til en nødvendig tilstrømning av den økonomiske politikk (finanspolitikk og/eller pengepolitikk), samt gjennomføring av strukturelle reformer, herunder mer markedsorienterte priser for å få økonomien til å fungere bedre. Kondisjonaliteten representerer i denne sammenheng en form for «betryggende sikkerhet» for de utlånte midler. Betingelsene har som formål å sikre at midlene blir brukt effektivt. Derved sikrer en seg også at bruken blir midlertidig, det vil si at landet vender tilbake til en situasjon der et eventuelt driftsbalanseunderskudd lar seg finansiere med kapitalinngang på varig basis – på vanlige markedsmessige vilkår. Kondisjonaliteten skal videre virke tillitsskapende og dermed også sikre finansieringstilgang fra andre kreditorer til medlemslandet.

Et IMF-program er medlemslandets eget, men kravene til kondisjonalitet er satt av det internasjonale samfunn for at det, gjennom IMF, skal være villig til å stille midler til rådighet. Programmets utforming og betingelsene vil være avhengig av ubalansens årsak, omfang og karakter. Hvilket trinn i tilpassningsprosessen landet befinner seg i spiller også inn. Kondisjonaliteten tilpasses i noen grad også landenes institusjonelle rammer. Jo mer omfattende problemene er, desto sterkere dosering av økonomiske politikktiltak kan en vente at IMF vil kreve. Jo sterkere strukturelt innslag problemene har, desto sterkere vekt blir lagt på utforming av strukturtiltak som har en sterk makroøkonomisk effekt. Jo mer problemene skyldes store statlige budsjettunderskudd, jo sterkere tilpassning av finanspolitikken må til. Under programperioden foretas delanalyser av oppfølgingen av programmet. Utbetalingene av lånet skjer porsjonsvis i takt med gjennomføringen av tilpassningstiltakene. Manglende oppfyllelse av gjennomføringskriteriene vil således kunne medføre stans i utbetalingene.

Når et land går inn i et IMF-program, fun-

gerer IMF's «godkjennelsesstempel» som en katalysator for å tiltrekke finansiering fra andre kreditorer (IMF's «katalysator»-rolle).

For mange utviklingsland utarbeides det en analyse av landet selv sammen med IMF og IBRD («policy framework paper») før finansiering fra IMF godkjennes. I dette papiret går en gjennom landets hovedproblemer og skisserer hvordan disse i hovedtrekk bør løses.

Det er i denne sammenheng viktig å understreke at IMF er en monetær institusjon. IMF mottar som nevnt sine midler fra sentralbanker gjennom omplassering av valutaeserver. Under den kondisjonalitet som er nevnt foran, kan IMF yte betalingsbalanselån på kort og mellomlang sikt. IMF-systemet forutsetter at utlånsmidlene senere skal tilbakebetales til organisasjonen innenfor en rimelig tidshorisont for derved å kunne gi grunnlag for nye utlån til andre land som kommer i betalingsbalanseproblemer («revolving character of Fund resources»). IMF har således ingen finansielle ressurser til å påta seg rollen som en langsiktig utviklingsorganisasjon. IMF's rolle er å bidra til å legge grunnlaget for en selvgenererende vekst i medlemslandene. Dette søkes oppnådd gjennom den årlige gjennomgangen av økonomiene og gjennom programarbeidet.

Teknisk assistanse. Teknisk assistanse til oppbygging av et institusjonelt apparat som bedrer landenes grunnlag for å gjennomføre den økonomiske politikken på en tilfredsstillende måte, er i de senere år blitt en oppprioritert oppgave. Assistanse er i første rekke rettet mot å lette omstillingsprosessen i både utviklingslandene og i de tidligere planøkonomiene. Mange land må bygge opp sine institusjoner fra bunnen av. Kompetanseoppbygging innen det offentlige byråkrati er i denne sammenheng viktig. Denne tekniske assistanse (eller «konsulenthjelp») til medlemslandene skjer på nøkkelområder som vedrører både offentlige finanser, statistikk og på ulike deler av sentralbankområdet, som for eksempel etablering av egen valuta, oppbygging av pengemarkeder og instrumenter, banktilsyn, samt også hvordan en bør drive økonomisk analyse.

Også enkelte industriland mottar teknisk assistanse, selv om denne er av en annen

karakter og er på et annet nivå. For disse land fungerer IMF mer som en «intellektuell sparingspartner».

Omlegging av Valutafondets politikk over årene

Overvåkingspolitikken

Under det internasjonale fastkurssystemet («*Bretton Woods-systemet*») ble IMF i praksis godkjent av alle som den sentrale institusjon for valutakurssystemet. Siktemålet var faste, men justerbare valutakurser. IMF skulle godkjenne eventuelle valutakursendringer (revalueringer og devalueringer). Det skulle ikke være så lett å foreta valutakursendringer som i mellomkrigstiden. Landene skulle holde en fast kurs i forhold til dollar, som igjen var knyttet til gull. Justeringer av valutakursen skulle kun godkjennes dersom medlemslandet hadde et «fundamentalt» ulikevektsproblem i betalingsbalansen. Landene ble i denne perioden oppmuntret til å fjerne restriksjoner på løpende betalinger, driftsbalanse og relaterte betalinger («driftsbalanse-konvertibilitet»), og beholde kapitalrestriksjoner for å begrense destabiliserende kapitalbevegelser. *Bretton Woods-systemet* brøt imidlertid sammen i begynnelsen av 1970-årene, etter knappe 30 år i virksomhet, som følge av at de toneangivende medlemslandene førte en ulik økonomisk politikk. Et viktig forhold var at ankerlandet for fastkurssystemet, USA, fikk økte betalingsunderskudd og inflasjonspress som følge av Vietnam-krigen. Det monetære systemet med tilhørende liberalisering var også offer for sin egen suksess. Den økte kapitalmobilitet som systemet bidro til, gjorde det vanskeligere å opprettholde et fastkurssystem. Det medførte negativ prestisje å foreta selv nødvendige valutakursdevalueringer under dette systemet, noe som gjorde at det ble for få slike kurstillpasninger, det vil si det stikk motsatte av det som skjedde på 1930-tallet.

Det internasjonale fastkurssystemet ble i 1973 i realiteten erstattet av et globalt flytekurssystem, som i 1978 ble kodifisert i form av en endring i IMF's statutter. Medlemslandene kunne deretter formelt sett fritt velge sitt valutakurssystem, dog innenfor de rammer som statuttene gav, herunder ikke-mani-

pulering av kursene og ikke-diskriminering overfor andre valutaer. Før statuttendringen i 1978 skulle Valutafondet kun gjennomgå den økonomiske politikken i land som hadde restriksjoner på løpende betalinger. USA ble likevel grundig behandlet i lys av landets størrelse og dets sentrale stilling i valutasystemet. Etter statuttendringene skulle landene derimot underlegges en generell overvåking fra IMF's side både med hensyn til den økonomiske politikken som landet gjennomfører, og valutakurspolitikken spesielt. Overvåkingen fikk således en mer generell utforming enn tidligere, der det ble lagt stor vekt på at medlemslandene ikke sikret seg uberettigede konkurransefordeler gjennom forsterkede handelsrestriksjoner eller stadige kjøp/salg av valuta (intervensjoner) i valutamarkedet i en retning.

Det internasjonale monetære system har de siste 20 år utviklet seg henimot et valutasytem som er blitt mindre dollaravhengig. På global basis kan man nå snakke om et fler-valutasystem som er dominert av USD, tyske mark og japanske yen (et «tre-polarsystem»).

I 1969 introduserte IMF et nytt internasjonalt reserveobjekt, *SDR*, som skulle tilføre internasjonal likviditet dersom det oppstod en global likviditetsmangel. For dette formål ble IMF's statutter endret i 1969. Mange fryktet på den tiden at det kunne oppstå likviditetsknapphet. Reservetilførsel gjennom gull og dollar gjennom vedvarende underskudd i den amerikanske betalingsbalansen ble ansett å være en for usikker reservetilgang. En jevn likviditetstilgang ble ansett påkrevet for å sikre god og jevn vekst i verdenshandelen. En for sterk reservetilgang ville på den annen side bidra til å forsterke inflasjonen. Reservetilgangen burde således i sterkere grad komme under sentral styring. *SDR* skulle bli «the principal reserve asset» i det internasjonale monetære system.

SDR har imidlertid ikke fått den sentrale rollen som den var tiltenkt. I stedet for dollarknapphet oppstod i 1970-årene en situasjon med dollarrikelighet. Etter hvert som de internasjonale kapitalmarkeder ble kraftig utviklet, ble interessen og behovet for *SDR* gradvis svekket. Tilgang på internasjonal likviditet er i dag i første rekke avhengig av et lands kredittverdighet og dermed dets tilgang til kapitalmarkedene. Interessen for *SDR* knytter seg

for tiden i første rekke til det å tilføre likviditet dersom det skulle oppstå en systemrisiko gjennom finansielt sammenbrudd, samt hvordan SDR kan benyttes til å lette den knappe reservetilgangen til mange utviklingsland, og ikke minst til tidligere sentraldirigerte land.

Utlånspolitikken og kondisjonalitet

De store utfordringene. Første runde av tilpasninger av IMF's utlånspolitikk kom i forbindelse med *oljeprisøkningene i 1973/74 og 1979*. Denne krisen ble i første omgang møtt med etableringen av en ny låneordning («oljefasilitet») for å unngå at oljeimport-landene samtidig innførte en uønsket kontraktiv økonomisk politikk. Det enkelte lands lånetilgang var avhengig av de økte oljeimportkostnader som landet ble påført av oljekrisen. For øvrig var det knyttet få betingelser til lån under denne ordningen. Tilpasningstiltakene skulle fordeles over tid. Den andre oljeprisøkningen ble derimot møtt med en utvidelse av lånerammene for IMF's mer ordinære fasiliteter ut fra samme behov, men med noe sterkere vekt på intern økonomisk tilpasning.

Tidlig på 1980-tallet kom en annen utfordring med den internasjonale *gjeldskrisen*. (Starten på denne fastsettes vanligvis til august 1982 da Mexico innstilte sine betalinger). Kapitaltilgangen fra private kilder til utviklingsland truet med å stanse helt opp. På grunn av den store eksponeringen som private og offentlige långivere hadde overfor disse landene, utgjorde situasjonen en trussel mot det internasjonale banksystemet, noe som i sin tur kunne få uheldige konsekvenser for det internasjonale monetære systemet. Det ble da utformet en strategi som i hovedtrekkene var basert på at problemene var forskjellige i de ulike land og således nødvendiggjorde en land-for-land tilnærming. Strategien var basert på at debitorlandene forpliktet seg til å gjennomføre gode økonomiske tilpasningsprogram slik at långiverne fikk tiltro til at midlene senere ble tilbakebetalt. Industri-landene skulle på sin side lette tilpasningsbestrebelsene gjennom gunstige internasjonale rammebetingelser (for eksempel god økonomisk vekst). Debitorlandenes tilpasningsanstrengelser skulle understøttes av rimelig tilgang på finansielle midler, herunder fra IMF

og IBRD. Långiverne skulle på sin side ikke gripe til en plutselig stans av sin långivning, men snarere dempe sin långivning og gi gjeldsettergivelser til land som var villige til å føre en sunnere økonomisk politikk.

En tredje runde med utfordringer som IMF ble stilt overfor, og som organisasjonen fortsatt møter, er *integreringen av de tidligere planøkonomier (transformasjonsøkonomier) i verdensøkonomien* etter sammenbruddet i de sentraldirigerte land. Oppgaven var særlig utfordrende i den forstand at det på forhånd ikke fantes noen utprøvd oppskrift på hvordan disse økonomiene burde opptre for å lykkes med en effektiv omstilling til markedsøkonomi. Til dette kommer at reformene skulle gjennomføres samtidig i land som tidligere hadde hatt en meget tett økonomisk integrasjon, men der det innbyrdes handelssamkvem i stor grad var stoppet opp. Etablering av markeder og privat virksomhet, eliminering av omfattende makroøkonomiske og strukturelle ubalanser og etablering av et fungerende penge- og valutasystem, herunder et bank- og kredittsystem, var sentrale oppgaver for IMF. Valutafondet har hatt positive erfaringer med dette opplegget i de landene som startet tidlig med reformene – for eksempel Polen. Erfaringene viser likevel at transformasjonsprosessen tar atskillig lengre tid enn opprinnelig forutsatt, og behovet for økonomisk og finansiell assistanse er stort. IMF har imidlertid vist innovasjonsevne på dette området både med hensyn til utvidelse av teknisk assistanse, makroøkonomisk rådgivning og i etablering av låneordninger tilpasset disse landenes spesielle problemer og behov.

En viktig endring siden etableringen av IMF er at institusjonens finansieringsassistanse nå er konsentrert om utviklingsland og tidligere planøkonomier. Ingen industriland har lånt i IMF siden 1977. Dette har dels sammenheng med overgangen til flytekurssystem, men viktigere er mulighetene for tilgang på betalingsbalansefinansiering fra det internasjonale kapitalmarked.

Et annet trekk som dokumenterer at IMF har vist tilpasningsevne, er etableringen av nye utlånsordninger som er skreddersydd utviklingslandenes og transformasjonsøkonomienes utpregede strukturelle problemer. IMF har blant annet etablert en spesiell utlånsord-

ning for fattige land der långivningen skjer på konsesjonelle vilkår, det vil si til renter som ligger langt under vanlige markedsvilkår. Rentesubsidieringen er finansiert av ulike lands u-hjelpsmidler.

De løpende endringene i IMF-programmer. I løpet av 1980-årene har det skjedd en betydelig endring i vektleggingen av de betingelser som stilles i et IMF-program. Mens hovedvekten i et typisk program for 10-15 år siden ble lagt på *etterspørselsregulerende tiltak* (penge- og finanspolitikken), legges i dag også stor vekt på *strukturiltak* som bidrar til at de tilgjengelige ressurser anvendes mest mulig effektivt og dermed øker vekstpotensialet. Nyorienteringen av politikken hadde dels sammenheng med at problemene etter hvert fikk et sterkere strukturelt innslag, og dels i endring av synet på utformingen av makroøkonomiske stabiliseringstiltak (tiltak som virker inn på vekst, sysselsetting, utenriksøkonomi samt kostnader og inflasjon). Nødvendige etterspørselsregulerende tiltak burde suppleres med strukturiltak (blant annet å fjerne prisreguleringer og subsidier slik at produsentene stimuleres til å produsere mer) for å få en bedre effekt og bedre grunnlaget for ny vekst.

Mange utviklingsland har hatt store under-skudd i både offentlige finanser og utenriksøkonomi. Til dette kommer høy inflasjon og til dels overvurderte valutaer (landets varer blir for dyre å selge i utlandet) og ikke minst store strukturelle stivheter i økonomien. På grunn av problemenes omfattende og dype karakter og at landene ventet lenge før de kom til IMF, slik at problemene forsterket seg, har det tatt lengre tid enn ventet å løse disse landenes underliggende problemer. IMF har således også måttet *forlenge utlånsperioden* ved å rullere IMF-programmene i noen grad, dvs. at avsluttede program er avløst av ett eller flere nye programmer. I noen tilfeller har det oppstått restanser i betalingene til IMF. Organisasjonen har etter hvert formulert en strategi som har vist seg å være effektiv for å møte slike problemer.

Over de seneste år har IMF videre kommet til den erkjennelse at det er av betydning for gjennomføringen av tilpasningstiltak at disse suppleres med utarbeidelse av et *målrettet*

sosialt sikkerhetsnett som bidrar til å skjerme utsatte grupper. Hvor langt en kan gå i retning av å bringe inn denne sosiale dimensjon, avhenger dog av de realøkonomiske rammer som økonomien setter og av de enkelte myndigheters egne prioriteringer. IMF legger selv stor vekt på å skjerme utgifter til helse og utdanning. Analyser som staben har gjennomført, viser at en gjennomgående har greid å skjerme disse sektorene fra innstramming. Det samme gjelder offentlige utgifter til investering.

IMF er, som allerede nevnt, i første rekke opptatt av den makroøkonomiske utforming av et program. Det er for eksempel opp til de enkelte lands myndigheter å avgjøre sammensetningen av de offentlige utgifter og inntekter, og i denne sammenheng om innstramminger over offentlige budsjetter skal skje ved en økning av skattenivået eller ved kutt i det offentlige utgiftsnivå.

Hvilken økonomisk politikk virker

IMF har gradvis skaffet seg betydelig erfaring og innsikt i hva slags økonomisk politikk som virker for å oppnå endelige økonomiske mål, og hvilken som ikke virker. Erfaringene er høstet fra svært mange land over lang tid. Landene i ulike verdensdeler har ulik økonomisk historie, ulik struktur og til dels ulikt samfunnssystem. Landene har til dels ført en ulik økonomisk politikk som gjør at det blir mulig å sammenligne de oppnådde resultater.

IMF er kommet til at uansett landenes bakgrunn viser det seg at en politikk som over tid har følgende hovedelementer, gir de beste resultatene: Den må for det første bestå av en balansert finanspolitikk. Det innebærer vanligvis en tilstramming ettersom svært mange land sliter med store statlige budsjettunderskudd. En sunn finanspolitikk er viktig for å holde sparingen oppe i samfunnet og dermed styrke den langsiktige vekstevnen. En balansert finanspolitikk må videre følges opp av en pengepolitikk (pengetilførsel og rentepolitikk) som er rettet mot å bekjempe inflasjonen, styrke sparingen og å tiltrekke investeringer og annen privat kapital fra utlandet. Slike tiltak vil også bedre utenriksøkonomien og avhjelpe gjeldsproblemene i de land som sliter med slike problemer.

Politikken bør videre suppleres med et liberalt handels- og valutaregime som gir åpenhet i handel og investeringer, for å sikre fordelene ved full deltakelse i verdensøkonomien (det vil si uten restriksjoner på handel og kapitalbevegelser). Slike tiltak vil bidra til ønsket effektivisering for å møte den økte internasjonale konkurransen som landene blir utsatt for. Strukturtiltak som gir forutsigbare rammebetingelser for privat næringsliv, effektiv konkurranse og markedsbaserte priser står sentralt. Samtidig bør det åpnes for offentlig aktivitet med sikte på investeringer i infrastruktur, menneskelig kapital og beskyttelse av miljø, samt i den senere tid et målrettet sosialt sikkerhetsnett.

IMF praktiserer således et opplegg som angriper problemene over et bredt virkemiddelspektrum. Mange land, også i Afrika, kan etter hvert vise til klare forbedringer av vekst, sysselsetting, inflasjon og betalingsbalanse som følge av en omlegging av politikken i denne retning. I flere tilfeller har det imidlertid vært vanskelig å fastholde et slikt opplegg over en lengre periode. Da blir resultatet også svakere. Det eksisterer for tiden bred enighet om at det er viktig å holde politikken fast. Denne økte erkjennelsen, herunder i utviklingsland, om hvilken politikkutforming som virker best over tid, er av enkelte blitt karakterisert som «den stille revolusjon».

Ovennevnte opplegg har videre vist seg å gi svært gode resultater i den forstand at det er tillitsskapende. Tendenser i enkelte utviklingsland til kapitalflukt svekkes og erstattes i flere land med kapitalinngang. Erfaringene i flere land i Latin-Amerika peker klart i denne retning. For Afrika er det tegn til at en slik tillitsskapende politikk gjennomgående bidrar til økte bistandsoverføringer. I noen få tilfeller har land med problemer fått økt bistand fra industriland av humanitære og andre grunner, selv om en nødvendig omlegging av politikken uteblir. I disse tilfellene har de økonomiske fremskrittene vært heller svake.

Erfaringene tyder på at ovennevnte rammer for politikkutforming generelt sett virker. I Afrika og i noen grad i de tidligere planøkonomiene har det likevel vist seg at det, i lys av problemenes omfang og natur, er nødvendig å legge an en noe lengre tidshorisont for tilpassningen enn den vanlige og kombinere den

med et sterkere innslag av teknisk assistanse der oppbygging av institusjoner står sentralt.

Behovet for reform av IMF

En debatt både i og utenfor IMF om behovet for reform av institusjonen, eller i det minste forbedringer av IMF's funksjonering er igangsatt. Det råder ulike oppfatninger. Enkelte mener at det foreligger behov for en reform. De viser til de mange grunnleggende endringer som har skjedd i den globale økonomi over de seneste 50 år. Noen hevder videre at det ikke lenger er mulig å skille IMF's monetære oppgaver fra Verdensbankens utviklingsoppgaver. Institusjonene bør således slås sammen til en institusjon. Problemene på det monetære og det utviklingsmessige området er så sammenfiltret i hverandre at det er umulig å skille dem fra hverandre. Problemene har fått et sterkt strukturelt preg og krever løsning over en lang tidsperiode samtidig som utviklingslandenes betydning i verdensøkonomien har økt sterkt i omfang. Særlig vanskelig å skille organisasjonene fra hverandre har det blitt etter at transformasjonsøkonomiene er blitt medlem av organisasjonen.

Andre legger stor vekt på at IMF's monetære rolle bør bevares og at flere av oppgavene i utviklingslandene og i transformasjonsøkonomiene overføres til Verdensbanken. IMF bør konsentrere sin virksomhet til overvåking av det internasjonale monetære system og landenes økonomiske politikk, slik at monetære problemer lettere kan unngås i utviklede land. IMF bør videre stanse sin långivning overfor planøkonomiene og utviklingslandene og kun konsentrere seg om den makroøkonomiske rådgivning til disse. Systemet trenger ingen grunnleggende reform i statuttene, men vektlegging av politikken må endres. Hovedinnsatsen må settes inn på å unngå ustabile valutakurser. Særlig viktig er det å fjerne tendensen til valutakurser som i en lengre periode ikke svarer til de underliggende realøkonomiske forhold («misalignments»), noe som kan gi grunnlag for feilinvesteringer og dermed redusert økonomisk vekst. For å oppnå et mer stabilt kurssystem, må IMF legge enda sterkere vekt enn i dag på overvåkingen av spesielt de store landenes økonomi, slik at en får en sterkere og bedre koordinering av disse

landenes økonomiske politikk og at de blir bedre avstemt mot hverandre innbyrdes. De toneangivende landenes politikk har stor virkning for andre land. Dette reformsyn har i særlig grad kommet til uttrykk i den rapport som den private gruppen som kalte seg Bretton Woods-kommisjonen nylig fremla i anledning av 50-årsjubileet for etablering av Bretton Woods-institusjonene.

Et tredje syn er at det ikke er behov for noen reform og at IMF i stor grad bør videreføre den fleksible innretningen på sin politikk. Representanter for dette synet mener at IMF gjør de riktige tingene i den aktuelle situasjon. Det er snarere mer behov for det samme enn det motsatte. Spesielt bør det legges vekt på den tillitsskapende betydning som IMF's politikk har, og derigjennom også dens katalytiske effekt. Det innebærer at IMF bør videreføre en løpende tilpasning av politikken til skiftende ytre omstendigheter. De to reformer av statuttene som har skjedd (1969 og 1978), og de løpende tilpasninger, har i stor grad vært markedsdrevet. Dette at det internasjonale monetære systemet på en smidig måte har tilpasset seg og funksjonert bra gjennom ulike spennings situasjoner viser at systemet er meget tilpassningsdyktig. Som eksempler på spennings situasjoner kan nevnes sammenbruddet av fastkurs systemet på begynnelsen av 1970-tallet, oljeprissjokkene i 1973/74 og 1979, utviklingslandenes gjeldskrise på 1980-tallet, integreringen av de tidligere planøkonomiene i verdensøkonomien i 1990-årene og flere perioder med store forskjeller i konjunktur utviklingen mellom hovedlandene.

For tiden konsentreres diskusjonen og interessen om behovet for å forsterke koordineringen av den økonomiske politikk, spesielt mellom de toneangivende land, med henblikk på å oppnå mer stabile valutakurser. I lys av de store og flyktige kapitalbevegelser og ulik økonomisk utvikling er det få medlemsland som finner tiden moden for en fastere valutakursordning globalt, selv om interessen fortsatt i betydelig grad er til stede regionalt, og da spesielt i Europa.

Et annet tema er hvordan samarbeidet mellom Bretton Woods-institusjonene ytterligere kan styrkes. I denne sammenheng blir det en diskusjon om hvordan samarbeidet med den

nye handelsorganisasjonen, WTO (World Trade Organization), som avløser GATT, skal foregå. IMF er allerede dypt inne i den makroøkonomiske analysen av handelspolitikk.

Et ytterligere område gjelder spørsmålet om IMF i tiden fremover skal ha en oppgave når det gjelder arbeidet med å fjerne kapitalreguleringer i land som foreløpig ikke har gjort dette. IMF har tradisjonelt en sentral oppgave i å bidra til å fjerne restriksjoner på løpende betalinger. Fjerning av reguleringer som hindrer kapital i å bevege seg fritt dit avkastningen er størst og dermed til mer effektive løsninger, vil være en utvidet rolle. Utvidelsen av IMF's jurisdiksjon på dette området forutsetter en endring i statuttene. Det er i første rekke spørsmål om IMF gjennom sin långivning og sin regulære overvåking av landenes politikk kan bidra til forståelse for slik liberalisering.

Blant aktuelle temaer kan til slutt også nevnes spørsmålet om en ny SDR-tildeling. Noen mener at det nå foreligger et langsiktig behov for global reservesupplering i lys av de potensielle negative systemvirkningene som ellers kan oppstå som resultat av transformasjonsøkonomienes og mange utviklingslands knappe reservetilgang. Andre mener derimot at statuttene bør endres slik at SDR kan tildeles på en mer målrettet måte enn i dag. I henhold til gjeldende statutter kan SDR kun tildeles i forhold til landenes kvoter i IMF.

Avslutning

IMF har over årene vist stor tilpassningsevne overfor nye utfordringer. Med de store endringene som har skjedd i verdensøkonomien over de seneste år, vil IMF også i årene fremover stå overfor store utfordringer. IMF's statutter, som baseres på den filosofi at frihandel er det beste prinsipp for internasjonalt økonomisk samkvem, er like gyldige i dag som for 50 år siden, i en verdensøkonomi som er blitt stadig mer integrert. Norge har som andre land stor interesse og nytte av at organisasjonen kontinuerlig søker å bedre sin effektivitet. Det betyr mye for Norge, som et lite land, at IMF, som en multilateral organisasjon, gis en forsterket rolle i internasjonale økonomiske relasjoner.

Verdipapirisering

*Avdelingssjef Per Atle Aronsen og konsulent Anita Nergård,
Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank*

Verdipapirisering er en finansieringsteknikk som har vokst frem internasjonalt i løpet av 80-årene. Den består i at en gruppe aktiva selges til et spesielt opprettet selskap, som finansieres via utstedelse av obligasjoner. Teknikken er utbredt i USA, og har et visst omfang i enkelte andre land. Den har hittil ikke vært benyttet i Norge. I denne artikkelen drøftes enkelte prinsipielle sider ved verdipapirisering og de markedsmessige utsiktene for teknikken i Norge, samt hvordan verdipapirisering stiller seg i forhold til det norske regelverket. Hensynet til internasjonal utvikling, muligheten for gunstigere låneprodukter, og muligheten for større fleksibilitet i finansinstitusjonenes tilpasning kan tale for at forholdene legges til rette for verdipapirisering. Argumenter mot tilrettelegging for verdipapirisering kan være usikkerhet om hvorvidt stabiliteten i, eller tilsynet med det finansielle system svekkes.

1. Innledning og disposisjon

I internasjonale finansmarkeder har begrepet «verdipapirisering» (securitisation) blitt benyttet på to ulike måter. Tidlig på 80-tallet var det en trend at selskaper utstedte verdipapirer ved opptak av lånekapital (obligasjoner, sertifikater) i stedet for å låne i bank. En slik utvikling var det også i Norge i årene etter at kontrollen med emisjonsvolumet ble avskaffet. Siden midten av 80-tallet er betegnelsen verdipapirisering forbundet med en operasjon hvor eiendeler selges (fjernes fra balansen) til et spesialselskap som finansierer kjøpet ved utstedelse av obligasjoner med sikkerhet i eiendelene. Det er dette vi her vil mene med verdipapirisering.

Artikkelen er organisert som følger: I avsnitt 2 gis en beskrivelse av hvordan verdipapirisering typisk organiseres, og hvilke fordeler teknikken innebærer for selger og investor. I avsnitt 3 gis en kort oversikt over markedene for verdipapirisering i forskjellige land, med utgangspunkt i boliglånemarkedet. Mulige negative konsekvenser for den enkelte institusjon og for det finansielle system ved bruk av verdipapirisering diskuteres i avsnitt 4. Her drøftes enkelte aspekter av generell karakter. Deretter, i avsnitt 5, diskuteres de markedsmessige utsiktene for verdipapirisering i Norge og forholdet til norsk regelverk.

2. Generelt om verdipapirisering

Organisering av verdipapirisering

Verdipapirisering startes som regel ved at en finansinstitusjon skiller ut standardiserte eiendeler (f.eks. pantelån, kredittkortfordringer eller billån) og samler disse til en egen portefølje. Porteføljen overdras så til et spesialopprettet selskap, et såkalt «special purpose vehicle», som ikke skal eie andre aktiva. Spesialselskapet finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner mot sikkerhet i de overdratte eiendelene. Obligasjonene kalles internasjonalt for «mortgage backed securities» i tilfelle boliglån, og «asset backed securities» i tilfelle alle andre typer lån. Vi vil kalle dem boligobligasjoner og kontantstrømobligasjoner. Betaling av renter og hovedstol knyttet til obligasjonene er direkte avhengig av kontantstrømmen som eiendelene genererer. Obligasjonene kjøpes gjerne av profesjonelle investorer. Det forekommer at obligasjonene, for å kunne rettes mot internasjonale investorer, denomineres i en annen valuta enn den utlånene er denominert i. Dette kunne f.eks. være aktuelt for en modell som er basert på utlån i NOK. Valutasikring oppnås da ved at spesialselskapet inngår en valutaswap-avtale¹ med en tredjepart.

¹ I en valutaswap benyttet i en verdipapiriseringsmodell, avtaler partene å bytte spesifiserte beløp (hovedstoler) av to valutaer, som skal byttes tilbake igjen ved forfall, til en på forhånd avtalt kurs. Swappen omfatter også bytte av rentebetalinger knyttet til de respektive valutaer (hovedstoler). I en verdipapiriseringsmodell kan en valutaswap ha en gradvis nedtrapping av hovedstolen, tilpasset låntakernes nedbetaling av lånene.

Figur 1 viser en tenkt struktur der både utlånene og obligasjonene er denominert i NOK. Som det fremgår av figuren er det minst tre parter involvert i verdipapiriseringen. Selgeren overdrar lånene til et spesialselskap i bytte mot salgsvederlaget. Spesialselskapet finansierer kjøpet ved å utstede (selge) obligasjoner til investorer.

I figur 2 er utlånene denominert i NOK, og obligasjonene er denominert i USD for å rettes mot utenlandske investorer. Spesialselskapet inngår her en valutaswap-avtale med en tredjepart. Spesialselskapet vil i dette tilfellet motta salgsvederlaget fra investorene i USD. For at selgeren likevel skal motta salgsvederlaget for utlånene i NOK, må beløpet i USD veksles om. Det kan være hensiktsmessig for spesialselskapet å gjøre dette gjennom en valutaswap-avtale med en swap-motpart. Spesialselskapet vil da kunne eliminere fremtidig valutarisiko. En valutaswap-avtale som inngås i forbindelse med verdipapirisering kan ha lengre løpetid og kan lyde på et større beløp enn det som er vanlig i markedet for valutaswapper. Det kan derfor være krevende å finne motpart til en slik swap.

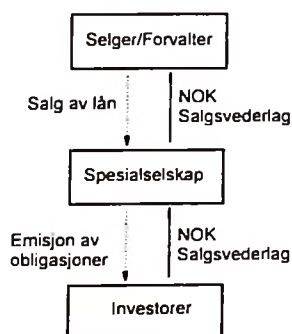
Verdipapiriseringsprosessen involverer normalt en forvalter («servicer») og en tillitsmann («trustee»). Forvalteren ivaretar långivers rolle overfor låntakerne og har ansvaret for å inndrive og overføre renter og avdrag fra låntakerne til investorene eller eventuelt til til-

litsmann, fastsette ny lånerente etc. Verdipapiriserte lån forvaltes på samme måte som ikke-verdipapiriserte lån. Låntakerne forholder seg til forvalter på samme måte som de før gjorde til långiver. Tillitsmannen opptrer på vegne av obligasjonseierne og fører kontroll med de andre partene i prosessen, kontrollerer informasjon og fordeling av betalingsstrømmer, og kan foreta nødvendige juridiske handlinger for å ivareta obligasjonseierne interesser, f.eks. erklære mislighold av forvaltningsavtalen. Det er vanlig at selgeren er forvalter, mens tillitsmannen vanligvis er en førsteklasses bank (tredjepart).

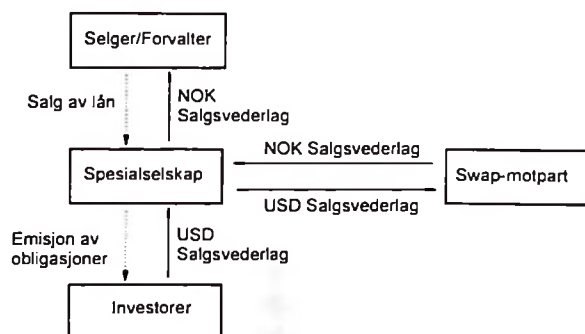
Utlånene og obligasjonene kan ha ulik rentestruktur. Investorene kan f.eks. ønske å motta en rente basert på pengemarkedsrenten, samtidig som låntakerne betaler en bevegelig rente fastsatt av forvalter. En løsningsmodell kan derfor inneholde en renteswap-avtale mellom spesialselskapet og forvalteren, der de bytter periodiske rentebetalinger.

Obligationene kredittvurderes av ett eller flere kredittvurderingsselskaper (ratingselskaper) som fastsetter en karakter basert på porteføljens kredittkvalitet og selgerens/forvalterens kredittvurderingssystemer, historiske tap på denne typen lån, m.m. Kravet om standardiserte eiendeler sikrer en kostnadseffektiv analyse av obligasjonenes kredittrisiko og et felles betalingsmønster. Dersom obligasjonene skal være lette å plassere, særlig i det inter-

Figur 1. Kontantstrømmer ved emisjonstidspunktet. Emisjon i NOK.



Figur 2. Kontantstrømmer ved emisjonstidspunktet. Emisjon i USD med valutasikring.



nasjonale markedet, kan det være nødvendig at obligasjonene har en høyere gradering (rating) enn det selgeren har. Det er ikke uvanlig at obligasjonene oppnår beste gradering (AAA). Det kan være avgjørende for graderingen om det foreligger noen form for kredittstøtte til å beskytte obligasjonseierne mot tap/forsinket betaling. Kredittstøtten dekker oftest mye mer enn forventede utlånstap i en normalsituasjon, og er basert på den historiske tapsprofilen til de underliggende eiendeler og på «urotester», som f.eks. simuleringer på grunnlag av det største fallet i eiendomsverdier i det 20. århundre. Tap som overskrider kredittstøtten dekkes av obligasjonseierne.

De fleste emisjoner har en eller flere former for kredittstøtte, oftest av følgende former:

- i) *Støtte fra tredjepart*: garanti fra et forsikringsselskap etc., eller ugjenkallelige kredittlinjer fra en bank, som dekker en andel av eiendelene.
- ii) *Subordinering*: det opprettes (minst) to klasser av obligasjoner; A-obligasjoner (senior) og B-obligasjoner (junior) hvor A-klassen har prioritet på kontantstrømmen som eiendelene genererer. B-obligasjonene må dekke kreditttap fullt ut før A-obligasjonene angripes, og vil derfor få en lavere gradering enn A-obligasjonene.
- iii) *Overpantsetting*: verdien av underliggende eiendeler er større enn det som er nødvendig for å støtte de kontraktmessige betalinger.
- iv) *Kontantreserve*: selgeren eller en tredjepart foretar et kontantinnskudd på en spesiell konto som kan trekkes på når det oppstår tap. En variant av dette er en fordelingskonto hvor forskjellen mellom den renten eiendelene genererer og den lavere rente som betales obligasjonshaverne, benyttes til å bygge opp en reserve. Etter at reserven har nådd et gitt nivå, vil denne marginen/fortjenesten tilfalle selgeren. Selgeren må normalt sette inn et visst beløp på kontoen på forhånd for å møte eventuelle tidlige tap. Reserven tilfaller selgeren eller en tredjepart når lånene er nedbetalt.

Enkelte emisjoner er styrket med likviditetsstøtte. Det gjelder f.eks. dersom det i stedet for obligasjoner utstedes sertifikater som er avhengig av å bli rullert.

Internasjonalt har kredittstøtte fra tredjepart vært vanlig. Imidlertid anvender kredittvurderingsselskaper gjerne «svakeste-ledd»-prinsippet i graderingen, dvs. at en portefølje ikke kan oppnå høyere gradering enn graderingen til det svakeste leddet betalingene er avhengig av. Mange porteføljer er derfor blitt nedgradert underveis, fordi forsikringsselskapet/banken som sto for kredittstøtten ble nedgradert, uten at porteføljens egen kvalitet var endret. Dette er en grunn til at subordinering har overtatt som den dominerende formen for kredittstøtte i Storbritannia.

Formålet med verdipapirisering

For selger. Ved å verdipapirisere utlån reduserer finansinstitusjonen sin balanse, og den kan dermed frigjøre egenkapital for annen bruk. Verdipapirisering bidrar til økt likviditet ved at lite omsettelige aktiva (utlån) erstattes med likvide aktiva. Selgeren kan oppnå bedre balansestruktur ved å redusere løpetidsgapet mellom aktiva og passiva, eller ved å redusere renterisiko knyttet til lange utlån med fast rente. Samtidig fortsetter gjerne selger å ha kontakt med og mottar informasjon om sine kunder, ettersom han i de fleste tilfeller fortsetter å administrere lånene. Informasjon om kundenes atferd er av verdi for kredittgiver, fordi kredittgiveren kan benytte den i sin vurdering av risikoen knyttet til kundeforholdet. Ved ordinære salg av lån, f.eks. til en annen finansinstitusjon, mister selger denne muligheten til informasjon om kundens atferd.

Dersom selger er overeksponert i forhold til en bestemt utlånssektor (boligpantelån, kredittkortfordringer) eller et geografisk område, kan kredittrisikoen reduseres gjennom å verdipapirisere en del av utlånene. Dermed kan den samlede kreditteksponeringen i det finansielle system fordeles på en bedre måte, samtidig som kontakten mellom låntaker og långiver (selger) kan opprettholdes.

Verdipapirisering innebærer betydelige kostnader for selger, både engangskostnader ved etablering av nødvendige strukturer for å

iverksette programmet, og kostnader knyttet til hver utstedelse, som gebyrer til advokater, kredittvurderingsselskaper, osv. De totale kostnadene ved verdipapirisering kan likevel være lavere enn ved å benytte andre innlån- eller egenkapitalkilder. Utvalget av aktiva kombinert med kredittstøtte kan være slik at graderingen av obligasjonene er høyere enn selgerens egen gradering, og spesialselskapet kan dermed trekke til seg investorer som ellers ville være vanskelig å benytte for selger. Dessuten vil verdipapirisering medføre at grunnlaget for kapitaldekningskravet synker. Verdipapirisering trenger ikke føre til bortfall av inntekter, for kontraktene kan skrives slik at selger drar fordel av rentemarginen mellom utlånene og obligasjonene.

Det kan også tenkes at obligasjonene får lavere gradering enn selger dersom de solgte eiendelene er av dårligere kvalitet enn gjennomsnittet i selgers balanse, og obligasjonene ikke er vesentlig styrket med kredittstøtte. I så fall benyttes teknikken kun til å bedre selgers likviditet og soliditet.

Verdipapirisering innebærer at den tradisjonelle långiverfunksjonen splittes i flere begrensede roller (selger, forvalter, tilbyder av kredittstøtte, tillitsmann og investor). Dette øker fleksibiliteten med hensyn til hvilke roller og risiko den enkelte institusjon velger å påta seg i det finansielle systemet. Institusjonen kan konsentrere seg om de roller den behersker best og har konkurransemessige fortrinn i. Økt standardisering av kredittbetingelser kombinert med verdipapirisering gjør at finansinstitusjonene kan utnytte sin ekspertise og sine systemer best mulig for å maksimere verdien av utlånsvirksomheten.

For investor: For investor må en anta at obligasjoner med sikkerhet i eiendeler gir høy avkastning i forhold til kredittrisiko, samtidig som likviditeten i papirene er god i forhold til direkte utlån. I praksis har kredittrisikoen vært meget lav, men risikoen for førtidig innfrielse er til gjengjeld høy. Dette gir investor reinvesteringsrisiko, samtidig som fremtidige renteinntekter faller bort. Strukturen på en verdipapiriseringmodell kan tilpasses spesielle ønsker hos investor.

På tilsvarende måte som selger kan ønske å redusere sin eksponering i enkelte segmenter,

kan en finansinstitusjon i rollen som investor lettere diversifisere sin portefølje ved å kjøpe ulike typer obligasjoner hvor underliggende eiendeler knytter seg til ulike sektorer (boligpantelån, kredittkortfordringer) eller geografiske områder. Det kan være fordelaktig å investere i en identifiserbar portefølje av utlån, fremfor å investere i en finansinstitusjon som kan ha mange ulike eiendelstyper, og som kan endre sammensetningen av disse over tid.

For låntaker: På kort sikt vil verdipapirisering ikke ha noen effekt for låntaker; renter og lånebetingelser for øvrig skal fastsettes som for resten av selgers lån. På lengre sikt kan imidlertid teknikken medvirke til et bredere produkttilbud og rimeligere låneprodukter.

3. Verdipapirisering i enkelte andre land

Generelt

Siden begynnelsen av 80-tallet har det vært en trend i mange land at en større del av den tradisjonelle bankaktiviteten flyttes ut av bankene, og over i verdipapirmarkedet. Eksempler på dette er at bedrifter og kommuner låner inn direkte via obligasjonsmarkedet, og at sparing foregår i aksje- og obligasjonsfond i stedet for i bank. Verdipapirisering er et nytt ledd i denne utviklingen.

Bankenes andel av totalt kredittvolum har falt betydelig, spesielt i USA. Dette skyldes blant annet at konkurransen om kapitalformidlingen har blitt sterkere som følge av deregulering og teknisk utvikling. Andre forklaringer som benyttes internasjonalt, er redusert kvalitet på bankenes balanse og lav soliditet, noe som leder til nedgradering hos kredittvurderingsselskapene og dyrere innlån. Dessuten representerer kapitaldekningskravene som pålegges finansinstitusjoner en ekstra kostnad ved utlån, selv om sikkerheten dette innebærer skulle medføre billigere innlån via obligasjonsmarkedet. I tillegg må bankene i de fleste land betale sikringsfondsavgifter. Også dette er både en kostnad og en fordel, fordi innskuddsgarantien gir bankene tilgang på billige innskudd. Resultatet av reguleringene tolkes likevel ofte slik at bankene i mindre grad har

konkurransmessige fortrinn. Ettersom reguleringen av bankene og kostnadene ved å holde utlån på en banks balanse er så vidt store, finnes det et gevinstpotensiale ved å la kredittformidlingen skje direkte mellom låntaker og investor.

Verdipapirisering innebærer en utvikling mot mer transaksjonsorientert bankvirksomhet. Dette er spesielt fremtredende i USA. Bankene spesialisere seg på enkelte operasjoner i låneprosessen, så som å foreta kredittvurderingene eller å administrere lånene, og har en stadig større del av sine inntekter fra denne virksomheten. Bankenes rolle endres på denne måten fra mellomledd med utlån på egen balanse til mellomledd uten utlån på egen balanse. Bankene er en av de viktigste aktørene innenfor verdipapirisering i USA, slik at en fallende andel av kreditt på bankenes balanse ikke betyr at bankene som sådan får mindre betydning.

Hvorvidt myndighetene ønsker å legge forholdene til rette for verdipapirisering avhenger av om man tror gevinstene ved verdipapirisering vil være større enn kostnadene. I flere europeiske land vil tilrettelegging for verdipapirisering kreve tilpasninger i lovverket. Det har vært flere tilfeller der deler av operasjonen er blitt utført i andre land fordi hjemlandets lovverk ikke er tilpasset slike operasjoner. Et eksempel på dette finner vi i Sverige, der selskapet i forbindelse med SE-Bankens verdipapirisering av boligpantelån ble opprettet på Jersey.

Det amerikanske markedet for verdipapirisering er det største og mest utviklede. Utenom USA er det kun Canada og Storbritannia som har verdipapirisering av betydning.

Markedet i USA

Verdipapirisering startet i USA på begynnelsen av 70-tallet da forskjellige føderale finansinstitusjoner – Federal Home Loan Mortgage Corporation, Federal National Mortgage Association og Government National Mortgage Association – iverksatte programmer der de garanterte for eller kjøpte boliglån. Ved kjøp ble lånene fjernet fra långivers (oftest banker eller «thrifts») balanse, og lån av omtrent samme type ble samlet til porteføljer.

Det ble deretter solgt obligasjoner støttet av kontantstrømmen fra låneporteføljen. I dag er ca. 55 prosent av boliglåne i USA verdipapirisert. Totalt utestående i boligobligasjoner med forskjellige former for statlig støtte, blant annet i form av garanti, er ca. 1700 milliarder USD, det er bare statsobligasjoner som har større utestående volum. I tillegg til de statsstøttede boligobligasjonene finnes det private boligobligasjoner, og på grunn av disse har vurderingen av kredittrisikoen i porteføljen blitt viktigere. Utestående beløp i private boligobligasjoner anslås til 130 milliarder USD.

Myndighetenes programmer ble iverksatt bl.a. for å sikre omtrent like lånevilkår over hele USA, og for å sette låneinstitusjonene i stand til å tilby fastrentelån med opp til 30 års løpetid uten at de utsatte seg for stor likviditets- eller renterisiko. Det er vanlig at private kredittinstitusjoner gir slike boliglån, og likviditets- og renterisikoen lånene skaper har vært et problem, spesielt i sparebankene («thrifts»).

De tidligste og enkleste boligobligasjonene fungerte slik at kontantstrømmen fra låntakerne «passerer» gjennom et spesialselskap og direkte til investor (såkalte «pass-through» obligasjoner). Obligasjonene er garantert av føderale myndigheter, og de anses derfor å ha samme kredittisiko som statspapirer, men kontantstrømmen er meget forskjellig. Det er i utgangspunktet fastsatt en betalingsplan for låntakerne, men en del av låntakerne vil alltid foreta en raskere tilbakebetaling. Førtidig innfrielse kan etter amerikansk lovgivning skje uten overkurs, og er aktuelt ved f.eks. generelt rentefall eller ved salg av panteobjektet. Risikoen for førtidig tilbakebetaling er derfor stor for investorene, og blant annet dette gjør at investorene krever høyere avkastning på disse obligasjonene enn på statsobligasjoner.

Usikkerheten knyttet til førtidig tilbakebetaling ledet til en nyvinning, nemlig Collateralised Mortgage Obligations (CMO), som ble introdusert i 1983. Dette er obligasjoner der kontantstrømmene fra låntakerne splittes opp i flere transjer. Hensikten med oppsplittingen er å gjøre kontantstrømmen til investor mer forutsigbar. Dette oppnås ved å la de første transjene bli helt tilbakebetalt før de siste transjene mottar betaling. Markedet oppfatter disse obligasjonene som støttet av myndighe-

tene, selv om de ikke har noen eksplisitt garanti, fordi de føderale finansinstitusjonene er involvert i «pakkingen» av lånene. Tidligere var det vanlig å operere med A, B, C og Z transjer. A-transjen har vanligvis en forventet løpetid på 1–3 år, mens Z-transjen har en forventet løpetid på 15–25 år. Ved enkelte nye utstedelser har det vært opptil 100 forskjellige transjer med ulike kontantstrømegenskaper og risikoprofiler. Med et så stort antall transjer blir kontantstrøm- og risikoprofilen gjerne svært komplisert, og obligasjonens verdi blir dermed vanskeligere å beregne.

Verdipapirisering har også blitt benyttet under krisen i sparebankene. I denne forbindelse ble det i 1989 opprettet et selskap, Resolution Trust Company (RTC), som i løpet av fire år har overtatt thrifts med totale eiendeler verdt ca. 430 milliarder USD. Aktiva for ca. 320 milliarder USD er blitt solgt med ulike teknikker. RTC solgte først hele banker, men kun noen få banker kunne avhendes på denne måten. Omsettelige verdipapirer kan selges direkte, og om lag 125 milliarder USD av alt fra lavt ratede selskapsobligasjoner til statsobligasjoner er blitt solgt. Deretter ble hele porteføljer av utlån solgt, uten at verdipapirer ble utstedt. Man opplevde flere ganger at kjøperne av lånene verdipapiriserte porteføljene med fortjeneste straks etter kjøpet. Etter april 1992 har RTC foretrukket verdipapirisering, og i løpet av det neste året ble eiendeler for ca. 42 milliarder USD verdipapirisert. En del av lånene var små og standardiserte, hvilket gjorde dem enkle å verdipapirisere. Næringslån og lån til forretningseiendommer viste seg å være noe vanskeligere å verdipapirisere, både fordi lånenes størrelse varierer mer, og fordi hvert enkelt lån utgjør en større andel av den totale porteføljen. Også ikke-betjente lån er blitt verdipapirisert, noe som har vært en meget vanskelig oppgave.

I tillegg til boligobligasjoner finnes det som nevnt et stort antall obligasjoner basert på andre typer lån, som kredittkortfordringer, bil-lån, næringslån (eiendomslån), og leasingfordringer. Midt i 1994 var utestående beløp i børsnoterte kontantstrømobligasjoner ca. 200 milliarder USD. Selger av lånene er som oftest en bank eller en annen finansinstitusjon som tar imot innskudd. Det finnes også institusjoner som yter lån og selger dem direkte til

et spesialselskap, uten å ha dem på sin egen balanse.

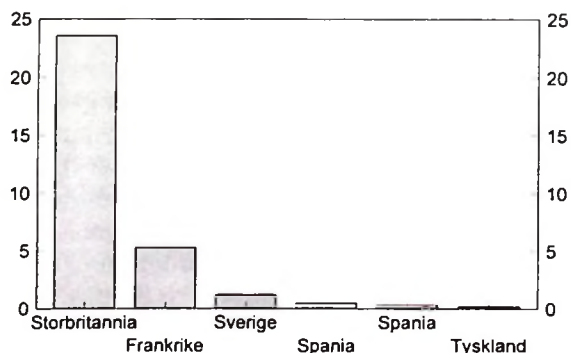
Markedene utenfor USA

De europeiske markedene er små, også relativt sett, i forhold til det amerikanske. Årsakene til dette er som nevnt statsgarantiene i USA, og de føderale finansinstitusjonenes bruk av teknikken i krisesituasjoner, bankenes behov for bedre kapitaldekning, og bankenes geografiske begrensning, samt forskjeller i bankstruktur generelt. I tillegg har USA et stort investormiljø som etterspør og har erfaring med å analysere ulike typer verdipapirer. Amerikanske myndigheter er positiv til bruk av verdipapirisering, blant annet fordi dette kan benyttes til å redusere bankenes kreditt-, likviditets- og renterisiko. I dag er bankene de største aktørene innenfor verdipapirisering, og mange amerikanske banker benytter teknikken til å øke forvaltningshonorarer o.l., samtidig som bruken av kapital effektiviseres.

Utenfor USA er det kun Storbritannia og Canada som har verdipapirisering av betydning. Figur 3 viser utstedelser i Europa (omtrentlige tall fra 1993).

Canada. I Canada introduserte myndighetene på 80-tallet flere programmer med statsgarantert verdipapirisering av boliglån delvis etter amerikansk modell. I mars 1993 var totalt utestående i boligobligasjoner om lag 15 milliarder CAD av totalt om lag 280 milliarder CAD i boliglån. Til tross for myndighetenes med-

Figur 3 Verdipapirisering i Europa. Utestående i mrd. USD.



Kilde: Amin (1993)

virkning og et finansielt system delvis sammenvevd med det amerikanske, er markedets størrelse beskjedent, også relativt sett.

Storbritannia. Ved utgangen av 1993 var totalt utestående verdipapiriserte lån om lag 16 milliarder GBP. Det alt overveiende av dette (81 prosent ved utgangen av 1993) er boliglån. Om lag 3 prosent av boliglånene i Storbritannia er verdipapirisert. Til sammenligning er ca. 55 prosent av boliglånene i USA verdipapirisert. Årsakene til at markedet har fått begrenset utbredelse i Storbritannia, er blant annet at boligkredittforeningene (building societies), som har i overkant av halvparten av boliglånsmarkedet, ikke har benyttet teknikken i noen særlig grad. Utviklingen i det britiske markedet er beskrevet i Twinn (1994).

Markedet kom igang i 1985, og vokste deretter raskt i noen år. De fleste emisjonene har blitt foretatt av nyopprettede boligfinansieringsselskaper (centralised lenders) som verdipapiriserte sine lån løpende. Disse selskapene ble opprettet midt på 80-tallet for å utnytte den svake konkurransen i boliglånsmarkedet. Dessuten var boliglånsrentene i perioder (mye) høyere enn pengemarkedsrentene. Dette ga de nye selskapene muligheten til å tilby lavere boliglånsrenter enn kredittforeningene (i perioder var også innskudd, som kredittforeningene er avhengig av, dyrere enn innlån via pengemarkedet). I 1989 ble rentedifferansen mellom boliglån og pengemarkedet mindre. Samtidig gikk boligomsetningen ned, slik at tilgangen på boliglån fra de nye selskapene falt. Markedet for verdipapirisering falt dermed noe i 1989, men vokste på nytt frem til 1991. Markedet falt igjen i 1992, med totale utstedelser på om lag 1,3 milliarder GBP, men har i 1993 tatt seg opp igjen, med utstedelser på om lag 2,3 milliarder GBP. Det britiske markedet er det største utenfor USA.

De største utstederne av bolig- og kontantstrømobligasjoner har altså vært de nye boligfinansieringsselskapene; disse står for $\frac{3}{4}$ av totalt utestående. De siste årene har imidlertid bankene benyttet teknikken i økende grad, og ved slutten av 1993 sto bankene for om lag $\frac{1}{4}$ av totalt utestående. Bankenes andel av nyutstedelser har økt kraftig; fra om lag $\frac{1}{4}$ i perioden 1987–1992, til over $\frac{3}{4}$ i 1993.

De største investorene i bolig- og kontantstrømobligasjoner er banker, kredittforeninger, bedrifter, verdipapirfond og forsikringselskaper.

Sverige. I Sverige har det vært ett tilfelle med verdipapirisering, der SE-Banken la ut flere porteføljer med boligpantelån. Ettersom det ikke var mulig å gjennomføre hele operasjonen i Sverige uten endringer i finanslovgivningen, ble det opprettet spesialselskap på Jersey, der lovverket er meget liberalt. Operasjonen ble foretatt under den svenske bankkrisen. Obligasjonene ble utstedt i det amerikanske markedet. Totalt hadde SE-Banken i mars 1993 verdipapirisert lån for mer enn 920 millioner USD.

Svenske myndigheter arbeider nå med å endre finanslovgivningen for å legge til rette for verdipapirisering.

Oppsummering

Spesialselskapets status er innarbeidet i amerikansk lovgivning som en særskilt type finansinstitusjon. Også Frankrike og Spania har endret sin lovgivning for å legge til rette for opprettelsen av et selskap som ligner på et spesialselskap av amerikansk type. Sverige er i gang med tilrettelegging av sin lovgivning, og dette gjelder også Finland og Belgia. I Storbritannia har man ikke gjort endringer i finanslovgivningen, og spesialselskapet krever ingen spesiell konsesjon da det ikke anses som en finansinstitusjon (kredittinstitusjon). Bank of England fører likevel tilsyn med verdipapirisering gjennom det ordinære tilsynet med banker som selger lån, og har utarbeidet egne retningslinjer for verdipapirisering, se Bank of England (1992). I flere av landene som har endret sin lovgivning for å åpne for verdipapirisering, har prosessen vært svært tidkrevende, og det har gjerne heftet en viss juridisk usikkerhet ved investorenes og spesialselskapets status. Internasjonale investorer har derfor utvist en viss skepsis mot obligasjoner utstedt av spesialselskap av «ny» type.

Et fellestrekk ved alle land der verdipapirisering har fått et visst omfang er at boliglån er kjernen i markedet. Selv om verdipapirisering i den formen vi har beskrevet, ikke er særlig utbredt i Europa, har boligfinansiering over

obligasjonsmarkedet vært vanlig i flere europeiske land. I motsetning til hva som har vært tilfelle i USA og Storbritannia, finansieres store deler av boligkjøpene i Danmark og Tyskland via obligasjonsmarkedet. Danmark er det europeiske landet der størst andel av boligfinansieringen foregår over kapitalmarkedet. Bankene er der lite involvert i boligfinansieringen, som foregår gjennom foreninger som eies av låntakerne, eller eventuelt av fond som låner via bank. I Tyskland derimot, er bankene involvert, ofte via datterselskaper som utsteder obligasjoner (Pfandbriefe). Bankene utsteder også selv obligasjoner i betydelig utstrekning. Det er mulig at verdipapirisering ikke utgjør noen særlig effektivitetsforbedring i land der obligasjonsmarkedet allerede benyttes i boligfinansieringen, men dette vil avhenge av hvor stor forskjell det er mellom boligrenten og andre innlånsformer (innskudd, obligasjoner).

4. Fordeler og ulemper ved verdipapirisering

Myndighetene internasjonalt har fremhevet både positive og negative sider ved verdipapirisering. De positive aspektene er blant annet mulighetene for rimeligere låneprodukter, og finansinstitusjonenes muligheter til å redusere sin rente- og likviditetsrisiko. Av negative sider fremheves muligheten for at en utvikling der kredittgivningen flyttes fra institusjoner til kapitalmarkedene, kan lede til et mer ustabilisert finansielt system, og til uheldige virkninger for de institusjonene som deltar i prosessen. Dette er blant annet diskutert i Basel-komiteen for banktilsyn (1992).

Virkning for struktur og finansmarkedets funksjonsmåte

Verdipapirisering er et ledd i en bred utvikling i finansmarkedene der en stadig større del av kredittformidlingen skjer direkte mot kapitalmarkedet. Utviklingen karakteriseres også av økt betydning av institusjonelle investorer, deregulering, og økende behov for instrumenter til risikostyring og til balansestyring som følge av større svingninger i priser på aktiva m.v. Utviklingen kan bidra til et finansmarked

som fungerer bedre, der en stadig større andel av transaksjonene overvåkes av markedet. Verdipapirisering kan bidra til mindre systemrisiko i finansmarkedene, ved at en stor del av kreditt- og renterisikoen overføres fra banker til investorer som ikke er lånefinansierte.

Obligasjonene som utstedes av spesialselskapet, er mer likvide enn utlån, og investorenes krav til risikopremie kan dermed bli lavere enn bankens risikopremie. Obligasjonenes kontantstrømprofil kan tilpasses ulike investorerers behov, slik at fordeling av risiko kan bli mer i samsvar med investorenes preferanser. Til sammen kan dette bidra til et bedre utlåns tilbud, og til lavere kostnader for låntakerne. Verdipapirisering kan dermed gi en mer effektiv fordeling av kreditt. Videre muliggjør verdipapirisering risikospredning for den enkelte finansinstitusjon, både gjennom nedbygging av egen balanse, og gjennom investering i forskjellige typer bolig- og kontantstrømobligasjoner.

Dersom kredittgivningen i større grad foregår utenfor finansinstitusjonenes balanse, kan det bety at yting av boligkreditt i mindre grad er under tilsyn.

Videre kan en utvikling der stadig større del av finansinstitusjonenes balanse holdes i omsettelige verdipapirer, kunne lede til at institusjonen i større grad vurderes ut fra likvidasjonsverdien i stedet for etter fortsatt drift prinsippet. Dette kan lede til større volatilitet i bankens verdi, og til kortere planleggingshorisont i bankene. På den annen side kan det være en fordel at bankens plasseringer i større grad overvåkes av markedet.

Utvelgelse av lån til verdipapirisering, og atferd i kredittvurderingen. Institusjoner som starter verdipapiriseringsprogrammer, kan komme under press fra kredittvurderingsselskapene, som kun vil gi topp gradering til porteføljen om den består av meget gode lån, eller dersom kredittstøtten er god. Dette kan lede til at institusjonene verdipapiriserer sine beste lån, og selv sitter igjen med de dårligste.

Hvordan den faktiske utvelgelsen av lån til verdipapirisering finner sted, er av stor betydning. Dersom man kun selger lån som har løpt i noen år uten mislighold, oppstår en seleksjon fordi man allerede luker ut tidlig misligholdte lån. En slik metode, som tilsynelatende med-

fører en tilfeldig utvelgelse av lån, kan altså i realiteten innebære seleksjon av lån som er bedre enn gjennomsnittet. Dersom en skjev utvelgelse av lån finner sted, vil gjennomsnittlig kvalitet i finansinstitusjonens gjenværende portefølje bli dårligere. Dessuten kan en skjev utvelgelse av lån øke risikoen til sikringsfondene relativt til innbetalingene.

For myndighetenes vurdering av verdipapirisering er det avgjørende om en eventuell økt risiko i gjenværende portefølje gjenspeiles i selgers kapitalkrav og innbetalinger til sikringsfondene. Kapitaldekningsreglene er basert på en forholdsvis grov risikoinndeling, slik at eventuelt salg av de beste utlånene kan medføre liten reduksjon i selgerens samlede (reelle) kreditt risiko i forhold til egenkapitalen som frigjøres. Institusjonens kapital kan derfor reelt sett bli for liten dersom kapitalbasen svekkes, eller midlene plasseres i nye risikable eiendeler.

Institusjoner som verdipapiriserer lån, vil ikke bære kreditttapene knyttet til disse lånene, og dette kan gi incentiver til mindre nøyaktig kredittvurdering. Dersom institusjonen har et kontinuerlig verdipapiriseringsprogram, kan den føle seg tvunget til dårligere kredittvurderinger for å oppfylle avtalt volum. På den annen side vil incentivene til dårlig kredittvurdering være mindre dersom institusjonen har til hensikt å benytte verdipapirisering ved flere anledninger. Dårligere kredittvurdering, og derav høyere tap, vil gi seg utslag i at senere porteføljer oppnår en lavere gradering. De fremtidige tapene ved å utøve dårlig kredittvurdering kan overstige de kortsiktige gevinstene. Bruk av kredittvurderingsselskaper kan virke positivt på kredittvurderingene, fordi selskapene blant annet evaluerer systemene for kredittvurdering i organisasjonen, og dette kan medføre større disiplin i kredittvurderingen. Samlet sett er det ikke åpenbart at kredittvurderingene blir dårligere ved verdipapirisering.

Det har vært hevdet at en i USA ikke har erfaring med at bankenes kredittvurdering blir dårligere, eller at den gjenstående porteføljens kvalitet forverres. Imidlertid har den amerikanske sentralbanksjefen uttalt at utredningsarbeid i Federal Reserve kan tyde på at banker verdipapiriserer låneporteføljer av høy kvalitet mens de beholder eiendeler av lav kvalitet,

se Greenspan (1994). Dette mener sentralbanksjefen delvis kan skyldes at det lovmessige kapitalkravet er større enn det økonomiske kapitalkravet for lån av lav risiko, mens det lovmessige kapitalkravet for høyrisiko lån er for lavt. Amerikanske myndigheter er likevel positive til verdipapirisering, da de mener dette kan redusere bankenes kreditt- og renterisiko betydelig.

Det vil være svært vanskelig for myndighetene å overvåke den reelle risikoen i institusjonenes porteføljer, og det har derfor blitt hevdet, blant annet av den amerikanske sentralbanksjefen, at myndighetene bør legge større vekt på overvåking av institusjonenes egne systemer for avdekking og håndtering av risiko.

Stor grad av markedsovervåking av bankene, både fra store innskytere, fra verdipapirfond, og fra andre institusjonelle investorer som kjøper sertifikater og obligasjoner utstedt av banker, vil fungere som en disiplineringsmekanisme overfor bankene. Banker som holder en veldiversifisert portefølje, vil lettere tiltrekke seg innskudd, og vil betale mindre for andre typer innlån. Også ved markedsovervåking kan man imidlertid stå overfor et informasjonsproblem; man kan tenke seg at tilsynelatende tilfeldige lån verdipapiriseres, men at disse er bedre enn gjennomsnittet i institusjonens balanse. Da vil porteføljens reelle kvalitet synke, uten at dette kan observeres av markedet.

Reelt salg. En vesentlig forutsetning for at verdipapirisering skal fungere etter intensjonen, er at salget av porteføljen til spesialselskapet er reelt. Dette forutsetter at selger ikke sitter igjen med noen kreditt risiko, og at konkurs eller offentlig administrasjon hos selger ikke påvirker den kontantstrømmen som går til obligasjonshaverne. Det må være hevet over enhver tvil at verken selger eller myndighetene har noen forpliktelse til tilbakekjøp av obligasjonene. Dersom det oppstår store tap i porteføljen, kan selger føle en moralsk forpliktelse til gjenkjøp for å beskytte eget rykte.

Eie av obligasjoner. Hensynet til reelt salg og uavhengighet mellom selger og spesialselskapet taler for at selger ikke bør få eie obligasjoner utstedt av spesialselskapet. Å pålegge spe-

sialselskapet ordinært kapitalkrav (som en finansinstitusjon) kan imidlertid synes noe strengt. Uansett bør selger ikke få eie obligasjoner med lav prioritet (B-obligasjoner), fordi en da kan stille spørsmål ved om selgeren virkelig har til hensikt å overføre kredittrisikoen til kjøper.

Kapitaldekningskrav. Et sentralt spørsmål er hvorvidt det pålegges kapitaldekningskrav for partene involvert i verdipapirisering. Det må drøftes særskilt for selgeren, spesialselskapet, og investorene.

Bank of England, som har tilsyn med britiske banker, har utviklet retningslinjer (se egen ramme) for hva som må være oppfylt for at kredittrisikoen skal overføres fullstendig, slik at lånene kan anses fjernet fra selgers balanse. Dersom overføringen av lånene kan godkjennes som et reelt salg, er det logisk å ikke pålegge selger kapitaldekningskrav. De hensyn som må ivaretas er at salg av lån overfører rettigheter og plikter fullstendig fra sel-

ger til kjøper, at alle parter i en transaksjon har forståelse av risiko og ansvar, og at enhver materiell risiko for selger eller kjøper ivaretas av det ordinære tilsyn med institusjonen. Bank of England har vurdert det slik at spesialselskapet faller utenfor EUs definisjon av kredittinstitusjoner, og spesialselskapet pålegges derfor ikke kapitaldekningskrav.

Hensynene bak kapitaldekningskrav for finansinstitusjoner er å sikre innskytternes midler, å sikre institusjonen den nødvendige tillit og stabilitet, og å bidra til stabilitet i det finansielle systemet. Disse hensynene synes ikke like relevante for et *spesialselskap* i forbindelse med en verdipapiriseringstransaksjon som for andre typer finansinstitusjoner. Obligasjonene spesialselskapet utsteder har retten til kontantstrømmen fra en helt spesifikk portefølje med lån. Alle kredittap vil bli båret av dem som yter kredittstøtte, og av de profesjonelle investorene, uten at dette får betydning for spesialselskapets drift. Spesialselskapet er av passiv art, og har ikke noen

Bank of England (1992) har utarbeidet retningslinjer som skal sikre at de reelle hensyn bak kapitaldekningsreglene ivaretas ved verdipapirisering. For at selgende bank (forvalter) skal slippe å måtte inkludere de verdipapiriserte eiendelene i sin balanse, slik at de unngår kapitalkrav, må blant annet følgende være oppfylt:

- overdragelsen må være i samsvar med underliggende låneavtaler
- selger må ikke ha noen gjenværende interesse i de verdipapiriserte lånene og kjøper må ikke ha noen regress mot selger for tap
- selger må kunne godtgjøre at han ikke er forpliktet til å dekke tap. Det må fremgå av prospektet at selger ikke står bak emisjonen/spesialselskapet, og at han ikke vil dekke tap i porteføljen
- selger må ikke ha noen eierandel i spesialselskapet, eller på annen måte ha direkte eller indirekte egeninteresse i eller kontroll over spesialselskapet
- spesialselskapets styre må være uavhengig av selger, men sistnevnte kan ha ett styremedlem i spesialselskapet

- spesialselskapets navn må ikke inkludere selgers navn eller ha noen sammenheng med selgers navn
- selger må ikke bære noen av de løpende utgiftene knyttet til transaksjonen, men kan yte engangs kredittstøtte, og kan gi et ansvarlig lån til spesialselskapet. I begge tilfeller vil ytelsen måtte fratrekkes selgers ansvarlige kapital
- selger må ikke ha til hensikt å dekke renterisiko knyttet til transaksjonen, men han kan inngå renteswap-avtaler med spesialselskapet til markedspriser
- selger må ikke gi lån til spesialselskapet (unntatt ansvarlig lån), spesielt ikke for å dekke forsinkede betalinger eller tap på lån
- selger må ikke ha noen forpliktelse til å kjøpe tilbake lån, men kan ha opsjon når låneporteføljen er blitt redusert til mindre enn 10 prosent av dens maksimale verdi, og opsjonen gjelder lån som ikke er misligholdt.

annen funksjon enn å overta porteføljen og utstede obligasjonene. Tap på eiendelene utover det som dekkes av kredittstøtten, vil bare ha som effekt å redusere kontantstrømmen til obligasjonseierne og dermed eventuelt redusere obligasjonskursen i markedet. Slik sett har obligasjonene samme evne til å bære tap som ren egenkapital (gitt at det bare er en obligasjonsklasse). Spesialselskapet kan med andre ord ses på som egenkapitalfinansiert. Selskapet har betydelige likheter med forvaltningsselskap for verdipapirfond, ved at alle kontantstrømmer fra lånene tilhører obligasjonseierne, mens tap knyttet til eiendelene ikke påvirker spesialselskapets stabilitet.

Verdipapirfond er ikke pålagt eget kapitaldekningskrav, men forvaltningsselskap for verdipapirfond må ha en aksjekapital på minst én million kroner. Dersom spesialselskapet skulle behandles på samme måte som forvaltningsselskap for verdipapirfond, ville det få minstekrav til aksjekapital, men ellers ingen kapitalkrav.

Kapitalkrav for *investorer* som er finansinstitusjoner, er avhengig av løsningen for spesialselskapet. Dersom spesialselskapet pålegges kapitalkrav, vil obligasjonene bli å betrakte som utstedt av en finansinstitusjon. Obligasjonene skal da risikovektes med 20 prosent, på samme måte som papirer utstedt av andre typer finansinstitusjoner. Dersom spesialselskapet ikke pålegges kapitalkrav, må obligasjonene behandles som om investor hadde investert direkte i de underliggende lånene, dvs. 50 prosent hvis obligasjonene finansierer pantesikrede boliglån innenfor 80 prosent av takst (forsvarlig verdigrunnlag), og 100 prosent ellers.

Internasjonalt er den siste løsningen vanlig; spesialselskapet ilegges ikke kapitalkrav, men finansinstitusjoner som investerer i slike obligasjoner, ilegges kapitalkrav som for de underliggende lånene. Dersom lånene i porteføljen vektet forskjellig, ilegges gjerne hele porteføljen 100 prosent risikovektning.

I de fleste verdipapiriseringsavtaler er det avtalt at en institusjon skal *yte kredittstøtte* for å dekke de første kredittapene som oppstår. Det kan se ut som om dette bare innebærer ansvaret for en andel av mulige kredittap. Imidlertid vil kredittstøtten innebære en konsentrasjon av kredittisiko, som i mange tilfel-

ler (dersom tapene ikke blir for store) kan sammenlignes med at vedkommende institusjon har direkte utlån tilsvarende hele porteføljen. Internasjonalt (USA og Storbritannia) anvendes to fremgangsmåter for å behandle denne kredittsisikoen. Den ene muligheten er at beløpet finansinstitusjonen garanterer for, blir fratrukket dens ansvarlige kapital. Den andre muligheten er at kapitaldekningskrav ilegges med grunnlag i hele porteføljen. Ofte anvendes flere typer kredittstøtter samtidig, der tap deles mellom de forskjellige partene. I disse tilfellene deles også kapitalkravet mellom de forskjellige partene.

Risiko knyttet til swap-avtaler. En eventuell renteswap-avtale mellom spesialselskapet og forvalter/selger må inngås på markedsvilkår, slik Bank of England forutsetter (se egen ramme). Spesialselskapet kan f.eks. motta bevegelig boligrente fra låntakerne (eventuelt via forvalter) og betale en rente til investorene som er basert på pengemarkedsrenten. En swap der spesialselskapet betaler bevegelig boligrente til forvalter, og mottar en rente knyttet til pengemarkedsrenten, vil kunne eliminere spesialselskapets renterisiko. Swappen kan imidlertid være ugunstig for forvalter i perioder der pengemarkedsrenten øker betydelig uten at forvalter kan øke boligrenten tilsvarende, f.eks. på grunn av konkurransemessige hensyn og kundenes reaksjoner.

Dersom det inngås en valutaswap-avtale mellom spesialselskapet og en tredjepart for å eliminere valutarisiko, kan det tenkes at swappen er forskjellig fra en standard valutaswap. Beløpet kan være meget stort, avhengig av emisjonsbeløpet, og løpetiden kan være lang, avhengig av løpetiden på utlånsporteføljen. Dersom man effektivt skal oppnå å overføre valutarisikoen til tredjepart, må hovedstolen trappes ned over tid i takt med innfrielse av lånene. Spesielt når det gjelder små valutaer vil det trolig ikke være lett å finne motpart til en swap med slike atypiske egenskaper, med mindre vedkommende tar seg godt betalt. Valutaswappen vil over tid kunne representere en ikke ubetydelig kredittisiko (motpartsrisiko) for spesialselskapet. Denne risikoen avhenger både av valutakursutviklingen og av andre forhold som påvirker motpartens situasjon. Selv om motparten er en kredittinstitu-

sjon med topp rating, er det ikke gitt at vedkommende institusjon er i toppklassen over hele løpetiden.

Rolledeling. Verdipapiriseringsprosessen separerer den tradisjonelle lånefunksjonen i flere begrensede roller, og hver av disse rollene er forbundet med en viss risiko. En og samme institusjon kan i en slik situasjon ha flere roller, som långiver, selger, forvalter, tillitsmann, og evt. som yter av kredittstøtte. Institusjonen kan dermed påta seg flere typer risiko, som kredittrisiko, konsentrasjonsrisiko, oppgjørsmisiko, likviditetsrisiko, fundingrisiko, renterisiko og tillitsmannsrisiko (administrativ risiko). Det er fare for interessekonflikt dersom institusjonen innehar mange roller samtidig. Disse formene for risiko er for så vidt ikke nye, det er de samme typene risiko som eksempelvis en bank møter i sin daglige virksomhet. En finansinstitusjon er imidlertid ilagt kapitalkrav for kredittrisiko, som også kan dekke en del av risikoen knyttet til andre roller. Når rollene skilles, og risikoen splittes opp, vil enkelte roller ikke bli ilagt kapitaldekningskrav etter dagens regler. I den sammenheng kan det nevnes at Bank of England kan pålegge institusjoner særskilt kapitalkrav for f.eks. administrativ risiko, nettopp på grunn av oppsplittingen i ulike roller.

5. Muligheter for verdipapirisering i Norge

Verdipapirisering kan ha positive effekter gjennom bedre effektivitet i ressursallokeringen, bedre fleksibilitet for den enkelte finansinstitusjon, muligheter for et bredere produkttilbud og bedre lånevilkår. Dette forutsetter imidlertid tilfredsstillende tilsyn, samtidig som de mulige negative konsekvensene av en utvikling mot større oppsplitting av den tradisjonelle lånefunksjonen kontrolleres. Myndighetene må føre tilsyn med at kredittrisikoen overføres fullstendig fra selger til obligasjonskjøpere, salget må være reelt (ingen gjenkjøpsforpliktelse), og kapitalen må være tilstrekkelig i forhold til gjenværende risiko i selgende institusjons portefølje.

Markedsmessige forhold

Verdipapirisering er av særlig betydning i USA, men har også et visst omfang i Storbritannia. Markedet i USA har fått en slik størrelse blant annet på grunn av myndighetenes medvirkning og bankenes begrensning funksjonelt og geografisk. Dessuten har teknikken blitt brukt under den amerikanske bankkrisen. Den beskjedne størrelsen på markedet i Europa tilsier at teknikken neppe vil få et særlig stort omfang i Norge i løpet av den nærmeste tiden. Dersom det etableres et regelverk som legger til rette for bruk av verdipapirisering, kan omfanget likevel øke når de markedsmessige forholdene tilsier det.

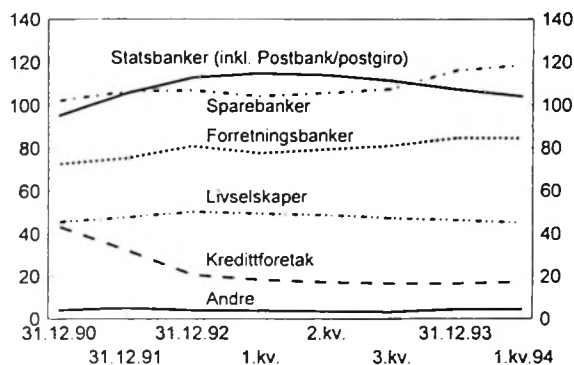
Det er imidlertid verdt å merke seg at fastrentelån står for en svært beskjeden andel av boliglånene i Norge, mens dette er det vanligste i USA, gjerne med rentebindingstid på 30 år. Mange banker og sparebanker fikk alvorlige problemer nettopp på grunn av kombinasjonen av utlån med lang rentebindingstid og korte innlån. I Norge har det tradisjonelt kun vært institusjoner med tilgang på langsiktige midler som har ytt fastrentelån, dvs. kredittforetak og livselskaper. Dette tilsier isolert sett at potensialet for verdipapirisering er lavere i Norge enn i USA.

Dersom verdipapirisering når et visst omfang slik at obligasjonsfinansiering blir vanligere, vil det få betydning for strukturen i finansmarkedet. I Norge foregår en liten del av boligfinansieringen over obligasjonsmarkedet, tradisjonelt har kun kredittforetak finansiert seg ved utstedelse av obligasjoner. Bankene benytter for det meste andre innlånskilder, og Husbanken finansieres over statsbudsjettet.

De forskjellige utlånsektorenes størrelse, målt ved utlån til boligformål, fremgår av figur 4. Markedsandelene ved utgangen av 1. kvartal 1994 fremgår av figur 5.

I Norge har Husbanken i overkant av 20 prosent av boliglånene, og ca. 90 prosent av finansieringen av nye boliger. På kort sikt er derfor markedspotensialet for private finansinstitusjoners verdipapirisering av boliglån begrenset, uansett deres likviditets- og soliditetssituasjon. På lengre sikt vil imidlertid Husbankens betydning reduseres ved at nybyggingens andel av boligomsetningen fal-

Figur 4 Boliglån i Norge. Utestående i mrd. NOK.



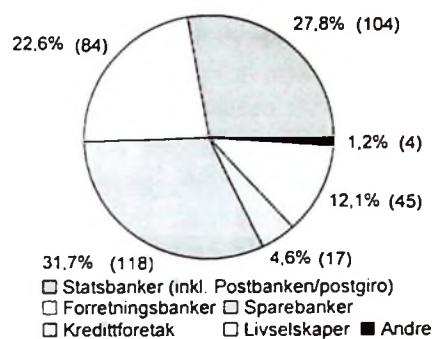
Kilde: Statistisk sentralbyrå. Bank- og kredittstatistikk. Aktuelle tall

ler. Dersom Husbanken skulle gå over til obligasjonsfinansiering i en eller annen form, er det grunn til å vente god etterspørsel etter obligasjonene, blant annet fordi bankene i dag sannsynligvis har en lavere andel av sine aktiva plassert i boliglån enn de ville ønske. Også andre investorer vil kunne interessere seg for boligobligasjoner, enten de er basert på Husbanklån eller andre boliglån, ettersom de vil ha lav risiko og bedre avkastning enn statsobligasjoner, og således kan være et godt plasseringsalternativ.

Ved eventuelle nye problemer i finansinstitusjonene, kan verdipapirisering være et hensiktsmessig virkemiddel. Erfaringene fra USA tyder så langt på at verdipapirisering har vært en velegnet måte å avhende aktiva i finansinstitusjoner hvis egenkapital var tapt. Teknikken har også med hell vært anvendt av institusjoner med lav soliditet og dårlig likviditet. Det er avgjørende at lånene kan selges til en pris som gjenspeiler lånenes virkelige verdi. Ved å selge gode lån for «billig» kan en institusjon i likviditetskrise utsette problemene, men sitte igjen med dårlige lån som etter hvert kan belaste sikringsordningene.

Det synes å være lite sannsynlig at private finansinstitusjoner i Norge vil ta initiativ til verdipapirisering får stor utbredelse i løpet av de nærmeste årene. Bankene er over den akutte krisen, og de fleste bankene har overskuddslikviditet. Dette gjelder særlig mindre banker (spesielt sparebanker), som oftest har

Figur 5 Boliglån. Markedsandeler 31/3 1994 (Beløp i mrd. NOK).



Kilde: Statistisk sentralbyrå. Bank- og kredittstatistikk. Aktuelle tall

god innskuddsdekning, og som neppe har ønske om eller forutsetninger for å utnytte kapitalmarkedene på denne måten. I den grad det blir aktuelt, vil prosessen trolig drives av de store forretningsbankene, og eventuelt av enkelte finansieringsselskaper og kredittkortselskaper.

På litt sikt er det imidlertid mulig at verdipapirisering kan være en attraktiv måte for bankene å bedre sin soliditet på. Selv om bankenes kapitaldekning i mange tilfeller er god, er kjernekapitalen forholdsvis lav. I likhet med de fleste utenlandske banker oppnår ingen norske banker topp gradering hos kredittvurderingsselskapene. Verdipapirisering kan være en hensiktsmessig måte å bedre egenkapitaldekningen på. Dessuten kan verdipapirisering være en måte å hente inn ny kapital på i tilfelle sterk vekst og større låneetterspørsel i økonomien. I en slik situasjon kan finansinstitusjonenes utlånskapasitet komme under press. Flere alternative finansieringskilder gjør sannsynligheten for kapitalrasjonering mindre.

For kredittforetakene representerer verdipapirisering en ny mulighet i forhold til dagens system. I stedet for å utstede obligasjoner, og ha lånene på egne bøker og svare kapitalkrav for dem, kan obligasjoner utstedes med direkte sikkerhet i lånene. Dersom slike obligasjoner utstedes i Norge, kan de representere sterk konkurranse for kredittforetaksobligasjoner. Selv om obligasjonene ikke

utstedes i Norge, vil de kunne representere en viss konkurranse for kredittforetaksobligasjoner dersom norske investorer interesserer seg for slike obligasjoner utstedt i utlandet.

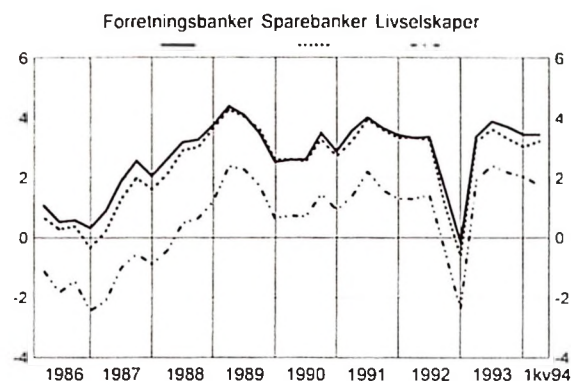
Mange banker har god innskuddsdekning i dag, og får en stor del av sine inntekter fra marginen mellom innskudd og utlån. Denne marginen utsettes stadig for økende press, blant annet fordi sparerne nå stilles overfor flere alternative plasseringsformer, f.eks verdipapirfond. Innskudd ventes derfor å bli en dyrere innlånskilde og kan komme til å reduseres i volum. Overgang til andre innlånskilder gir redusert rentemargin, og verdipapirisering kan være attraktivt i stedet for utstedelse av obligasjoner, fordi den verdipapiriserte porteføljen kan oppnå bedre rating enn selger av lånene. Dersom det er stor margin mellom boligrenter og rentene på de forskjellige innlånskildene (innskudd, obligasjoner), kan verdipapirisering bli attraktivt. I en slik situasjon kan verdipapirisering benyttes til å øke utlånsvirkningsheten (gi økt rentenetto og økte honorarer), samtidig som institusjonen slipper kapitalkrav på de verdipapiriserte lånene.

Figur 6 viser rentedifferansen mellom forskjellige utlånsrenter og 3 mnd. NIBOR. For forretningsbankene og sparebankene finnes ikke tall for boligrenter, og figuren viser i stedet utlånsrenten til langsiktige formål. Boligrenten vil vanligvis være lavere enn denne. For livselskapene vises boligrenten. Bankenes boligrenter vil vanligvis ligge mellom livselskapenes boligrente og bankenes utlånsrente til langsiktige formål. Fra 4. kvartal 1993 til 2. kvartal 1994 viser beregninger i Norges Bank at bankenes boligrenter innenfor 60 prosent av takst lå om lag 0.5 prosentpoeng over livselskapenes boligrenter.

Boligrentene har i perioder ligget om lag 2 prosentpoeng over 3 mnd. NIBOR; dette var tilfelle i store deler av 1989 og 1991. I 1993 har differansen vært godt over 2 prosentpoeng, men dette kan ha sammenheng med det kraftige rentefallet gjennom året. Boligrentene har blitt justert ned, men med et etterlep i forhold til pengemarkedsrenten.

I Storbritannia var det en rentedifferanse mellom kredittforeningenes (building societies) boligrente og LIBOR på om lag 2 prosentpoeng i perioden 1983-1988, og dette var en av årsakene til at boligfinansieringsselskaper

Figur 6 Rentedifferanse over NIBOR.



* For årene 1986 og 1987 er nullstilte lån inkludert, mens de fra og med 1. kvartal 1988 er ekskludert. Differansen mellom rentene med og uten nullstilte lån utgjør ikke mer enn 0,03-0,04 prosentpoeng på årsbasis for årene 1986 og 1987.

Kilde: Norges Bank og OECD.

som finansierer sine lån løpende, såkalte «centralised lenders», dukket opp (se avsnitt 3 om Storbritannia). Disse utnyttet rentedifferansen ved å utstede boligobligasjoner med flytende rente basert på LIBOR. De hadde ikke lånene på egen balanse, og inntektene skrev seg fra honorarer knyttet til utstedelse og forvaltning av lånene. Den økte konkurransen ledet til lavere boligrenter for låntakerne. I Norge er rentedifferansen på rundt 2 prosentpoeng i forhold til pengemarkedsrenten. Dette er omtrent samme margin som det man hadde i Storbritannia da det viste seg lønnsomt å etablere «centralised lenders».

Forholdet til det norske regelverket

Det sentrale spørsmålet når det gjelder forholdet til det norske regelverket, er om et norsk spesialselskap faller innenfor finansieringsvirksomhetsloven («loven»). Dersom selskapet omfattes av loven, vil det komme under tilsyn av Kredittilsynet og det må oppfylle reglene om kapitalkrav for finansinstitusjoner.

Lovens definisjon av finansieringsvirksomhet er meget vid. Spesialselskapet vil derfor trolig måtte reguleres av loven, og vil sannsynligvis måtte ha konsesjon som finansieringsforetak.

Det vil være lovens bestemmelser om minste startkapital og minste kapitaldekning som vil få størst betydning for et spesialselskap.

Finansieringsvirksomhet

Etter finansieringsvirksomhetsloven § 1-2 innebærer finansieringsvirksomhet å «yte, formidle eller stille garanti for kreditt eller på annen måte medvirke ved finansiering av annet enn egen virksomhet...». Bestemmelsen inneholder en del unntak fra dette. Det eneste som kan være aktuelt er «6. finansiering som bare forekommer som enkeltstående tilfeller». At selskapet skal overta fordringer, og at det ikke selv skal administrere låneporteføljen, er neppe tilstrekkelig til å komme inn under denne bestemmelsen. Virksomheten synes dermed ikke å falle inn under noen av unntakene i § 1-2. Spesielskapet vil derfor trolig måtte reguleres av loven, og vil sannsynligvis måtte ha konsesjon som finansieringsforetak etter § 3-3.

Startkapital / kapitaldekning

Finansinstitusjonene er pålagt regler om minste startkapital (§ 3-5) og minste kapitaldekning (§ 3-17). Etter lovens § 3-5 kan et finansieringsforetak ikke stiftes med mindre aksjekapital enn motverdien av 5 millioner ECU (ca. 42 millioner kroner). I tilfeller der institusjonen skal drive en meget begrenset virksomhet innenfor landets grenser, kan Kongen samtykke i at aksjekapitalen kan settes til motverdien av 1 million ECU (ca. 8,4 millioner kroner). Overtakelse av norske utlån må i seg selv regnes som virksomhet innenfor landets grenser, men dersom et spesielskap utsteder obligasjoner rettet mot utenlandske markeder, kan det være et spørsmål om virksomheten er utenfor landets grenser. Videre er det et spørsmål om § 3-5 innebærer en absolutt nedre grense for ansvarlig kapital på motverdien av 1 million ECU slik at det ikke kan gis dispensasjon som innebærer en

ansvarlig kapital lavere enn dette beløpet. Beløpsgrensene på 5 millioner ECU og 1 million ECU tilsvarende EØS-avtalens minimumsgrenser for kredittinstitusjoner. Etter § 3-17 må et finansieringsforetak ha en minimum kapitaldekning på 8 prosent av et risikovektet beregningsgrunnlag.

Unntak fra disse bestemmelsene må eventuelt hjemles i lovens § 1-3. Det heter her at «Kongen kan i særlige tilfeller unnta også andre finansinstitusjoner eller grupper av finansinstitusjoner fra en eller flere bestemmelser i loven og kan sette vilkår for slikt unntak». Det fremgår ikke av forarbeidene til loven hva som er ment å begrunne dispensasjon etter denne bestemmelsen. Det forhold at uttrykket «særlige tilfeller» er brukt indikerer en restriktiv praksis. Ettersom spesielskapet kan ses på som en ny type finansinstitusjon, kan det synes lite aktuelt å hjemle unntak i denne generelle unntaksbestemmelsen.

Selgeren

For at verdipapirisering skal være interessant for selger, må selger ikke bli pålagt kapitalkrav på de overdratte eiendelene. Det kan være et spørsmål om selgeren etter lovens § 2a-9 må konsolidere inn (inkludere) de verdipapiriserte eiendelene i sin balanse og dermed fortsatt svare kapitalkrav for disse. For å unngå tvil om konsolidering må den juridiske personen som eier spesielskapet være uavhengig av selgeren. Videre må salget innebære en reell overføring av kredittrisiko, og selger må ikke ha noen moralske forpliktelser til å dekke tap. At selgeren fortsatt skal forvalte lånene, kan likevel skape tvil om hvorvidt det er en reell eiendomsoverdragelse.

Dersom spesielskapet ikke skal svare kapitalkrav utover minstekravet i selskapslovgivningen, er det behov for unntak fra disse bestemmelsene. Loven inneholder en generell hjemmel til å unnta finansinstitusjoner fra en eller flere av lovens bestemmelser. Lovens formulering indikerer imidlertid en restriktiv praksis.

Unntak fra kravene om minste startkapital og minste kapitaldekning vil gjelde meget sentrale bestemmelser i loven. Det er grunn til å tro at verdipapirisering vil være lite økonomisk interessant dersom spesielskapet ikke kan få slike unntak. Spesielskap for verdipapirisering var ikke påtenkt da loven ble utformet. Det er derfor et spørsmål om lovgi-

verne bør gis anledning til å uttale seg før det gis konsesjon til å benytte teknikken. Se egen ramme som drøfter forholdet til loven nærmere.

Referanser:

Amin, Razi U., 1993, «Security Blankets.» *Balance Sheet*, 2 (4), s. 22-26.

Bank of England, 1992, «Loan Transfers and Securitisation.» *BSD/1989/1*, med tillegg og endringer *BSD/1992/3*.

Basle Committee on Banking Supervision, 1992, «Report on international developments in banking supervision.» Report no 8, Bank for International Settlements.

Greenspan, Alan, 1994, «Optimal bank supervision in a changing World.» Remarks before the 30th Annual Conference on Bank Structure and Competition, *BIS Review*, no. 91.

Twinn, C. Ian, 1994, «Asset-backed securitisation in the UK.» *Bank of England Quarterly Bulletin*, 34 (3), s. 134-143.

Fire toneangivende statsobligasjonslån

Terje Prøsch, spesialrådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Innledning

I løpet av få år er statsobligasjonsmarkedet blitt nokså forandret. Selve statsgjeldspolitikken har riktignok ikke endret seg særlig siden mange av prinsippene ble avklart og offentliggjort for ca. to år siden. Forandringene har mer vært en konsekvens av den politikken som den gang ble lagt til grunn. Således er sammensetningen av gjelden blitt endret, salgsopplegget er blitt mer strukturert, annenhåndsmarkedet og informasjonsvirksomheten mer utviklet. Tiden kan derfor være inne til å gi en ajourført oversikt over enkelte karaktertrekk som nå kjennetegner det innenlandske statsobligasjonsmarkedet, samt antyde enkelte erfaringer som er høstet.

Instrumentene

Som for annen virksomhet ligger grunnlaget for markedet i selve produktsortimentet; det vil si obligasjonenes utforming og sammensetning. For å gjøre statsobligasjonene så attraktive som mulig, er det i de senere år bevisst satset på forholdsvis få, store og avdragsfrie lån, med standardiserte og enkle kjennetegn. Siden 1991 har staten kun utstedt obligasjoner i fire forskjellige lån. Ved å bygge opp disse toneangivende, utvidbare lånene, har en søkt å fokusere interessen på disse.

I tabell 1 er det gjengitt visse faste opplysninger som identifiserer de fire toneangivende lånene. Felles for obligasjonene er at de har fast rente i lånets løpetid, er avdragsfrie (fast forfall) og skal innløses til pari kurs på en forfallsdato som faller sammen med rentetermindatoen. De har kun én renteutbetaling pr. år, er innbyrdes ombyttelige etter låneutvidelser, har et pålydende på kr. 1.000, og er registrert i Verdipapirsentralen og notert på Oslo Børs. Norges Bank er kontofører for lånene.

Når en skal velge hvilke obligasjoner som skal selges, kjøpes eller holdes, vil obligasjo-

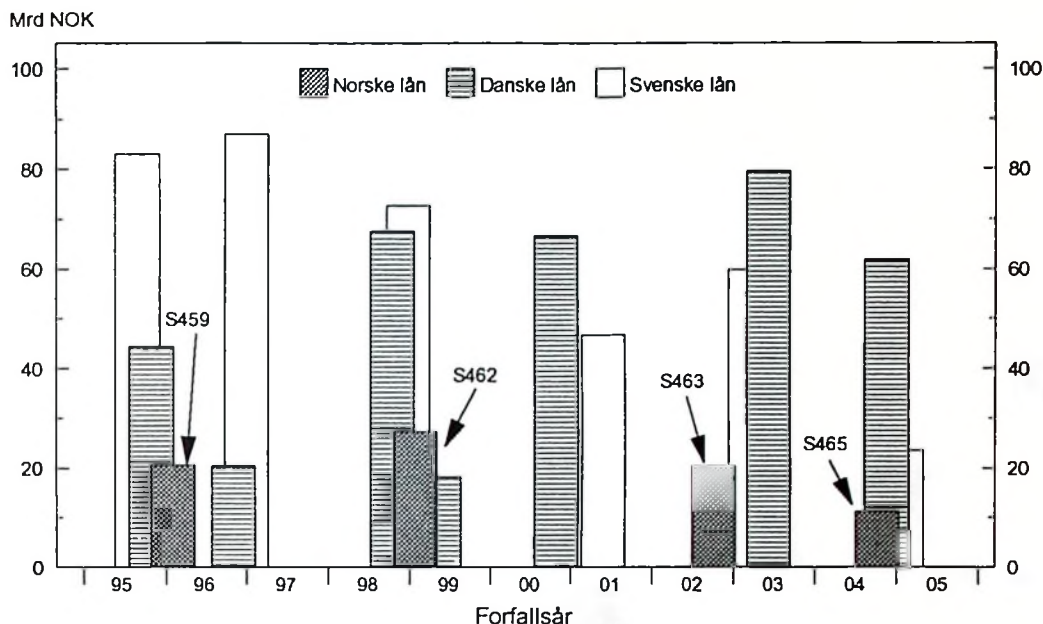
Tabell 1. Faste opplysninger om fire toneangivende statsobligasjonslån

Verdipapirnummer	100459	100462	100463	100465
Oslo Børs «ticker»	S459	S462	S463	S465
Forfallsdato	28.02.96	31.01.99	31.10.02	30.11.04
Nominell rente, prosent p.a.	10	9	9,5	5,75

enes gjenstående løpetid stå sentralt. Noen ønsker en kort rentebinding på plasseringene, andre lang, de fleste – inklusive staten qua låntaker – en «passende» blanding. De fire lånene har derfor ved førstegangsemisjonene fått fastlagt forfallsdatoer som ligger 2–3 år fra hverandre, hvilket sikrer differensierte gjenstående løpetider, for tiden 1½ år, 4½ år, 8 år og 10 år. Ettersom tiden går, vil imidlertid lånenes gjenstående løpetid uvegerlig bli mindre, slik at obligasjonene langsomt skifter karakter. Selv om et eksisterende lån etter hvert stort sett kan innta plassen (durasjonsområdet) til et noe kortere lån, vil en opprettholdelse av produkttilbudet bare kunne skje ved at en fra tid til annen åpner nye, lengre lån. Dersom staten får et visst netto lånebehov i årene fremover, gir det i tillegg rom for et litt tettere produktspekter (det vil si flere forfallsdatoer) enn nå på de toneangivende lånene og/eller en økning av størrelsene. En slik profilering mot enda større og litt flere enn fire toneangivende lån er ikke spesielt norsk, den er tvert om blitt nokså vanlig internasjonalt. I figur 1 ser vi at de fire store norske statsobligasjonslånene er små sammenlignet med de største danske og svenske. Begge disse landene har gått forholdsvis langt i å legge ut store lån, og særlig Sverige har i tillegg en stor statsgjeld.

I norsk sammenheng er tre av lånene de største som noensinne er lagt ut. Med et samlet pålydende på 20 + 27 + 20 + 11 = 78 milliarder kroner, utgjør de over 73 prosent av den

Figur 1. Toneangivende statsobligasjonslån i Norge, Danmark og Sverige fordelt etter forfallsdato og utestående volum pr. 30. juni 1994. Pålydende verdi.



samlede statsobligasjonsgjelden, som i tillegg består av serieobligasjoner med halvårlige rentebetalinger og uttrekninger.

Emisjonene

Siden 1991 har Norges Bank avholdt fjorten emisjoner i de fire store statsobligasjonslåne- ne. Figur 2 viser når og med hvor store beløp de enkelte lånene er blitt bygget opp. Det første lånet som ble åpnet var det daværende femårslånet S459, etterfulgt av et syvårslån (S462) og et tiårslån (S463) i 1992. Disse lånene ble så utvidet året etter, før et nytt elleveårslån (S465) ble lansert. I år har det skjedd ytterligere utvidelser, men i et omfang på bare ca. halvparten av fjorårets.

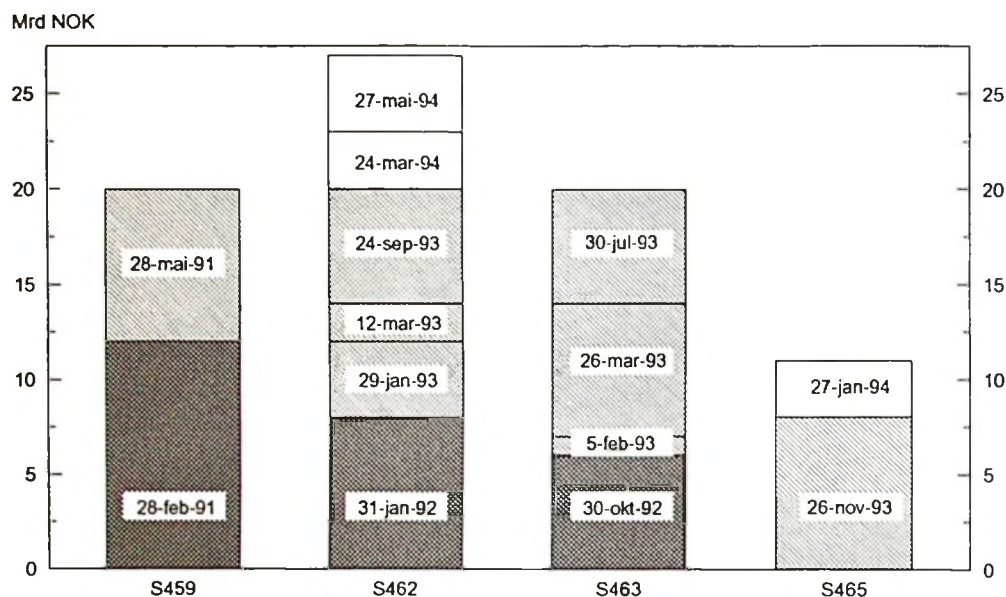
Ved tolv anledninger har hollandsk auksjon i hovedsak vært benyttet som salgsform. I en hollandsk auksjon skal alle budgivere som blir tildelt obligasjoner betale samme kurs, tilsvarende det laveste aksepterte budet. Til sammen 56,3 milliarder kroner av de i alt 78 er blitt emittert på denne måten. Resten har vært avsatt ved rettede emisjoner, stort sett til Norges Bank med markedspleie eller videre- salg for øye. Auksjonene har hele tiden vært åpne for alle, unntatt for myndighetene selv. Fra og med i år har også utlendinger kunnet

levere bud direkte til Norges Bank. Budene må imidlertid avgis i hele millioner kroner, hvilket utelukker de små investorene. En ordning der småinvestorer hadde adgang til å avgi såkalte ikke-konkurrerende bud i hele hundre tusen kroner, er nylig bortfalt, på grunn av liten oppslutning.

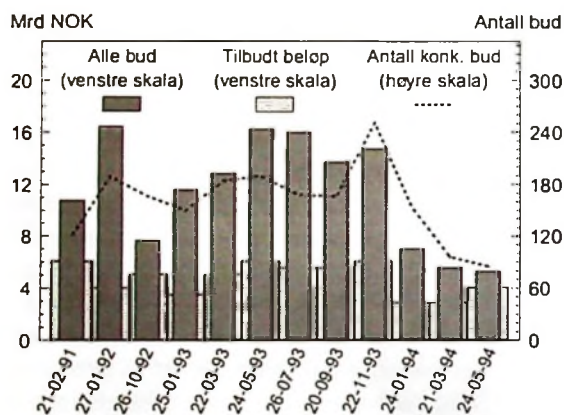
Fra og med 1993 har Norges Bank rundt årsskiftet offentliggjort en auksjonskalender for statsobligasjoner, med informasjon om når lånevilkår offentliggjøres, auksjon avholdes og oppgjør foretas i det kommende kalender- året. Hensikten har blant annet vært å gi potensielle investorer større påregnelighet. Siden den gang har auksjoner blitt avholdt annenhver måned i henhold til de offentliggjorte planene, med ett unntak nå sist i juli, da den forhåndsannonserte auksjonen ble avlyst grunnet et lavere lånebehov enn opprinnelig ventet.

Deltagelsen i statsobligasjonsauksjonene må kunne karakteriseres som god i årene 1991–93, muligens unntatt i oktober 1992, da S463 ble lagt ut for første gang. I år har imid- lertid budgivingen vært merkbart svakere, særlig i mai-auksjonen. Disse inntrykkene er basert på sammensetningen av høye og lave bud, sammenlignet med de forventninger samtidig informasjon fra annenhåndsmarke-

Figur 2. Emisjoner av statsobligasjoner siden 1991. Pålydende verdi.



Figur 3. Auksjonsbudgivning.



det gav. Et grovt bilde av auksjonsbudgivingen er vist i figur 3. Av denne figuren kan man indirekte se at forholdet mellom alle bud – høye som lave – og tilbudt beløp har vært 4,1 på det høyeste og 1,3 på det laveste. Antall konkurrerende bud har variert mellom 251 og 85, antallet budgivere med tildeling mellom 46 og 21. Jevnt over har 10–12 budgivere fått tildelt ca. 80 prosent av obligasjonene. I de første auksjonene var de store bankene og livsforsikringsselskapene, foruten enkelte fondsmeglerforetak, de dominerende aktørene. Etter hvert har den siste gruppen kanalisert

hele 50–80 prosent av budgivingen og tildelingen, slik at det er blitt vanskeligere å se hvilke investorgrupper som deltar i førstehåndsmarkedet.

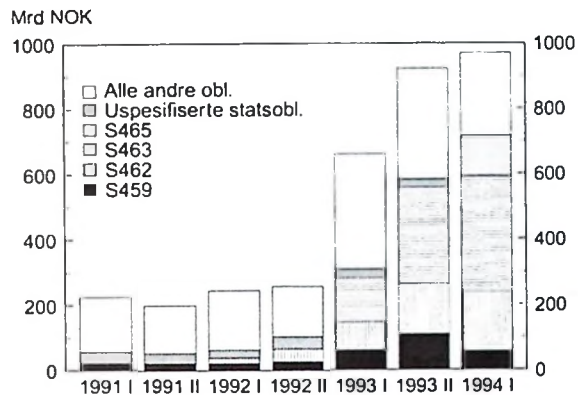
Annenhåndsmarkedet

Som nevnt innledningsvis er det en viktig og attraktiv egenskap ved en obligasjon at den inngår i et lån der obligasjonene omsettes hyppig og forskjellen mellom kjøps- og salgspris er liten, selv når større beløp skal omsettes. Slik likviditet oppnås i praksis bare dersom det underliggende lånet er tilstrekkelig stort. Målt ut fra norske, historiske forhold kan en trygt si at de fire toneangivende lånene er blitt likvide. Særlig gjelder det S462 og S463. S459 er i ferd med å bli så kort at det etter hvert antagelig fases ut av annenhåndsmarkedet, mens S465 ennå ikke har rukket å bli så stort som de andre. Omsetningen i hvert av de to sistnevnte lånene har likevel hittil i år ligget på det mangedobbelte av hva de største andre norske obligasjonslånene kan oppvise.

I figur 4 kan en se hvor dominerende omsetningen i de fire lånene er blitt i løpet av svært kort tid, både sett i forhold til alle andre obligasjoner, og sammenlignet med de statsobligasjonene som spilte rollen som «tone-

Figur 4. Halvårsomsetningen på Oslo Børs 1991 I–1994 I av toneangivende statsobligasjoner og andre obligasjoner.

Mrd. kr. pr. halvår:



angivende» inntil 1991–92. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen på de fire hittil i år – ca. fem milliarder kroner – tilsvarer hele obligasjonsmarkedets månedsomsetning i 1985–86 og omtrent hele årsumsetningen i begynnelsen av 80-årene.

Samtidig med omsetningsøkningen er også forskjellen mellom beste kjøper- og selgerkurs jevnt over blitt mindre enn før, selv om denne «spreaden» under urolige markedsforhold fortsatt kan bli forbigående merkbart større og kursene lett flyttes også for de toneangivende lånene.

Ved siden av den kursinformasjonen som kanaliseres via Oslo Børs Informasjon, er det også mulig løpende å følge markedet for de fire statslånene på tre sider hos Reuters; Norges Banks kursstilling på siden CBOP (Telerate 9292) og 15–16 fondsmeglerforetaks priser på sidene KINO–P. Også Dagens Næringsliv og Finansavisen formidler de siste kurser og renter etc. på obligasjonene, men naturlig nok først dagen etter.

I tabell 2 er det som en illustrasjon oppgitt en rekke kjennetegn som karakteriserte obligasjonene ved børsstlutt den 24. august 1994. Av disse kjennetegnene, som løpende må ajourføres, gir for eksempel forskjellen mellom beste kjøper- og selgerkurs, dagsomsetningen og brutto utestående markedsverdi viktige indikasjoner på hvor fremtredende et obligasjonslån er. Varigheten (durasjonen) er

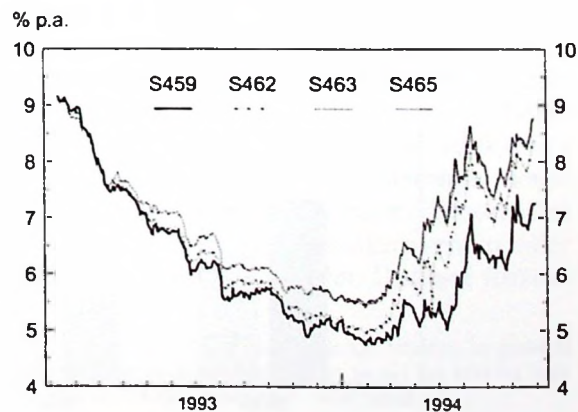
Tabell 2. Markedsforholdene for de fire toneangivende statslånene 24. august 1994

	S459	S462	S463	S465
Kjøperkurs. Prosent	104,20	103,40	106,24	81,90
Selgerkurs. Prosent	104,25	103,45	106,25	82,20
Siste omsetningskurs. Prosent	104,20	103,41	106,36	81,90
Omsætning. Milliarder kroner	0,5	1,6	2,0	0,1
Brutto markedsverdi. Milliarder kroner	21,8	29,4	22,9	9,5
Effektiv rente. Prosent p.a.	6,91	8,03	8,39	8,42
Varighet (durasjon). År	1,4	3,7	5,7	7,4
Volatilitet. Prosent	-1,3	-3,4	-5,3	-6,8

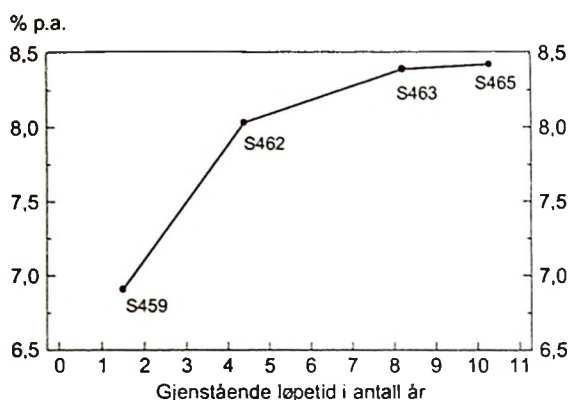
et kompakt uttrykk for hvor lange obligasjonene i et lån er, mens volatiliteten (relativ «kursrisiko») gir en mekanisk anvisning på hvor mye prisen endres prosentvis hvis obligasjonens effektive rente endres med ett prosentpoeng. På grunnlag av siste omsetningskurs kan man regne ut en obligasjons effektive rente. Den er et avkastningsbegrep som tar hensyn til ikke bare kupongrenten, men også kursgevinst eller -tap frem til forfall og når betalingene skjer, slik at rentesrenteeffekten ivaretas.

De effektive rentene på statsobligasjoner omtales ofte i media, men som regel i en økonomiskpolitisk sammenheng eller bare som en referanse ved privatøkonomisk rådgivning, heller sjelden som et investeringskriterium for kjøp av selve statsobligasjonen. Figur 5 viser renteutviklingen for de fire statsobligasjonene

Figur 5. Effektiv rente på de fire toneangivende statsobligasjonslån 1.1.93–9.9.94.



Figur 6. Avkastningskurven for de fire toneangivende lån.
Effektive renter pr. 24.8.94.



i fjor og hittil i år. Ved siden av slike tidsserier er vel avkastningskurven, gjengitt i figur 6, mest brukt for enkle analyseformål. Det vil her føre for langt å komme inn på hvilke årsaker man tror det er som har betydning for disse mer eller mindre langsiktige rentene. Temaet ble dessuten berørt i et internasjonalt perspektiv i forrige nummer (PEK 1994/2, del A, side 84*), der en som utgangspunkt for analysen delte en rente inn i blant annet følgende tre komponenter:

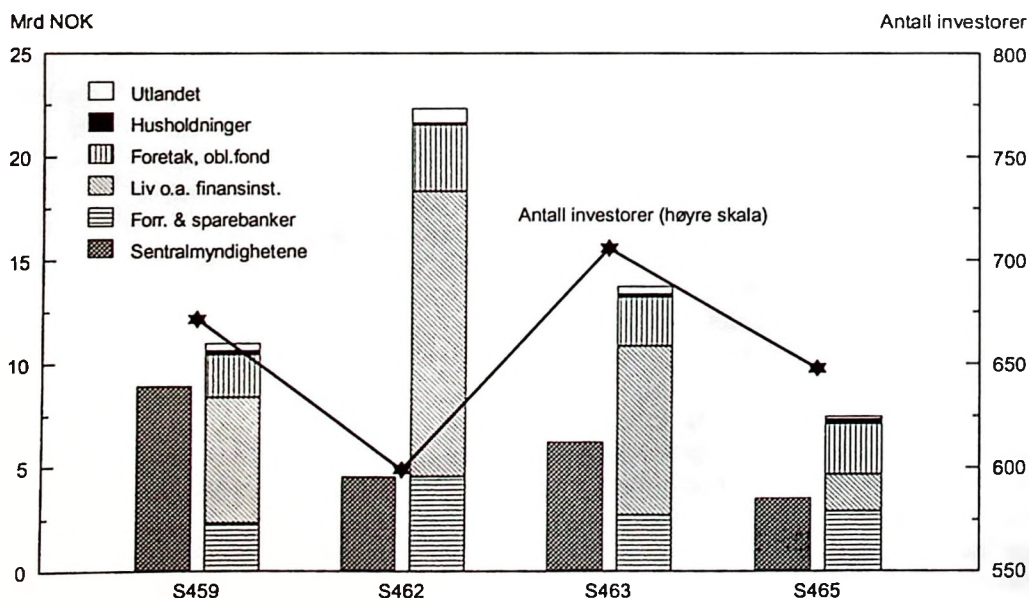
- En komponent som reflekterer inflasjonsforventninger
- En komponent som avspeiler realavkastningskrav
- En risikopremie for relativ usikkerhet.

Således endres de langsiktige rentene som følge av skiftende antagelser om fremtidige begivenheter. Hvor sterkt disse slår ut i et bestemt lån, avhenger ifølge teorien av når begivenhetene ventes å inntreffe.

Eierfordelingen

Basert på opplysninger fra Verdipapirsentralen er det i figur 7 vist hvilke hovedgrupper det er som eier de fire toneangivende lånene. Ikke uventet er banker og livsforsikringselskaper betydelige eiere, foruten sentralmyndighetene selv (Folketrygdfondet, Norges Bank, Norges Postbank). Obligasjonsfond og private aksjeselskaper har i løpet av det siste året økt sitt innehav relativt mye, særlig i det lengste lånet S465, men er foreløpig ingen dominerende eiergruppe. Både husholdninger og utenlandske eiere har svært små beholdninger. I hvert lån er det 6-700 eiere.

Figur 7. Eiergrupper i de fire toneangivende statsobligasjonslånene 30.6.94.
Pålydende verdi i mrd. kr.



En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld

Ragna Alstadheim, konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank, og Robert Madsen, student ved høyere avdelings studium, Institutt for samfunnsøkonomi, NHH.

I forbindelse med renteuroen høsten 1992 og de store endringene i rentenivå som en har opplevd de siste årene har spørsmålet om i hvilken grad publikum har fast eller flytende rente på sine fordringer og gjeld fått økt oppmerksomhet. Dersom publikum har netto gjeld som i stor grad har flytende rente, vil en renteoppgang raskt gi redusert disponibel inntekt. En vanlig antagelse er at det er langt mindre grad av rentebinding i Norge enn i mange andre europeiske land, slik at publikumssektoren i Norge raskere får merke følgene av en renteendring enn publikumssektoren i andre land. Dette bildet blir noe nyansert i denne artikkelen.

1. Innledning

Rent skjematisk og forenklet tenker en seg at renten påvirker den økonomiske aktiviteten på følgende måte: Sentralbanken styrer markedsrenten ved fastsettelsen av sine signalrenter. Banker og andre finansinstitusjoner setter sine innskudds- og utlånsrenter med en viss margin til markedsrentene, og sentralbanken kan dermed styre rentebetingelsene som publikum står overfor. Innskudds- og utlånsrentene vil i neste omgang få betydning for publikums realøkonomiske beslutninger og den økonomiske aktiviteten.

Dette bildet kompliseres av flere forhold. I praksis kan sentralbanken kun påvirke de mest kortsiktige pengemarkedsrentene. De ulike finansinstitusjonenes rentebetingelser kan være knyttet til ulike renter i det kortsiktige pengemarkedet eller det langsiktige kapitalmarkedet, slik at sentralbanken i varierende grad kan påvirke innskudds- og utlånsrentene. Sammenhengen mellom markedsrenter og finansinstitusjonenes rentebetingelser kan også avhenge av forhold som konkurransevilkår og konjunkturfase. Videre har ikke de ulike aktørene samme adgang til kapital- og pengemarkedene. For eksempel kan større foretak og kommuner låne direkte i sertifikat- og obligasjonsmarkedene, mens mindre aktører kun har indirekte adgang gjennom finansinstitusjonene.

Hvorvidt publikum har positive eller negative rentebærende nettofordringer, er avgjørende for den direkte effekten en renteendring

har på disponibel inntekt¹. Er det fast rente på fordrings- og gjeldspostene, vil det likevel ta tid før renteendringen får betydning for rentebetalingene. En renteendring har selvfølgelig også betydning for verdien av finansielle fordringer og gjeld som ikke er direkte rentebærende, i tillegg til at renten vil påvirke verdien av realaktiva og den økonomiske aktiviteten ellers. Her ønsker vi å belyse hvordan en endring i norske markedsrenter slår ut i endrede renteutgifter og renteinntekter – eller med andre ord i endret likviditet – for husholdningene, foretakene og kommunene i Norge.

Problemstillingen er todelt. For det første må en undersøke om publikum har fast eller flytende rente på sine fordringer og gjeld. Er renten fast, vil en endring i rentenivået slå ut i endrede rentebetingelser først ved en renteregulering eller når gjelden (fordringen) skal refinansieres (replaseres). En oversikt over rentebindingsstrukturen for publikums fordringer og gjeld er gitt i avsnitt 2. Dessuten er det viktig å få en oversikt over hvilke markedsrenter som er av størst betydning for rentebetingelsene som publikum står overfor dersom renten er flytende. Effekten på husholdningenes netto renteutgifter av en reduksjon i pengemarkedsrenten vil for eksempel være avhengig av om boliglånsrenten, dersom den er flytende, følger pengemarkedsrenten eller renten i obligasjonsmarkedet. Dette er forsøkt

¹ Vi avgrensner oss til å se på den direkte effekten av endrede rentebetingelser på disponibel inntekt, og ser her bort fra indirekte effekter via aktivitetsnivået i økonomien.

belyst i en analyse av samvariasjon mellom ulike markedsrenter og finansinstitusjonenes renter i avsnitt 3. I avsnitt 4 prøver vi å trekke sammenligninger mellom land når det gjelder effekten på publikums netto renteutgifter av en renteendring. I avsnitt 5 antyder vi enkelte implikasjoner av resultatene for hvordan pengepolitikken virker.

2. Rentebindingsstrukturen i Norge

Først beskrives forholdet mellom publikums rentebærende fordringer og gjeld slik vi definerer det og publikumssektorens samlede finansielle fordringer og gjeld. Tall for publi-

kums fordringer og gjeld er hentet fra Norges Banks database FINDATR². Publikum omfatter *husholdninger* (lønnstakere, pensjonister og trygdede, i tillegg til personlige foretak, personlige næringsdrivende og organisasjoner som naturlig hører inn i denne gruppen), *foretak* (private ikke-finansielle og ikke personlige foretak, statsforetak og verdipapirfond) og *kommuner* (kommuner, fylkeskommuner og kommunale foretak). I det neste underavsnittet gir vi en oversikt over de rentebærende postenes rentebindingsstruktur.

² FINDATR er avstemte finansielle sektorbalanser som bygger på data fra ulike kilder. Enkelte mindre avstemmingsavvik kan forekomme i tabellene.

Tabell 1. Publikums finansielle fordringer fordelt på finansobjekter pr. 31.12.93. Milliarder kroner.

Objekt	Publikum	I prosent	Husholdninger	I prosent	Foretak	I prosent	Kommuner	I prosent
<i>Direkte rentebærende fordringer:</i>	701,4	52,0	311,3	43,9	326,3	58,4	63,8	77,8
Bankinnskudd	428,7	31,8	282,6	39,8	118,4	21,2	27,8	33,9
Obligasjoner	63,6	4,7	10,3	1,5	47,4	8,5	5,8	7,1
Sertifikater	10,8	0,8	0,3	0,0	10,6	1,9	0,0	0,0
Utlån	177,7	13,2	9,9	1,4	138,4	24,8	29,3	35,7
Andeler i rentefond	20,6	1,5	8,2	1,2	11,5	2,1	0,9	1,1
<i>Ikke direkte rentebærende fordringer:</i>	648,8	48,1	397,9	56,1	232,3	41,6	18,5	22,6
Sedler og skillemynt	35,3	2,6	31,4	4,4	3,7	0,7	0,1	0,1
Aksjer og andeler i aksjefond	185,3	13,7	64,6	9,1	113,8	20,4	6,9	8,4
Forsikringskrav	285,6	21,2	248,8	35,1	36,8	6,6	0,0	0,0
Andre fordringer/ kapitalinnskudd	142,6	10,6	53,1	7,5	78,0	14,0	11,5	14,0
Sum	1350,1	100,0	709,2	100,0	558,9	100,0	82,0	100,0

Tabell 2. Publikums finansielle gjeld fordelt på finansobjekter pr. 31.12.93. Milliarder kroner.

Objekt	Publikum	I prosent	Husholdninger	I prosent	Foretak	I prosent	Kommuner	I prosent
<i>Direkte rentebærende gjeld:</i>	1239,9	66,6	510,4	92,5	583,0	51,2	146,5	85,3
Lån	1103,9	59,3	510,3	92,5	501,6	44,1	92,0	53,6
Sertifikater	5,2	0,3	0,0	0,0	3,9	0,3	1,3	0,8
Obligasjoner	110,2	5,9	0,1	0,0	56,9	5,0	53,2	31,0
Andeler i rentefond	20,6	1,1	0,0	0,0	20,6	1,8	0,0	0,0
<i>Ikke direkte rentebærende gjeld:</i>	621,3	33,4	41,1	7,5	554,9	48,8	25,3	14,7
Aksjer og andeler i aksjefond	290,7	15,6	0,0	0,0	287,4	25,3	3,3	1,9
Kapitalinnskudd	134,7	7,2	0,0	0,0	134,7	11,8	0,0	0,0
Annen gjeld	195,9	10,5	41,1	7,5	132,8	11,7	22,0	12,8
Sum	1861,2	100,0	551,6	100,0	1137,9	100,0	171,8	100,0
Nettofordringer	-511,1	-	157,6	-	-579,0	-	-89,8	-

Forsikringskrav på Statens Pensjonskasse og Folketrygden er ikke registrert i FINDATR. Vi har splittet andeler i fond opp i andeler i rentefond, som består av pengemarkedsfond og obligasjonsfond, og andeler i aksjefond. Kapitalinnskudd er statens innskudd av lang-siktig kapital i statsforetakene i andre former enn aksjekapital eller lånekapital. Andre fordringer/gjeld er restposter som inneholder blant annet skattefordringer/gjeld, opptjente men ikke utbetalte renter, varekreditter og andre poster som ikke er naturlig å plassere andre steder.

Kilde: Norges Bank.

Forholdet mellom rentebærende poster og totale finansielle fordringer og gjeld. Vi definerer postene bankinnskudd, obligasjoner, sertifikater, utlån og andeler i pengemarkeds- og obligasjonsfond (rentefond) som direkte rentebærende fordringer, jmfør tabell 1. Disse utgjør drøyt halvparten av publikumssektorens totale finansielle fordringer. Sedler og skillemynt og aksjer og andeler i aksjefond er klart ikke rentebærende, mens forsikringskrav og andre fordringer kan inneholde rentebærende elementer. Kapitalinnskudd er på fordringssiden et mindre krav fra statsforetak på andre statsforetak.

Forsikringskrav inneholder både pensjonsforsikringer og andre forsikringskrav som uoppgjorte skader. Innbetalte forsikringspremier vil i hovedsak bli plassert av forsikrings-selskapene i aksjer, obligasjoner, eiendom eller som utlån. Mesteparten av disse underliggende aktiva i forsikrings-selskapene er direkte rentebærende, men det vil ikke være en entydig sammenheng mellom rentenivået og verdien av pensjonsforsikringene, siden en renteøkning i første omgang normalt vil gi redusert verdi på en del av de underliggende aktiva. Den økte renten vil over tid gi høyere avkastning på porteføljen, og dette vil etter hvert oppveie verdifallet. Effekten av en ren-

teendring på verdien av pensjonsforsikringene for forsikringstaker avhenger med andre ord av hvor lenge det er til forsikringen kommer til utbetaling.

Lån, obligasjoner, sertifikater og verdipapirfondenes gjeld i form av andeler i rentefond er direkte rentebærende gjeld og utgjør 2/3 av publikums samlede finansielle gjeld. Aksjer og andeler i aksjefond samt kapitalinnskudd knytter seg i hovedsak til egenkapitalfinansieringen til foretakene, men noe er også knyttet til kommunale foretak og verdipapirfond. Annen gjeld er motposten til «andre fordringer», og inneholder de samme objektene. Disse defineres som ikke rentebærende.

Før vi fordeler de rentebærende postene etter rentebindingsstruktur, har vi nettet ut utlån mot lån på egen sektor. I tillegg har vi nettet ut verdipapirfondenes eiendeler i form av verdipapirer mot deres gjeld i form av andeler i fond. Dette er gjort for å unngå at kapital som bare er formidlet via verdipapirfond, blåser opp foretakenes balanse. Dette påvirker ikke de andre sektorenes balanser. Disse står med samme fordringer og gjeld som før, men «omveien» om verdipapirfond, som inngår i foretakssektoren, er slettet. Kommunene formidler 9,5 milliarder kroner i lån fra Husbanken til husholdningssektoren.

Tabell 3. *Finansinstitusjonenes fordeling på fast og flytende rente.*

	Totalt Mrd. kr.	Prosentvis fordeling etter rentebinding:			
		Flytende	Fast < 1 år	1 til 5 år	> 5 år
Innskudd i kroner					
- Postgiro og Postbanken	55,4	100,0	0,0	0,0	0,0
- Forretnings- og sparebanker	348,6	98,4	1,5	0,1	0,0
Utlån i kroner					
- Forretnings- og sparebanker	394,7	90,3	5,4	3,7	0,5
- Kredittforetak	55,9	0,0	38,4	54,5	7,1
- Finansieringsselskaper	18,6	100	0	0	0
- Forsikrings-selskaper	78,9	77,3	4,4	16,6	1,6
- Statsbankene	178,5	16,9	81,0	2,0	0,1
- Postgiro og Postbanken	17,4	93,1	1,7	5,1	0,0

Rentebinding mindre enn tre måneder regnes som flytende rente for forretnings- og sparebankene, mens dette inngår i fast rente i mindre enn et år for de andre finansinstitusjonene. Opplysninger om rentebindingsstrukturen for innskudd og utlån fra forretnings- og sparebanker, kredittforetak og finansieringsselskaper har vi hentet fra årsrapporter for 1993. For forretnings- og sparebankene undersøkte vi årsrapporter for selskaper som dekket en andel på 77 prosent av totale utlån. Denne andelen var på 85 prosent for kredittforetak og 61 prosent for finansieringsselskaper. Postgiro, Postbanken og forsikrings-selskaper ble kontaktet direkte. For sistnevnte selskaper er opplysningene ajour pr. juli – august inneværende år. Dekningsgraden for utvalget av forsikrings-selskaper var på 95 prosent av totale utlån. For statsbankene har vi dels benyttet årsrapporter, og dels kontaktet bankene direkte.

Foretakenes lån fra utlandet er i sin helhet fordelt som valuta, selv om denne posten kan inneholde noe kronelån.

Kilde: Norges Bank.

Effekten av dette på kommunesektorens balanse er fjernet.

Rentebindingsstrukturen på publikums rentebærende fordringer og gjeld. Det er i første rekke kredittforetakene, forsikringsselskapene og statsbankene som har store andeler av sine utlån som fastrenteutlån, jf tabell 3. I beløp har allikevel forretnings- og sparebankene relativt store utlån med fast rente. Disse er i underkant av 40 milliarder kroner. Enkelte sparebanker rapporterer om relativt kraftig økning i utlån med fast rente i løpet av første halvår. Dette er ikke tatt hensyn til i tabellene, men sparebankene hadde ved årsskiftet svært lite fastrenteutlån, slik at en økning i denne andelen ikke vil få stor betydning for totalbildet. De politisk bestemte rentene til statsbankene regnes som faste i mindre enn et år siden disse som hovedregel bare blir endret en gang i året i forbindelse med fremleggelsen av Nasjonalbudsjettet. Husbank II-renten og topprenten på Husbank I-lån ytt etter 1.1.93 reguleres ved hvert årsskifte etter renten på fem-års statsobligasjoner forrige år (oktober til september). Disse regnes også som «fast mindre enn et år». For bankinnskudd er det lite rentebinding totalt sett.

I tabellene 4-6 har vi fordelt publikums fastrentelån fra og -innskudd i finansinstitu-

sjonene på sektorene husholdninger, foretak og kommuner, i tillegg til at de øvrige rentebærende fordrings- og gjeldspostene er med.

Obligasjoner er fordelt etter tid til første mulige renteregulering. Dersom en obligasjon blir solgt (kjøpt tilbake) før renteregulering, vil allikevel en renteendring få betydning for kontantstrømmen til eier (utsteder) siden renten da vil påvirke omsetningsverdien til obligasjonen. Siden sertifikater har en løpetid som er kortere enn et år, klassifiserer vi renten på disse som fast i mindre enn et år. Rentefond er rentebærende i den forstand at fondene investerer i rentebærende instrumenter på vegne av andelseierene. En andel i et slikt fond vil normalt bestå i en eierandel i flere ulike rentebærende instrumenter. Andelseierene får ikke en rente på investert beløp, men verdien på andelen vil avhenge av avkastningen i fondene. Disse forholdene gjør at vi ikke fordeler rentefond etter rentebindingstider.

Vi ser at det er relativt lite innslag av rentebinding for alle publikumssektorer på fordringssiden. Som andel av totale rentebærende fordringer i norske kroner utgjør fastrenteplasseringer totalt om lag 5 prosent av totale rentebærende fordringer i norske kroner for husholdningssektoren, 19 prosent for foretakssektoren og 16 prosent for kommunesektoren. For foretak og kommuner er det i første

Tabell 4. Rentebindingsstrukturen for husholdninger. Mrd. kroner.

	Totalt Mrd. kr.	Prosentvis fordeling etter rentebinding:				Valuta	Ikke fordelt
		Flytende	Fast < 1 år	1 til 5 år	> 5 år		
<i>Fordringer</i>							
Bankinnskudd	282,6	97,7	1,5	0,1	0,0	0,6	0,1
Obligasjoner	10,3	0,0	5,8	49,5	38,8	5,8	0,0
Sertifikater	0,3	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utlån og andeler i rentefond	18,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Sum rentebærende fordringer	311,3	88,7	1,7	1,7	1,3	0,7	5,9
Herav:							
Rentebærende fordringer i NOK	309,0	89,3	1,7	1,7	1,3	0,0	6,0
<i>Gjeld</i>							
Lån	510,3	63,6	24,8	6,1	0,4	2,4	2,8
Sum rentebærende gjeld	510,3	63,6	24,8	6,1	0,4	2,4	2,8
Herav:							
Rentebærende gjeld i NOK	498,3	65,1	25,4	6,3	0,4	0,0	2,9
			Fordeling i mrd. kroner:				
Netto rentebærende fordringer	-199,0	-48,3	-121,5	-25,9	2,2	-9,7	4,2
Netto rentebærende fordr. i NOK	-189,3	-48,3	-121,5	-25,9	2,2	0,0	4,2

Tabell 5. Rentebindingsstrukturen for foretak. Mrd. kroner.

	Totalt	Prosentvis fordeling etter rentebinding:			Valuta	Ikke fordelt		
	Mrd. kr.	Flytende	Fast < 1 år	1 til 5 år			> 5 år	
<i>Fordringer</i>								
Bankinnskudd	118,4	81,2	0,8	0,1	0,0	12,1	5,9	
Obligasjoner	30,5	0,0	9,2	48,9	39,3	2,6	0,0	
Sertifikater	5,8	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Utlån og andeler i rentefond	58,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	
Sum rentebærende fordringer	213,0	45,1	4,5	7,0	5,6	7,1	30,7	
Herav:								
Rentebærende fordringer i NOK	197,9	48,6	4,8	7,6	6,1	0,0	33,0	
<i>Gjeld</i>								
Lån	410,0	29,8	14,0	5,0	1,2	41,3	8,7	
Obligasjoner	56,9	0,0	4,9	17,9	25,0	52,2	0,0	
Sertifikater	3,9	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Sum rentebærende gjeld	470,8	26,0	13,6	6,6	4,0	42,2	7,6	
Herav:								
Rentebærende gjeld i NOK	271,9	45,0	23,5	11,4	7,0	0,0	13,2	
		Fordeling i mrd. kroner:						
Netto rentebærende fordringer	-257,8	-26,2	-54,4	-15,9	-7,0	-183,8	29,5	
Netto rentebærende fordr. i NOK	-74,0	-26,2	-54,4	-15,9	-7,0	0,0	29,5	

Tabell 6. Rentebindingsstrukturen for kommuner. Mrd. kroner.

	Totalt	Prosentvis fordeling etter rentebinding:			Valuta	Ikke fordelt		
	Mrd. kr.	Flytende	Fast < 1 år	1 til 5 år			> 5 år	
<i>Fordringer</i>								
Bankinnskudd	27,8	94,2	0,0	0,0	0,0	5,8	0,0	
Obligasjoner	5,8	0,0	8,6	51,7	39,7	0,0	0,0	
Utlån og andeler i rentefond	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	
Sum rentebærende fordringer	37,0	70,8	1,4	8,1	6,2	4,3	9,2	
Herav:								
Rentebærende fordringer i NOK	35,4	74,0	1,4	8,5	6,5	0,0	9,6	
<i>Gjeld</i>								
Lån	65,2	55,4	11,2	16,7	1,4	4,3	11,0	
Obligasjoner	53,2	0,0	7,9	66,4	16,5	9,2	0,0	
Sertifikater	1,3	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Sum rentebærende gjeld	119,7	30,2	10,7	38,6	8,1	6,4	6,0	
Herav:								
Rentebærende gjeld i NOK	112,0	32,2	11,4	41,3	8,7	0,0	6,4	
		Fordeling i mrd. kroner:						
Netto rentebærende fordringer	-82,7	-9,9	-12,3	-43,2	-7,4	-6,1	-3,8	
Netto rentebærende fordr. i NOK	-76,6	-9,9	-12,3	-43,2	-7,4	0,0	-3,8	

Fordelingen av utlån og innskudd med fast rente mellom de ulike låntakersektorene ble for foretaks- og sparebanker funnet ved å kontakte de selskapene som sto for hovedtyngden av fastrenteutlåne. Fordelingen på rentebindingsstruktur for obligasjonsgjeld og -fordringer er hentet fra Verdipapirsentralen, og er basert på beholdninger ved utgangen av juli. Lån fra utlandet er i sin helhet fordelt som valuta selv om noe av dette kan være i kroner.

Kilde: Norges Bank.

rekke beholdninger av obligasjoner og sertifikater som trekker denne andelen opp. Valuta- og fastrentefordringer utgjør 25 prosent av foretakenes totale rentebærende fordringer, og renten på disse vil – inntil renteregulering eller eventuelle endringer i renten på valutaforordringene – være upåvirket av en innenlandsk renteendring³. Tilsvarende andeler for husholdninger og kommuner er henholdsvis 5 prosent og 20 prosent.

Det er større grad av rentebinding på gjeldssiden. Sett i forhold til total rentebærende gjeld i norske kroner utgjør fastrentelån 32 prosent for husholdningssektoren, 42 prosent for foretakssektoren og hele 61 prosent for kommunesektoren. Kommunesektoren har mer enn ett års rentebinding på store deler av fastrentegjelden, mens brorparten av husholdningenes og foretakenes gjeld med fast rente har rentebinding i mindre enn et år. For husholdninger er det i første rekke lån fra statsbankene som trekker andelen opp.

Slår en sammen fastrentelån og lån i valuta, får en den andelen av total rentebærende gjeld som på helt kort sikt vil være upåvirket av en innenlandsk renteendring. Denne andelen er på 34 prosent for husholdningssektoren, 66 prosent for foretakssektoren og 64 prosent for kommunesektoren. Under de gitte forutsetningene vil altså renten på om lag $\frac{1}{3}$ av den

³ Gitt stabil valutakurs mot europeiske valutaer vil rentenivået i Norge være sterkt påvirket av rentenivået i Europa. Dersom mye av valutaforordringene er i for eksempel dollar kan en allikevel tenke seg at rentenivået innenlands endrer seg, valutakursen er stabil mot europeiske valutaer og renten på store deler av valutaforordringene er uendret. Dette er kanskje spesielt aktuelt for valutagjelden.

rentebærende gjelden til foretak og kommuner være upåvirket av en innenlandsk renteendring inntil renten på fastrentelånene skal reguleres. For husholdningene vil renten på over $\frac{1}{4}$ av denne gjelden være upåvirket. En stor del av fastrentelånene har imidlertid mindre enn et år frem til neste renteregulering slik at renteendringer kan slå relativt raskt ut også i denne delen av publikums lån.

Som det fremgår av tabell 7, har publikumssektoren *netto* rentebærende gjeld på knapt 540 milliarder kroner. Av dette er knapt 340 milliarder rentebærende i norske kroner. I underkant av $\frac{1}{4}$ av denne nettogjelden i norske kroner har flytende rente. Selv om de rentebærende forordringene er mindre enn rentebærende gjeld, har en større del av forordringene flytende rente, slik at netto rentebærende gjeld med flytende rente blir relativt lav. Renten på totalt $\frac{1}{4}$ av nettogjelden vil imidlertid kunne endres innen ett år. Tenker vi oss at rentenivået faller, vil altså store deler av reduksjonen i publikums rentebetalinger komme innen et år. Gjennomsnittlig utlånsrente fra bankene har falt med 5–6 prosentpoeng på mindre enn to år. En rentereduksjon i denne størrelse vil redusere årlige netto rentebetalinger fra publikumssektoren samlet med i størrelsesorden 15 milliarder kroner innen et år dersom en antar at alle innskudds- og utlånsrenter beveger seg parallelt. Renten på rundt $\frac{1}{4}$ av netto rentebærende gjeld i norske kroner vil ikke kunne endres før etter ett år.

Som nevnt er tabellene 4 til 7 kun ment å gi informasjon om virkninger på netto rentebetalinger av en renteendring. Når det gjelder de

Tabell 7. Rentebindingsstruktur på rentebærende fordringer og gjeld i norske kroner for publikumssektoren under ett.

	Totalt Mrd. kr.	Prosentvis fordeling etter rentebinding:			Valuta	Ikke fordelt
		Flytende	Fast < 1 år	1 til 5 år		
Rentebærende fordringer	561,3	71,0	2,7	4,2	3,3	15,5
Rentebærende gjeld	1100,8	43,8	18,5	9,8	2,8	5,2
Rentebærende fordringer i NOK	542,3	73,4	2,8	4,3	3,4	16,1
Rentebærende gjeld i NOK	882,2	54,7	23,1	12,3	3,5	6,5
	Fordeling i mrd. kroner:					
Netto rentebærende fordringer	-539,5	-84,4	-188,2	-85,0	-12,2	29,9
Netto rentebærende fordr. i NOK	-339,9	-84,4	-188,2	-85,0	-12,2	29,9

Kilde: Norges Bank.

postene på balansen som vi ikke har definert som direkte rentebærende, er postene «andre fordringer og gjeld» omtrent like store, og begge er nok av relativt kortsiktig karakter. Som en tilnærming er det derfor ikke urimelig å se bort fra effekten av en renteendring på disse postene. En rentereduksjon vil normalt øke verdien av aksjebeholdningene, men mye av denne effekten blir fanget opp av å se på virkningen av en renteendring på foretakenes netto rentebærende gjeld siden husholdningenes aksjekrav for en stor del er på foretakssektoren. Når det gjelder forsikringskrav, er effekten av en rentereduksjon usikker, men den direkte effekten på formuesverdien av private pensjonsforsikringer vil normalt være positiv på kort sikt, mens på lengre sikt vil redusert avkastning oppveie økningen i formuesverdi.

3. Ulike markedsrenters betydning for finansinstitusjonenes flytende renter

I dette avsnittet ser vi nærmere på sammenhengen mellom ulike markedsrenter og innskudds- og utlånsbetingelsene til finansinstitusjonene. Hensikten med dette er å få en indikasjon på hvilke markedsrenter som er av størst betydning for fastsettelsen av de ulike rentene i finansinstitusjonene, og på denne måten få en bedre forståelse for hvordan en endring i markedsrentene slår ut i endrede betingelser for kunder med *flytende* renter på sine innskudd og lån⁴. En vil forvente å finne en positiv samvariasjon mellom innskudds- og utlånsrenter og markedsrenter siden penge- og obligasjonsmarkedet fungerer som marginal plasserings- eller lånekilde for de fleste finansinstitusjonene. Det er i hovedsak bankene og forsikringselskapene som står for tilbud av lån med flytende renter, slik at det er disse vi vil konsentrere oss om i det følgende. Disse står for over 60 prosent av totale utlån i kroner til publikum fra finansinstitusjonene.

Renten på innskudd og utlån med fast rente

⁴ Gunnvald Grønvik studerer i Norges Banks skriftserie nummer 22 formelt bankenes tilpasning under ulike reguleringsregimer og med ulike antakelser om bankenes adferd. Som en del av dette arbeidet har han blant annet estimert sammenhengen mellom tremåneders pengemarkedsrente og bankenes renter. Han finner støtte for ulike korreksjoner ved rentestigning og rentefall. Dette er ikke undersøkt her. Forøvrig er bilde av samvariasjonen nokså likt.

fra private finansinstitusjoner er nært knyttet til renten på obligasjoner med tilsvarende rentebindingstid. Statsbankene er i en noe spesiell situasjon siden renten på store deler av utlånsmassen er politisk bestemt. Unntakene her er som nevnt visse Husbanklån i tillegg til Statens Nærings- og Distriktsutviklingsfond (SND) og Kommunalbanken, som bestemmer sine renter selv. SND og Kommunalbanken hadde rundt 30 milliarder kroner med flytende rente og drøyt 4 milliarder kroner med fastrente ved årsskiftet. Renten på lånene med flytende rente er knyttet opp mot innlånskostnadene til disse bankene. Etter vedtatte endringer i innlånsordningene i SND vil de flytende rentene i både SND og Kommunalbanken følge relativt korte renter. Finansieringsselskapene faller ut på grunn av manglende rentedata.

Som mål på samvariasjon mellom ulike renteserier benytter vi *korrelasjonskoeffisienter*. Dersom to variable, for eksempel to renter, systematisk avviker fra sine gjennomsnitt samtidig og i samme retning, vil dette gi en *positiv* korrelasjon. Jo større korrelasjonskoeffisienten er, jo sterkere er samvariasjonen. Dersom avviket systematisk går i motsatt retning, blir korrelasjonen *negativ*. Korrelasjonskoeffisienten kan variere mellom 1 og -1, der en korrelasjonskoeffisient på null betyr at det ikke er noen systematisk samvariasjon mellom de to renteseriene. Korrelasjonskoeffisienter sier ikke noe om årsaks-sammenhenger, men det er nærliggende å anta at det er markedsrentene som forårsaker en endring i rentene i finansinstitusjonene og ikke omvendt. Dette er ikke formelt testet her.

Et problem i forbindelse med slike beregninger kan være at alle markedsrentene samvarierer for sterkt seg i mellom til at en får dannet seg et bilde av forskjeller mellom de ulike rentene, jf figur 1 som viser at ulike norske markedsrenter og bankenes renter har beveget seg parallelt. Beregnet samvariasjon (målt ved korrelasjonskoeffisienter) mellom nivået til markedsrentene og innskudds- og utlånsrentene i bankene er tildels meget høye for alle rentene. Disse korrelasjonene er høye selv med opp til sju måneder etterslep. Det vil si at bankrentene ved utgangen av et kvartal ikke bare samvarierer sterkt med for eksempel tolv-månedersrenten ved utgangen av samme

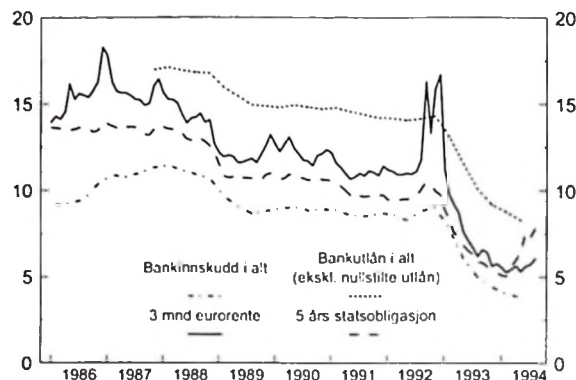
kvartal, men også med nivået på tolv-månedersrenten opptil sju måneder tidligere. Tilsvarende gjelder for både obligasjonsrentene og de mer kortsiktige pengemarkedsrentene, alle samvarierer sterkt med bankrentene.

Korrelasjonen mellom *endringen* i de ulike markedsrentene er derimot betydelig lavere enn mellom nivået på de ulike markedsrentene, jf tabell 8. En endring i en markedsrente faller med andre ord ikke så sterkt sammen i tid med en endring i en annen markedsrente, selv om begge over tid beveger seg sammen med det generelle rentenivået. Det vil si at en eventuell samvariasjon mellom endringer i innskudds- og utlånsrenter og endringer i de mest langsiktige markedsrentene *ikke* vil kunne forklares med at de langsiktige markedsrentene avspeiler endringer i de kortsiktige rentene.

I figurene 2–4 er korrelasjonskoeffisientene mellom endringer i eurokronerenter med løpetider på henholdsvis en uke, tre måneder og tolv måneder samt fem-års statsobligasjoner på den ene siden og endringer i innskudds- og utlånsrenter til private banker og utlånsrenter til livselskaper på den andre siden vist.⁵

⁵ For de ulike finansinstitusjonene har vi benyttet effektive årlige renter ved utgangen av kvartalet. Ut fra disse er så endringen over kvartalet beregnet. Markedsrentene er gjennomsnittlige månedsrenter beregnet som effektive årlige renter, og endringen er differansen mellom månedsgjennomsnitt siste måned og tre måneder tidligere. Flere ulike start-tidspunkt er benyttet, og for bankene har vi også foretatt beregninger hvor observasjoner etter 2. kvartal 1992 ikke er med, slik at renteroen høsten 1992 ikke påvirker de estimerte korrelasjonene. Hovedinntrykket som figurene gir, blir ikke

Figur 1 Markedsrenter og innskudds- og utlånsrenter i bankene



Den sterke samvariasjonen mellom markedsrentene avspeiler at det har vært store skift i det generelle rentenivået i de siste årene, men ikke vesentlige vriddninger i avkastningskurven inntil i år. Når rentenivået var høyt på slutten av 1980-tallet, var alle rentene høye, og når renten falt frem mot 1994, falt alle rentene. Dette overskygger i stor grad variasjoner i renten mellom de ulike løpetidene over tid. Det er vanskelig å få en indikasjon på hvilke markedsrenter som betyr mest for finansinstitusjonenes rentesetting ved hjelp av enkle korrelasjonskoeffisienter på dette grunnlaget.

Kilde: Norges Bank

endret ved disse justeringene. Det er foretatt beregninger der de fleste markedsrenter hvor en har data tilgjengelig er med, og hvor renteserier for samlede innskudd og utlån er splittet opp på ulike produkter (innskudd på anfordring, innskudd på tid, kortsiktige utlån, langsiktige utlån etc.) Resultatene varierer noe for de ulike produktene, men er stort sett sammenfallende med de resultatene som er vist i figurene. Korrelasjonskoeffisienter for de markedsrentene som ikke er tatt med i figurene, faller stort sett inn mellom de markedsrentene som er tatt med etter løpetider.

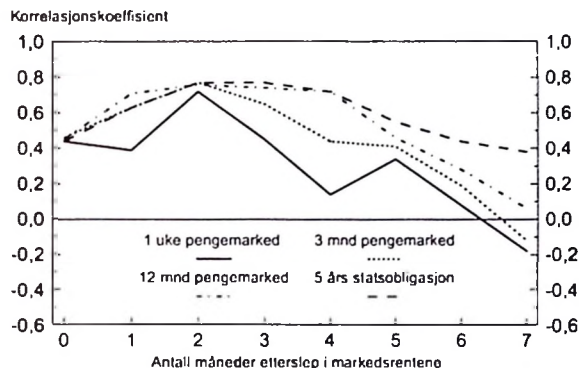
Tabell 8. Korrelasjoner mellom endringer i renter fra 1987 1 til 1994 6. Månedlige data.

	Norges Bank Pengemarkedsrenter				Statsobligasjoner			
	D-lån	1 uke	1 mnd.	3 mnd.	6 mnd.	12 mnd.	5 års obl.	10 års obl.
D-lån	1,00	0,86	0,70	0,59	0,45	0,33	0,25	0,14
1 uke		1,00	0,58	0,36	0,19	0,05	0,01	-0,08
1 mnd.			1,00	0,93	0,77	0,57	0,27	0,16
3 mnd.				1,00	0,94	0,80	0,46	0,36
6 mnd.					1,00	0,95	0,62	0,56
12 mnd.						1,00	0,73	0,69
5 år							1,00	0,96
10 år								1,00

En endring i D-lånsrenten til Norges Bank samvarierer sterkt med en endring 1-ukes pengemarkedsrente, men denne samvariasjonen er jevnt fallende med økende løpetider. Dette er i overensstemmelse med antagelsen om at det er de kortsiktige pengemarkedsrentene som er sterkest knyttet til Norges Banks administrerte renter. Korrelasjonskoeffisientene mellom endringen i en-uke til tre-måneders pengemarkedsrenter og endringen i statsobligasjonsrentene ligger alle mellom -0,08 og 0,46, og er lave relativt til korrelasjonene for nivået på rentene. Beregningene er gjort på effektive eurokronerenter og serier med sammenveide representative statsobligasjonsrenter.

Kilde: Norges Bank

Figur 2 Private banker. Utlån i alt.
 Enkle korrelasjonskoeffisienter mellom endring i utlånsrente og endring i ulike markedsrenter.
 Fra 1. kv. 1988 til 2. kv. 1994



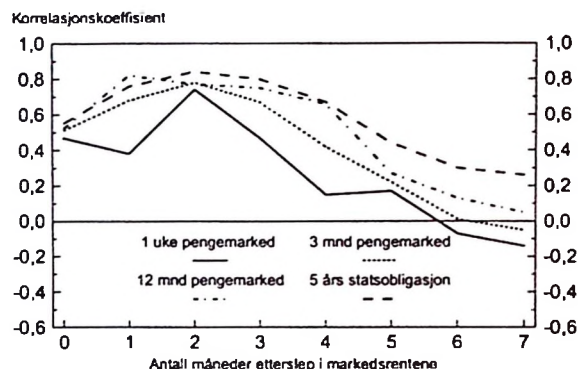
Korrelasjonen mellom en endring i bankrentene og en endring i markedsrentene er sterkest når en legger inn et tidsetterslep på ca. to måneder fra markedsrentene endres til bankrentene endres. Samvariasjonen mellom en endring i bankenes utlånsrenter og en endring i statsobligasjonsrenten er tilsynelatende vel så sterk som tilsvarende samvariasjon mellom bankrentene og de mer kortsiktige rentene.

Kilde: Norges Bank

Samvariasjonen mellom endringen i markedsrentene og endringen i innskudds- og utlånsrenter er sterkest når en legger inn en viss tidsforskyvning fra endring i markedsrente til utslag i rente fra finansinstitusjonene. Det vil for eksempel si at endringen i bankrentene i første kvartal samvarierer mindre med endringen i en-månedersrenten fra desember til mars (samme kvartal), enn med endringen i en-månedersrenten fra november til februar (en måneds etterslep).

Korrelasjonskoeffisientene mellom endringen i innskudds- og utlånsrenter i bankene og markedsrentene ligger i området rundt 0,5 når en sammenligner en endring i markedsrentene med en endring i bankenes renter i samme periode, men disse stiger til området 0,75 til 0,85 når en tidsforskyver bankrentene med rundt to måneder i forhold til markedsrentene. Korrelasjonskoeffisientene faller mot null når tidsforskyvningen er seks til sju måneder. Dette tyder på at dersom en endring i markedsrentene forårsaker en endring i innskudds- og utlånsrenter, har utslaget vært sterkest etter to til fire måneder for bankene. For

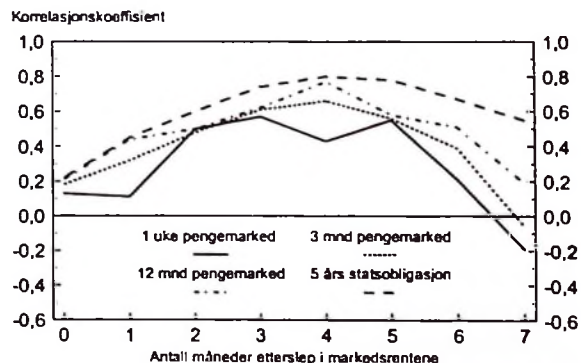
Figur 3 Private banker. Innskudd i alt.
 Enkle korrelasjonskoeffisienter mellom endring i innskuddsrente (snitt private banker) og endring i ulike markedsrenter.
 Fra 1. kv. 1987 til 2. kv. 1994



Også korrelasjonen mellom en endring i bankenes innskuddsrente og endring i markedsrentene er sterkest når en legger inn en tidsforskyvning på to måneder fra markedsrentene endres til bankrentene endres.

Kilde: Norges Bank

Figur 4 Livsforsikring. Utlån i alt.
 Enkle korrelasjonskoeffisienter mellom endring i utlånsrente (snitt livselskaper) og endring i ulike markedsrenter.
 Fra 1. kv. 1987 til 2. kv. 1994



Utlånsrentene til livsforsikring følger en endring i markedsrentene med et noe større tidsetterslep enn bankenes innskudds- og utlånsrenter. Korrelasjonskoeffisienten er i området 0,2 for endringer i samme periode, men stiger til 0,75–0,80 for tolv-måneders pengemarkedsrente og fem-års obligasjonsrente med fem måneders tidsetterslep.

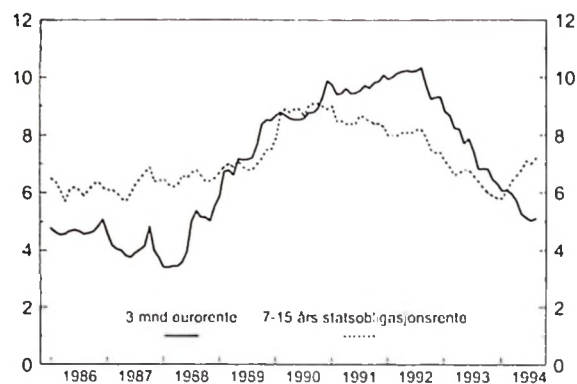
Kilde: Norges Bank

livsforsikringsselskapenes renter observerer vi et tilsvarende mønster, men her synes etterslepet i forhold til markedsrentene å være lengre. Vi har også foretatt tilsvarende beregninger for innskudds- og utlånsrenter for Postbanken, men med data for en kortere periode. Tilsvarende etterslep for Postbanken er to til fem måneder for innskudd, og tre til fem måneder for utlån. For innskuddsrenter i Postbanken observerer vi en lavere samvariasjon med markedsrentene enn for de øvrige bankene. Samvariasjonen for utlånsrentene til Postbanken er derimot på nivå med samvariasjonen for de andre bankene og livsforsikring.

Det kan være ulike grunner til at det tar flere måneder før en endring i markedsrentene slår ut i rentebetingelsene til finansinstitusjonene. For det første er finansinstitusjonene i de fleste tilfeller pliktige til å varsle eksisterende kunder en viss tid før en renteendring. Videre kan det tenkes at finansinstitusjonene ønsker å vente med en rentejustering for å bedre kunne vurdere om renteendringen er varig. Dersom enkelte finansinstitusjoner ønsker å se hva konkurrentene gjør før de endrer sine rentebetingelser, vil dette ytterligere utsette endringen i rentebetingelser. Dersom sistnevnte argument legges til grunn, kan dette tyde på at bankene er ledere i markedet, mens Postbanken og livsforsikringsselskapene ser hva bankene gjør før de endrer sine renter. Årsaken til at en endring i markedsrenter slår raskere ut i bankenes rentebetingelser, kan også rett og slett skyldes at pengemarkedsfinansiering og -plassering er viktigere for bankene enn for Postbanken og livsforsikringsselskapene. I den perioden beregningene refererer seg til, var bankenes finansiering i relativt stor grad basert på kortsiktige innlån fra pengemarkedet, selv om innskuddsandelen gradvis har økt siden siste del av 1980-årene. Postbanken har kunnet finansiere sine utlån med kundeinnskudd.

Det er kanskje noe overraskende at endringer i tolv-måneders- og fem-årsrenten samvarierer så sterkt med innskudds- og utlånsrentene. En vanlig antagelse er at det er tre-måneders pengemarkedsrente som er av størst betydning for bankenes innskudds- og utlånsbetingelser. Renter med lavere løpetid enn tre måneder blir antatt å være for påvirket av kortsiktige likviditetsforhold, mens de mer

Figur 5 Markedsrenter (effektive) i Tyskland



Mens de norske statsobligasjonsrentene inntil i år har beveget seg parallelt med pengemarkedsrentene, jf figur 1, har de tyske obligasjonsrentene historisk beveget seg mer i utakt med de tyske kortsiktige rentene.

langsigtede rentene ikke er av så stor betydning for bankenes marginale finansiering.

I løpet av våren og forsommeren i år fikk vi en kraftig økning i statsobligasjonsrentene uten en tilsvarende økning i pengemarkedsrentene, jf figur 1. Tidligere har obligasjonsrentene i Norge gjennomgående ligget under pengemarkedsrentene. Rentedannelsen har således hittil vært forskjellig fra for eksempel Tyskland, der kortsiktige og langsiktige renter har beveget seg mer uavhengig av hverandre, jf figur 5.

Siden vi bare har data for finansinstitusjonenes innskudds- og utlånsrenter frem til utgangen av juni i år, vil ikke den observerte samvariasjonen mellom bankrenter og markedsrenter til fulle kunne fange opp den nye informasjonen som ligger i vridningen i avkastningskurven i år. Grunnen til det er at endringer i markedsrenter synes å påvirke innskudds- og utlånsrenter med et visst etterslep. Likevel støtter observasjonene fra i sommer hypotesen om at det er pengemarkedsrentene som er av størst betydning for bankenes renter, siden bankrentene har fortsatt å falle selv tre til fire måneder etter at obligasjonsrentene begynte å stige.

De renteseriene vi benytter for bankene (og livsforsikringsselskapene), er veide gjennomsnittlige rentesatser hvor vi veier sammen ulike innskudds- og utlånsprodukter (se fotnote 5) og dessuten slår sammen ulike selskaper.

Dette kan føre til at vi ender opp med renteserier som er mindre volatile enn de underliggende rentene for enkeltinstitusjoner. Korrelasjonen med de langsiktige rentene – som over mesteparten av perioden har vært nokså stabile i forhold til pengemarkedsrentene – kan bli større enn om en hadde sett på underliggende enkelt-serier.

Et annet forhold som kan være av betydning her er konkurransesituasjonen for de ulike finansinstitusjonene. Kredittforetakene har i overkant av 73 milliarder kroner i utlån til publikum, der utlånsrenten er knyttet til obligasjonsrenter. Livsforsikringsselskaper har knapt 75 milliarder kroner i utlån som alternativt kan plasseres i obligasjoner. Konkurransesituasjonen kan dermed trekke i retning av at bankene også må ta hensyn til de mer langsiktige rentene når de setter sine rentebetingelser.

I den økonomiske litteraturen om prisstivheter har såkalte menykostnader fått en viss oppmerksomhet de senere årene. Menykostnader omfatter kostnader forbundet med å endre priser (menyen). I finansinstitusjonenes tilfelle vil dette omfatte kostnader ved å trykke og sende ut brev for å varsle om rentendringer i tillegg til administrative kostnader i forbindelse med endring av renteberegning og vurdering av engasjementer. For en bank med 500.000 kunder vil fire rentereguleringer i året koste seks millioner kroner bare i porto. Dersom innskudds- og ulånsrentene ikke avviker for mye fra markedsrentene i forhold til hva som er optimalt, vil denne kostnaden være vesentlig i forhold til tapet ved ikke å endre rentene.

Antar en videre at de langsiktige rentene inneholder informasjon om fremtidige kortsiktige renter, er det ikke gitt at en endring i de kortsiktige rentene alene er tilstrekkelig til å utløse endrede rentebetingelser for finansinstitusjonene selv om det er de kortsiktige rentene som representerer marginale innlånskostnader. Kostnaden ved å sette opp renten i dag, for så å sette den ned hvis de kortsiktige rentene faller igjen, kan være større enn hva en tjener på dette. En slik vurdering kan være naturlig fra bankenes side dersom de kortsiktige rentene stiger uten at de langsiktige rentene stiger. Videre er det ikke noen grunn til å øke rentene dersom en får en økning i de langsiktige rentene uten en tilsvarende økning i de

kortsiktige rentene. Denne hypotesen er således konsistent med observasjonene fra i vår og i sommer. Idet menykostnader kan ha stor betydning for finansinstitusjonene, vil terminstrukturen – dersom den antas å inneholde informasjon om fremtidige kortsiktige renter – være viktig både for hvorvidt finansinstitusjonene bør endre renten og for hvor mye de bør endre denne. Dette kan være en grunn til at vi fant en overraskende høy korrelasjon mellom endringen i tolv-måneders og fem-års renten og endringen i innskudds- og utlånsrenter.

Vi kan ikke trekke noen klar konklusjon om hvilke markedsrenter som er viktigst for de flytende rentene som publikum står overfor. Hypotesen om at det er de kortsiktige markedsrentene som er viktigst for finansinstitusjonenes rentesetting, virker fortsatt rimelig. De mer langsiktige rentene kan likevel også se ut til å ha betydning for fastsettelsen av finansinstitusjonenes flytende renter.

4. Publikumssektorens følsomhet for endringer i markedsrenter i Norge sammenlignet med andre land

Ovenfor har vi beskrevet hvordan publikumssektoren i Norge er eksponert for rentendringer. Effekten på disponibel inntekt av en renteoppgang er negativ både for husholdninger, foretak og kommuner, fordi alle sektorene ennå ved utgangen av 1993 hadde netto rentebærende gjeld. Det at publikumssektoren har rentebærende fordringer som for en stor del er knyttet til flytende rente, demper noe av den umiddelbare effekten av en rentendring, men effekten forsterker seg ved en varig renteoppgang etter hvert som gjeld med fast rentebinding refinansieres.

Tabell 9 gir en sammenligning av rentebindingsstrukturen på publikums gjeld til banker i ulike land. Mer presist angir tabellen andel av gjelden som er knyttet til langsiktige renter, enten ved at renten er justerbar og følger lange renter, eller ved at renten er fast. For Norge kan en rimelig antakelse være at pengemarkedsrenter er viktigst for renten på lån med flytende rente. I så fall vil det være riktig å benytte andel gjeld med fast rentebinding for Norges del i denne sammenligningen. Publikumssektoren i Norge skiller seg ikke ut

når det gjelder andel med fast rente. Vi har ikke like høy andel med fast rentebinding som Tyskland, Frankrike, Spania og Nederland, men en høyere andel enn Storbritannia. For Norge har vi oppgitt både andel med fast rente for *lånegjeld i kroner* isolert sett, og for *total rentebærende gjeld i kroner*, det vil si inklusive obligasjoner og sertifikater.

Forskjeller i rentebindingsstruktur mellom land kan antakelig delvis relateres til institusjonelle forhold. I land der finansinstitusjonene gjerne har fast rente på sine innlån, for eksempel på grunn av at obligasjonsutstedende foretak er dominerende, er gjerne fastrentelån vanlige. Innslaget av institusjoner med langsiktig finansiering vil igjen ha sammenheng med hvor velutviklet det langsiktige kapitalmarkedet er, noe som 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. Dette kan ha begrenset både tilbud og etterspørsel etter fastrentelån.

Andelen med fast rentebinding i Norge er følsom for behandlingen av statsbankene. Lån fra statsbankene utgjør en betydelig del av lånene med fast rentebinding på under ett år. Dersom kun gjeld med gjenstående tid til rentjustering på *over ett år* tas med som fast rente, faller andelen fra knapt $\frac{1}{2}$ til $\frac{1}{3}$ for de norske husholdningene. For foretakene faller andelen fra $\frac{1}{2}$ til $\frac{1}{3}$. Ved vurderingen av følsomhet for endring i markedsrenter vil det imidlertid være riktig å inkludere statsbankene i fast-renteandelen. Vi forholder oss derfor

Tabell 9. Andel av gjeld knyttet til langsiktige renter i utvalgte land (andel finansiering med fast rente eller rente knyttet til langsiktige markedsrenter¹⁾)

Land	Andel av totale banklån som har fast rente ¹⁾	Andel av husholdningenes pantelån («mortgage debt») som har fast rente ²⁾	Andel av foretakenes gjeld som har fast rente ³⁾
Tyskland	>1/2	nesten alt	>1/2
Nederland	>1/2	3/4	>1/2
Frankrike	>1/2	9/10	1/3
Spania	>1/2	lite	
Australia	1/20	veldig lite	>1/3
Sverige		7/10	>1/2
Italia	<1/2	1/2	<1/3
Canada	1/2	mesteparten	<1/3
USA	>1/3	8/10	<1/3
Japan	<1/4	mesteparten	<1/2
Storbritannia	1/20	1/10	<1/3
Norge ⁴⁾ (lån i NOK)	1/3	1/3	1/3
Norge ⁴⁾ (total rente-bærende gjeld i NOK)	vel 1/3	1/3	2/5

1) For Tyskland anslag beregnet som to tredjedeler og Nederland tre fjerdedeler av langsiktige utlån; for Frankrike inkluderes fastrentelån med en gjenstående løpetid på over tre måneder og lån med rentjustering sjeldnere enn en gang i året; for Italia og Spania totale fastrenteutlån; for USA fastrentelån med en gjenstående løpetid på over ett år og lån med renter justert sjeldnere enn en gang i året; for Canada totale pantelån; for Japan langsiktig «prime rate»-utlån; for Storbritannia fast-rente pantelån. Bankbegrepet kan variere mellom land.

2) For Canada inkluderes pantelån med årlig rentjustering.

3) Eksklusive egenkapital og handelskreditt. For USA, Canada og Storbritannia inkluderes totalt emittert obligasjonsgjeld, hvorav en andel kan være til variabel rente og – unntatt for Storbritannia – total pantegjeld. I disse landene vil andelen med fast rente for små foretak være mye lavere. For Norge har vi sett på ikke-finansielle foretaks gjeld.

4) For Norge er kun andel med faktisk rentebinding tatt med, lån med variabel rente som er knyttet til kapitalmarkedsrenter er ikke medregnet i «fastrenteandelen» som for en del øvrige land i tabellen. Tallene for Norge er svært følsomme for lån fra statsbankene, disse utgjør 70 prosent av publikums gjeld klassifisert som «fast med under 1 års rentebindingstid». Dersom en kun tok med gjeld med rentebinding på over 1 år, ville fastrenteandelen (lån i NOK) komme ned i knapt 1/10 for publikum totalt, 1/15 for husholdningene og 1/10 for foretakene.

Kilde: BIS, «National differences in interest rate transmission», Basel, mars. BIS har delvis basert seg på informasjon fra ulike sentralbanker, delvis anslag. Egne anslag for Norge.

til totale lån med rentebinding, inklusive rentebinding under ett år, i det følgende.

Betrakter vi foretakssektoren, finner vi at Norge ikke adskiller seg særlig fra de fleste andre land når det gjelder andel gjeld med fast rentebinding, kanskje bortsett fra Tyskland, Nederland og Sverige som har lang rentebindingstid. For husholdningssektoren i Norge er imidlertid rentebindingstiden relativt lav, selv om den er høyere enn i Storbritannia. Mens det i en del land ser ut til å være vanlig at husholdningssektoren i større grad har fast rentebinding enn foretakssektoren, ser det motsatte ut til å være tilfelle i Storbritannia. I Norge er rentebindingsstrukturen for foretakene og husholdningene nokså lik.

Mens tabell 9 viser publikums rentebinding på gjeldssiden, er den totale inntektseffekten av en renteendring også avhengig av størrelsen på netto rentebærende fordringer og hvordan rentebindingstiden på fordringssiden til publikum ser ut. Tabell 10 gir et inntrykk av hvor utsatt husholdnings- og foretakssektoren i ulike land er for renteendringer, målt ved deres netto rentebærende fordringsposisjon. Den norske *foretakssektoren* havner omtrent på linje med de fleste øvrige land når det gjelder netto rentebærende gjeld (for Norge inklusive valuta) i forhold til BNP. I Tyskland, USA og Storbritannia har foretakene lavere netto rentebærende gjeld i forhold til BNP enn i Norge, men de i Sverige og Japan har høyere netto rentebærende gjeld.

De norske *husholdningene* skiller seg derimot ut i denne sammenligningen. Det er kun i Storbritannia, Sverige og Norge at husholdningene har netto rentebærende *gjeld*, og gjelden i forhold til disponibel inntekt er klart størst i Norge. I landene utenom Norge, Sverige og Storbritannia vil en renteoppgang gi *positiv* effekt på netto renteinntekter for husholdningene. De norske husholdningenes netto fordringsposisjon kan være mindre ulik den i andre land dersom en ser på *totale* fordringer og gjeld. Det er imidlertid forskjeller i de rentebærende postene vi primært er interessert i her.

Størrelsen på nettofordringene til husholdningene (både inklusive og eksklusive ikke rentebærende poster) er antakelig nært knyttet til i hvor stor grad de eier sine egne boliger. Stor grad av selveie fører antakelig til lav net-

Tabell 10. Husholdningene og foretakenes netto fordrings- og gjeldsposisjon i utvalgte land i 1992¹⁾.

Land	Husholdningenes ⁴⁾ netto rentebærende ³⁾ fordringer i prosent av disponibel inntekt	Foretaks-sektorens ⁵⁾ netto rentebærende ³⁾ gjeld i prosent av BNP
Sverige	-26	68
Storbritannia	-2	17
Australia	0	42
USA	13	29
Canada	28	44
Tyskland	46	22
Frankrike	49	48
Spania	62	37
Italia	134	39
Japan	136	81
Norge ²⁾	-50	35

1) Utgangen av 1993 for Norge, 1991 for Sverige, Canada, Tyskland og Japan.

2) Her har vi for Norges del også tatt med valuta fordringer og -gjeld, noe som ikke alltid vil være relevant. Eksklusive valutafordringer og -gjeld er den norske foretakssektorens netto rentebærende gjeld 74 milliarder kroner, eller vel 10 prosent av BNP. Husholdningene har lite valutagjeld.

3) Netto innskudd, lån, obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter.

4) For Storbritannia, Canada og Japan inklusive personlige foretak

5) For Storbritannia, Canada, Japan ikke-finansielle selskap (corporate business), for USA selskap eksklusive jordbruksnæringen, for Norge sektor ikke-finansielle foretak.

Kilde: BIS: «National differences in interest rate transmission», Basel, mars 1994. Egne beregninger for Norge

tofordringsposisjon for husholdningene i Norge. Siden en renteoppgang både vil gi en negativ effekt på kontantstrøm og antakelig samtidig en negativ effekt på boligverdier, vil utslaget på konsum for den norske husholdningssektoren av en renteøkning sannsynligvis bli stor og virke motsatt av i de fleste andre land. Klare konklusjoner omkring forskjeller mellom land på dette punktet ville imidlertid kreve en kartlegging av totale formueseffekter på husholdningenes balanser av en renteendring.

For alle landene vil en renteoppgang gi negativ effekt på netto renteutgifter for foretakssektoren, men effekten av økte pengemarkedsrenter vil slå ut minst i land med stor andel faste eller langsiktige renter siden disse vil være knyttet til obligasjonsrenter. For Norges del vil stor grad av flytende rente på fordringene motvirke en del av den umiddel-

bare effekten av en renteendring på rentebærende gjeld. For eksempel har kun $\frac{1}{4}$ av husholdningenes *netto* rentebærende gjeld flytende rente (jf tabell 4). Foretakene har relativt lite netto rentebærende gjeld i norske kroner, og kun omkring $\frac{1}{4}$ av av denne er flytende (jf tabell 5). Størstedelen av foretakenes netto rentebærende gjeld er i valuta. Eventuell rente- eller valutasikring av denne kan vi ikke si noe om.

Et viktig moment er at nettotallene i tabell 10 kan dekke over store forskjeller i fordeling av finansformue. Antakelig er det i alle landene betydelige grupper med netto rentebærende gjeld, og disse gruppene er gjerne de med størst konsumtilbøyelighet. Tilsvarende er det sannsynligvis store variasjoner i finansiell stilling innen foretakssektoren i hvert land. Et annet poeng er at størrelsen på privat sektors finansformue gjerne vil ha sammenheng med offentlig sektors finansielle stilling. I land der husholdningene opplever en positiv inntektseffekt ved en renteøkning, kan offentlig sektors finanser være svært utsatt for renteoppgang, jf Italia i tabellen over.

Kort oppsummert kan en si at den norske publikumssektoren samlet ikke ser ut til å være sterkere eksponert for endringer i de kortsiktige rentene enn i de andre land vi har sammenlignet med, når vi kun sammenligner rentebindingstiden på gjeldssiden. Mye av den norske publikumssektorens gjeld er i tillegg lån fra statsbankene, noe som reduserer sammenhengen mellom endringer i markedsrenter og publikums rentebetingelser. Husholdningssektoren kan likevel se ut til å være mer utsatt enn i andre land, delvis på grunn av relativt stor andel gjeld med flytende rente, men også på grunn av at sektoren har stor netto rentebærende gjeld. Den norske foretakssektoren har en vesentlig del av sin netto rentebærende gjeld i valuta, slik at renteendringer i *utlandet* har vel så stor netto-effekt på renteutgiftene som en *innenlandsk* renteendring.

5. Pengepolitikkenes virkninger

Pengepolitikken i Norge er rettet mot stabilitet i kronens kurs overfor de viktigste europeiske valutaene. Intervensjoner benyttes på kort sikt for å stabilisere kronens verdi, men i et noe lengre tidsperspektiv må pengemarkedsrente-

ne tilpasses for å holde kursen i et stabilt leie. Utviklingen i det norske rentenivået blir på denne måten avhengig av rentenivået i andre europeiske land. Pengepolitikken virker dermed på innenlandsk økonomi dels gjennom de endringer i renten som sikrer stabilitet i valutakursen, dels vil endringer i kursforholdet mellom de europeiske valutaene i ERM-samarbeidet og andre valutaer som dollar, yen og svenske kroner påvirke den effektive kronkursen. Den undersøkelsen av publikums rentebetingelser som er gjort her, kan gi et visst grunnlag for å vurdere virkningene av endringer i pengemarkedsrentene.

En grundigere analyse av pengepolitikkenes virkning på realøkonomien ville i tillegg til det som er gjort her for det første kreve en analyse av sammenhengen mellom Norges Banks styring av de aller korteste rentene og nivået på de markedsbestemte rentene. Dernest ville det kreve en analyse av rentefølsomheten (og følsomhet for valutakursendringer) i husholdningene og foretakenes tilpasning. En måtte da i tillegg til effekten på netto rentebærende fordringer, som vi i størst grad har diskutert her, også se på effekter på verdien av andre aktiva og passiva på publikums balanse inklusive realaktiva. Usikkerhet om disse sammenhengene skaper usikkerhet om hvordan pengepolitikken virker for denne sektoren.

Noen forsiktige konklusjoner om pengepolitikkenes virkning av det som er diskutert i denne artikkelen, kan likevel være at en oppgang i pengemarkedsrentene først får effekt for finansinstitusjonenes rentebetingelser etter en periode på anslagsvis to eller tre måneder. Effekten på netto renteutgifter av en innenlandsk renteendring – etter gjennomslag i finansinstitusjonenes renter – kommer nokså raskt både for husholdninger og foretak. Totaleffekten på netto renteutgifter er avhengig av hva som skjer med statsbankenes rentebetingelser og foretakenes valutagjeld. Kommunene berøres ikke i vesentlig grad av en renteendring før etter et år.

Husholdningssektorens relativt store andel gjeld med kort rentebindingstid, kombinert med en stor netto gjeldsposisjon for rentebærende poster i norske kroner, innebærer at et rentefall har klare og raske etterspørselseffekter, slik vi har sett det i 1993 og 1994. Med et

rentefall følger ikke bare reduserte netto renteutgifter, men normalt også økt boligformue, noe som forsterker etterspørseffekten.

Følsomheten i husholdningssektorens disponible inntekt for endringer i de kortsiktige rentene innebærer samtidig at det å holde pengemarkedsrentene høye over en lengre periode for å forsvare valutakursen kan gi større utslag i realøkonomien i Norge enn i andre land. I land der husholdningene i større grad har fast rentebinding, eller fordringer og gjeld er knyttet til langsiktige renter, vil kortsiktige justeringer i pengemarkedsrentene gi små utslag i innenlandsk etterspørsel.

Effekten av en generell europeisk renteendring på publikums disponible inntekt er nokså ulik i de forskjellige europeiske land, avhengig av forskjeller i rentebindingsstruktur og finansielle sektorbalanser. Et særtrekk ved Norge i denne sammenhengen er husholdningssektorens store netto rentebærende gjeld. Mens en renteoppgang gir en netto positiv inntektseffekt for husholdningene i de fleste land, er denne effekten kraftig negativ for Norge når en ser bort fra virkning på ikke-rentebærende poster. Virkningen har likevel avtatt over tid etter hvert som husholdningene

har redusert sin nettogjeld. Med en finansiell sparing i størrelse 20–30 milliarder kroner pr år vil det ennå vare noen år før norske husholdninger er i samme posisjon som husholdningssektoren i andre land.

Husholdningene og bedriftenes finansieringsstruktur varierer sterkt mellom land. Økt finansiell integrasjon i Europa innebærer større valgfrihet for husholdninger og bedrifter. Det kan innebære at disse forskjellene over tid utjevnes slik at langsiktig finansiering får større vekt i Norge. I norsk perspektiv kan en slik utvikling være gunstig. Det kan innebære at en lettere kan justere pengemarkedsrentene for å sikre stabilitet i valutamarkedet uten vesentlige virkninger på innenlandsk etterspørsel.

Referanser

BIS (1994): «National differences in interest rate transmission», Basel.

Grønvik, Gunnvald (1994): «Bankregulering og Bankatferd 1975–1991», *Norges Banks skriftserie no. 22*.

Overføring av finansstatistikk fra Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå til Norges Bank

*Kontorsjef Herborg Hagesveen og spesialrådgiver Vette Hvidsten,
Statistikkavdelingen i Norges Bank*

Kredittilsynet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå har vedtatt å endre arbeidsdelingen mellom de tre institusjonene på statistikkfeltet. Endringen innebærer overføring til Norges Bank av Statistisk sentralbyrås arbeid med innhenting, registrering, bearbeiding og revisjon av oppgavene fra private og offentlige banker, finansieringsselskaper og kredittforetak samt arbeidet med verdipapirfond og renter. Dessuten vil Norges Bank overta publisering av detaljerte månedsdata og Kredittilsynets arbeid med revisjon av regnskapsoppgaver for statistiske formål.

Det legges til grunn en gradvis overtakelse av det praktiske arbeidet, med en tidshorison på anslagsvis 1½ til 2 år. Overføringen til Norges Bank vil først skje etter at statistikkrapportene er tilpasset til de nye regnskapsforskriftene som følger av EØS-avtalen. Konsekvensene av selve overføringen antas å bli små for rapportørene og brukerne av finansstatistikken.

Nye rammebetingelser

Det har i etterkrigstiden vært et nært samarbeid mellom Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå (SSB) og Norges Bank om innhenting og bearbeiding av regnskaps- og statistikkoppgaver fra finansinstitusjonene. Et tilsvarende samarbeid har en hatt mellom Norges Bank og SSB på området valutastatistikk og utenriksregnskap.

Rapporteringen fra finansinstitusjonene har i stor grad vært samordnet, slik at en i samme skjemaer har dekket:

- Kredittilsynets behov for tilsynsformål
- Norges Banks behov for kontroll-, statistikk- og policyformål
- SSBs behov for statistikkformål

Dette har spart ressurser hos rapportørene og samtidig gitt en hensiktsmessig arbeidsdeling mellom de tre institusjonene. Vi kjenner ikke til andre land der rapporteringen i så stor grad har vært samordnet som hos oss. Men løsningen har også i noen grad medført dobbeltarbeid mellom institusjonene.

Det tidligere system med mengdereguleringer i penge- og kredittmarkedet er nå erstattet av et mer markedsorientert system med større vekt på soliditets- og risikovurderinger. Dette stiller endrede og nye krav til tilsyns- og statistikkrapportene. Nye krav følger

også i kjølvannet av den utvikling som har funnet sted i de finansielle markedene og av integrasjonsprosessen i Europa.

Disse forhold har ført til ulike utviklingsbaner for de tre institusjonenes databehov. Blant annet på denne bakgrunn vedtok Kredittilsynet, Norges Bank og SSB sommeren 1993 å nedsette en arbeidsgruppe for å se nærmere på arbeidsdelingen mellom dem på statistikkfeltet. Arbeidsgruppens rapport forelå i april i år.

Utdrag fra rapporten

Følgende 14 typer statistikk har vært behandlet av arbeidsgruppen:

Finansstatistikk

- Bankstatistikk (forretnings- og sparebanker)
- Statistikk for offentlige banker
- Statistikk for kredittforetak
- Statistikk for finansieringsselskaper
- Statistikk for forsikringsselskaper inklusiv pensjonskasser og -fond
- Rentestatistikk
- Garanti- og meglerstatistikk
- Statistikk for verdipapirfond
- Emisjonsstatistikk
- Statistikk med Verdipapirsentralen (VPS) som kilde

Nasjonalregnskapsrelatert statistikk

- Utenriksregnskap/valutastatistikk
- Direkte investeringer
- Fordringer og gjeld overfor utlandet
- Finansielle sektorbalanser

Innenfor hvert av områdene har arbeidsgruppen blant annet kartlagt:

- Hjemmel for innhenting av oppgaver
- Datakilder
- Dagens organisering
- Ressursbruken - hvem betaler for hva?
- Aktualitet og hyppighet
- Hovedbrukere
- Uoppfylte statistikkbehov
- Kontakt med internasjonale organisasjoner, herunder tilpasning til EØS-avtalen

På området finansstatistikk gav SSBs representanter i arbeidsgruppen uttrykk for at SSB i første rekke ønsker å konsentrere sine ressurser om å fremskaffe god kvartalsstatistikk. Mye av oppgaveinnhenting fra finansinstitusjonene foregår i dag hyppigere – og inneholder dessuten flere detaljer – enn hva SSB selv har behov for ut fra rene statistikkhensyn. Eksempelvis gjelder dette rapporter om derivatmarkedet, utenom-balanse poster og nye kapitaldekningskrav. Fra SSBs side ble det også lagt vekt på at utarbeiding av bankstatistikk er vurdert som en oppgave for sentralbankene i de fleste land i Europa, og at det internasjonale samarbeidet om denne type statistikk i stor grad foregår mellom disse. Den offisielle bankstatistikken blir således samlet inn og publisert av sentralbankene i de fleste land i EØS-området.

Fra Norges Banks side ble det i arbeidsgruppen lagt vekt på at SSB ikke har egeninteresse i å opprettholde dagens detaljnivå og hyppighet for bankstatistikken. SSB har heller ikke til hensikt å utvikle konsernrapporter eller utvide statistikken til å fange opp utenom-balanse poster. Relevant finansstatistikk er et sentralt informasjonsgrunnlag for Norges Banks økonomisk-politiske beslutninger. Det ble derfor vurdert som en fordel om Norges Bank kunne påvirke prioriteringene på dette området i større grad enn det som nå er tilfellet. Ved å lagre statistikken i én database men-

te man fra Norges Banks side at det kunne oppnås rasjonaliseringsgevinster totalt sett.

Videre la Norges Banks medlemmer i arbeidsgruppen vekt på at bankstatistikk som nevnt er en sentralbankoppgave i de fleste land i Europa. Henvendelser fra EMI (Det Europeiske Monetære Institutt) rettes nå til Norges Bank, og eventuelle ønsker fra en fremtidig europeisk sentralbank vil sannsynligvis også bli rettet til Norges Bank. Vi antar videre at slike henvendelser vil komme uavhengig av om Norge blir medlem i EU eller ikke. Det vil derfor være enklest om Norges Bank på selvstendig grunnlag kan håndtere spørsmålene direkte.

Kredittilsynet er i dag ansvarlig for utarbeiding av forskrifter for alle typer institusjoner under tilsyn. De har imidlertid også oppgaven med revisjon for statistiske formål av regnskapsoppgavene fra de private banker og finansieringsselskaper. Kredittilsynets representanter i arbeidsgruppen gav uttrykk for at de ikke så på denne type revisjon som en naturlig tilsynsoppgave.

Arbeidsgruppen foreslo enstemmig en overføring til Norges Bank av SSBs arbeid med innhenting, registrering, bearbeiding og revisjon av oppgavene fra private og offentlige banker, finansieringsselskaper og kredittforetak samt arbeidet med verdipapirfond og renter. Videre foreslo arbeidsgruppen at Norges Bank skulle overta ansvaret for publisering av detaljerte månedsdata og Kredittilsynets arbeid med revisjon for statistiske formål. Det var en forutsetning at SSBs statistikkbehov og Kredittilsynets tilsynsbehov blir ivaretatt etter overføringen og at kvaliteten på statistikken opprettholdes. Forslaget medfører at Norges Bank får ansvaret for etablering, drift og vedlikehold av de sentrale EDB-løsningene. For den øvrige finansstatistikken foreslo arbeidsgruppen kun mindre endringer i den eksisterende arbeidsdelingen. Det vil si at Norges Bank fortsatt skal utarbeide VPS-basert verdipapirstatistikk og garantistatistikk og at SSB beholder ansvaret for statistikken for forsikringssektoren.

Valutastatistikken som blir utarbeidet i Norges Bank, inngår som en sentral del av det utenriksregnskap som SSB publiserer. Valutastatistikken inneholder detaljert informasjon om betalinger til og fra utlandet. Denne detalj-

informasjonen er nødvendig dels ut fra hensynet til valutastatistikkens kvalitet og dels fordi dataene også skal nyttes til kontrollformål, blant annet i samarbeid med skatte- og tollvesenet. Siden en stor del av arbeidet med utenriksregnskapet allerede ligger i Norges Bank, fremmet Norges Banks representanter i arbeidsgruppen forslag om at Norges Bank bør få ansvaret for å ferdigstille og publisere utenriksregnskapet. SSBs representanter viste imidlertid til at dette ville kunne svekke samordningen av utenriksregnskapet og nasjonalregnskapet, og at SSB legger meget stor vekt nettopp på nærheten mellom disse regnskaperne. De viste også til det sentrale ansvar for offisiell statistikk som statistikkloven gir SSB.

På samme måte som for finansstatistikken ønsker SSB også for utenriksregnskapet å konsentrere ressursene om kvartalsstatistikk. Det månedlige utenriksregnskap publiseres gjennomsnittlig ca. 8 uker etter månedsslutt. For å bedre brukernes tilgang til aktuelle data mente arbeidsgruppen at Norges Bank bør utarbeide en hurtigutgave av valutastatistikken, hovedsakelig basert på de betalingsmeldinger som Norges Bank innhenter.

Årlige finansielle sektorbalanser utarbeides av SSB. Norges Banks behov for aktuelle kvartalstall som datagrunnlag for modellarbeid førte til at banken startet et eget arbeid med finansielle sektorbalanser: Findatr-prosjektet. Etter arbeidsgruppens vurdering dekker statistikkssystemene i de to institusjonene dels ulike behov, og den foreslår derfor ingen endring i arbeidsdelingen mellom Norges

Bank og SSB for arbeidet med finansielle sektorbalanser.

På bakgrunn av den ressursmessige kartlegging som arbeidsgruppen har foretatt, vil overføringen av arbeidsoppgaver til Norges Bank netto «frigjøre» til sammen nær 7 årsverk i Kredittilsynet og SSB. Som følge av fordelene ved å samle statistikken i én database regner man fra Norges Banks side med at de nye oppgavene kan utføres med anslagsvis 1 årsverk mindre.

Kredittilsynet og SSB har sluttet seg til arbeidsgruppens forslag om overføring av arbeidsoppgaver på området finansstatistikk, men SSB presiserer at overføringen skjer under forutsetning av at SSB blir sikret tilgang til individualopplysninger i samme grad som de har i dag.

Norges Banks hovedstyre gav den 13. juli sin tilslutning til arbeidsgruppens forslag og la blant annet til grunn at innfasingen av dette arbeidet i Norges Bank bør skje over tid.

Videre fremdrift

Det knytter seg noe usikkerhet til hvor raskt statistikkområdene vil kunne bli overført, men vi regner med en tidshorisont på 1½ til 2 år. Det bør i denne sammenhengen også nevnes at det vil bli satt i gang et arbeid i SSBs regi for å tilpasse statistikkrapportene til de nye regnskapsforskriftene som er en følge av EØS-avtalen og at overføringen til Norges Bank først vil skje etter at denne tilpasningen er gjennomført.

Høring - NOU 1994:6 Private pensjonsordninger

Norges Bank sendte 5. september 1994 nedenstående brev til Finansdepartementet

Vi viser til brev av 4. og 10. mai 1994 fra Finansdepartementet og til senere samtaler om overskridelse av høringsfristen.

Norges Bank har i sin høringsuttalelse valgt å gi en del merknader til de hovedspørsmål som Pensjonsforsikringsutvalget har behandlet uten at vi gir klare tilrådninger om valg av løsninger. Flere omfattende praktiske problemer som ikke er nærmere analysert - for eksempel muligheten av en full registrering av opptjente rettigheter i så vel private som offentlige pensjonsordninger - gjør at klare prinsipielle tilrådninger vil ha begrenset praktisk betydning på kort og mellomlang sikt. Dette gir likevel mulighet for å få belyst og vurdert en del av de hovedproblemstillinger som Regjeringen og Stortinget vil måtte ta standpunkt til når en skal avklare pensjonssparingens plass i det norske skattesystemet.

Et sentralt utgangspunkt ved vurderingen av den skattemessige behandlingen av pensjonssparing, kan være at det skal sterke argumenter til for å fravike prinsippene som ble lagt til grunn for skattereformen av 1992. Pensjonsforsikringsutvalget peker på at de prinsipielle argumentene omkring hovedspørsmålet - hvorvidt pensjonssparing skal favoriseres skattemessig eller ikke - trekker i forskjellig retning og er i sterk tvil om hvilken vei summen av argumentene trekker. Det er hensynet til stabilitet og praktiske forhold som gjør at utvalget tilrår å fastholde hovedtrekkene i dagens system. I punkt 3 under utdypes en del argumenter omkring dette hovedspørsmålet.

I punkt 2 kommer vi nærmere inn på de konsekvensene vi mener bør trekkes for utformingen av de private pensjonsordningene dersom en velger å holde fast ved fradragsrett for premie til private pensjonsordninger. Hovedsynspunktet her er opprettholdelse av dagens pensjonsalder, og en innstramming i kravet til forsikringselement i forhold til i dag.

Premissene for utvalgets tilrådning, og for-

utsetningene i departementets høringsbrev, er at Folketrygdens rolle skal forbli uendret og at skattereformen fra 1992 ligger fast. Innledningsvis vil vi i punkt 1 drøfte noen forhold knyttet til disse premissene, selv om forutsetningene også berøres under punkt 2 og 3.

1. Om premissene for utvalgets tilrådninger

Grunnlaget for skattereformen i 1992 var at det skattesystem en lenge hadde hatt, gav en negativ virkning både på den samlede sparingen i Norge og på sparingens fordeling, både mellom real- og finanssparing og mellom ulike former for finanssparing. Gjennom skattereformen har en kommet et langt stykke på vei med å gjøre skattesystemet mer nøytralt i sin virkning på sparingen. Dette er blant annet oppnådd gjennom et bredere skattegrunnlag og lavere skattesatser.

Det brede skattegrunnlaget skyldes bortfalt av en rekke ordninger med fradrag i inntekt eller skatt. Blant disse var ordninger med formål å stimulere den finansielle sparingen slik som SMS. Aarbakkeutvalgets vurdering (NOU 1989:14) var at den sparestimulerende effekten av slike ordninger var begrenset og at en omlegging til lavere skattesatser på all finansiell sparing ville virke som en sterkere stimulans til sparingen. Utvalget fikk ikke gjennomført en vurdering av skattestimulert pensjonssparing, men pekte på at det også for denne måtte utredes nærmere om det var grunnlag for å opprettholde den skattemessige særbehandlingen.

Selv med den positive effekt av omleggingen i skattesystemet kan det stilles spørsmål ved om den samlede sparingen i Norge er høy nok. Riktignok er sparingen i Norge høyere enn i OECD samlet og i gjennomsnittet av de europeiske OECD-landene, men sparingen i Norge har motpost i en utvinning av naturressurser av en helt annen størrelsesorden enn

andre land. Det har også vært et særtrekk ved Norge at sparingen på det offentlige hånd har holdt den samlede sparingen oppe. Sett i forhold til andre land har norske husholdninger en svært lav sparing.

Sparingen på det offentlige hånd må også ses i lys av de fremtidige forpliktelser det offentlige har påtatt seg gjennom folketrygden. Beregninger for andre land indikerer at de forpliktelser det offentlige har påtatt seg gjennom å garantere for framtidige pensjonsytelser, utgjør i størrelsesorden 200 prosent av BNP. Usikre anslag for Norge ligger også i dette området.

Oppbyggingen av Folketrygdsystemet og de forpliktelser det medfører i fremtiden har ikke gått sammen med en tilstrekkelig sterk økning av sparingen på statens hånd. Selv med en inntekt fra statens oljeformue på i størrelse 30–40 milliarder kroner skjer det nå en nedbygging av statens finansielle formue.

Innføringen av et offentlig pensjonssystem der utgiftene til pensjoner finansieres løpende over statsbudsjettet, det såkalte «pay as you go»-systemet, betyr at et viktig motiv til sparing på husholdningenes hånd fjernes. Det er et gjennomgående trekk at vel utbygde offentlige forsikringsordninger bidrar til å redusere den private sparing. Dette er en viktig faktor bak den lave private sparingen i norske husholdninger.

En vurdering av den private pensjonssparing 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 tilfelle det skjer en direkte omlegging av ansvaret for pensjonssparing 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 eldrebølgen. For lav offentlig sparing vil derfor kunne bidra til å rokke ved tilliten til at den fremtidi-

ge 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.

Sterke 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. Spesielle skattestimulanser kan i denne sammenheng medvirke til å svekke den offentlige sparingen uten at en er sikret at den private sparingen øker mer enn det de offentlige budsjettene svekkes. Såvel empiri som teori kan tilsi at skattestimulanser til utvalgte deler av finanssparingen fører til omdisponeringer mellom ulike finansielle plasseringer, men med begrensede virkninger på den samlede private sparingen.

Det skatteprovenyet som oppstår ved en avvikling av skattestimulansen til pensjonssparing, burde kunne anvendes til en reduksjon i de skatter som i dag har sterkest negativ innvirkning på sparingen. En provenynøytral omlegging av skattesystemet med bortfall av skattestimulert pensjonssparing med motpost i reduksjon av formuesskatten vil kunne ha en gunstig effekt på den samlede sparingen.

2 Utforming av de skattemessig favoriserte ordningene for pensjonssparing, gitt at hovedtrekkene i dagens system opprettholdes

Pensjonsforsikringsutvalget foreslår oppmyking av reglene for skattefavisert pensjonssparing på flere områder. Utvalget vil utvide tillatt utforming av produkt, antall tilbydere og tillatt plasseringsform. Motivene for dette er blant annet et ønske om økt konkurranse og

bedre tilpasning av produktene til publikums ønsker. En vil imidlertid uunngåelig stå overfor en avveining mellom bredden i tilbudet av pensjonsspareformer og antall tilbydere av slike produkter på den ene siden, og muligheten for å opprettholde skattegrunnlaget på den andre siden, så lenge en beholder den skattemessige særbehandlingen.

Selv om en ønsker bredde i tilbudet av skattestimulerte pensjonsprodukter, bør dette vike til fordel for en opprettholdelse av skattegrunnlaget. Dette gjelder dersom en avvikling av skattefavouriseringen ikke gjennomføres på kort eller mellomlang sikt. Her kan vi også vise til Finansdepartementets høringsbrev, der det heter at hensynet til offentlige finanser og forpliktelsene til Folketrygden tilsier at provenymessige virkninger av eventuelle endringer i private pensjonsordninger og skattereglene på området vil være sentrale.

Når det gjelder aldersgrensespørsmålet (punkt 4 i departementets høringsbrev) veier de forhold som Lund-utvalget har tatt opp vel så tungt som det direkte provenytapet. Lavere pensjonsalder i de private ordningene kan gi galt signal om i hvilken retning den generelle pensjonsalderen bør gå. Riktignok må en forutsetning for åpning for lavere pensjonsalder i de private ordningene være at bedriftene selv dekker kostnadene. En kan dessuten styrke incentivene til å bli stående i arbeidsstyrken ved for eksempel økt innslag av innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger, idet slike ordninger vil innebære at man fortsetter å tjene opp pensjonsrettigheter så lenge man er i arbeid. Det kan likevel pekes på de negative virkninger av å gi flere signaler som kan gi press nedover på pensjonsalderen. Sterke grunner taler i favør av at den faktiske avgangsalder heller bør heves. Bakgrunnen for det er hensynet til utviklingen i arbeidsstyrken og kostnadene ved de offentlige velferdsordningene. Tilsvarende hensyn må gjøre seg gjeldende ved vurdering av livrenteordningen, som gjerne benyttes som en førtidspensjonsordning (punkt 5 i departementets høringsbrev). Konklusjonen på disse to punktene er at dagens aldersgrense i EPES og TPES bør opprettholdes, og den skattemessige særbehandlingen av livrenteordningen avvikles. Fortsatt skattemessig favorisering av livrenter utenom EPES og TPES bryter dessu-

ten med prinsippet om nøytralitet i kapitalbeskatningen og har negative provenyeffekter.

Ordningen med premiefond i EPES bør oppheves, og innføring av en øvre og nedre grense for opparbeidet fond innenfor TPES virker fornuftig (punkt 5 i høringsbrevet). Det vil kunne være aktuelt med overgangsregler for tilbakeføringer fra dagens fond, for å unngå plutselig frigivelse av store beløp.

Når det gjelder spørsmålet om krav om forsikringselement (punkt 6.1 og 6.2), står man igjen overfor en avveining mellom hensynet til bredde i produktutforming og behov for å begrense provenytapet. Gitt at utgangspunktet er å begrense omfanget av skattefavouriseringen bør det stilles krav om forsikringselement. For å sikre at pensjonistene har et inntektsgrunnlag også i perioder der de har spesielt behov for offentlige tjenester, bør det kreves lang utbetalingstid for pensjonssparingen – og som utvalget sier er ytterpunktet krav om livsvarig utbetaling. Det kan for øvrig argumenteres for at det ikke bør være en prioritert oppgave for det offentlige å subsidiere sparing for arv. I den grad en tillegger paternalismeargumentet vekt, bør dette avgrenses til å gjelde arbeidstakernes inntektsgrunnlag i alderdommen. For å ivareta framtidige pensjonisters konsummuligheter i størst mulig grad bør det derfor kreves at eventuell gjenværende kapital tilfaller forsikringsselskapet (øvrige forsikringstakere), og ikke dødsboet. Konklusjonen er at kravene om forsikringselement i ordningene bør skjerpes i forhold til dagens system, både ved krav om livsvarig utbetaling og ved at en opprettholder kravet om at eventuell gjenværende kapital tilfaller øvrige forsikringstakere.

Utvalget drøfter spesielt hvilken bindingstid en bør ha i ordninger der pensjonene har utbetalingstid av en viss begrenset lengde etter nådd pensjonsalder. I den grad en ikke vil gå inn for krav om livsvarig utbetaling, bør i så fall minste bindingstid være i størrelse 15 – 20 år, slik to medlemmer av utvalget foreslår.

Det følger av dette at tilbyderne av skattefavourisert pensjonssparing bør begrenses til å være forsikringsselskaper (punkt 6.3 i høringsbrevet). Uten rimelig grad av konkurranse i forsikringsmarkedet kan deler av subsidielementet i ordningen tilfalle tilbyderne.

Denne problemstillingen kan først få en grunnleggende løsning ved størst mulig likebehandling av alle former for sparing.

Dersom de praktiske problemene lar seg løse, bør det innføres tak på samlet tillatt sparing i EPES og TPES (punkt 6.4 i høringsbrevet). Dette kan bidra til å begrense provenytapet, og det kan gi større likebehandling av personer med og uten TPES. Vi forstår utvalget slik at det ut i fra hensynet til likebehandling av personer som dekkes av offentlige kollektive ordninger på den ene siden, og de som dekkes av de private ordningene på den andre siden, er grenser for hvor lavt taket for sparingen i de private ordningene kan settes.

Hvor frie rammer for plassering av midlene som tillates, vil ha innvirkning på hvor effektivt plasseringsmuligheter i markedet kan utnyttes, og i hvor stor grad risikoprofilen kan tilpasses investors ønsker. Dette vil igjen ha innvirkning på utnyttelse av ordningene og provenytap. Dette kan tilsi en viss begrensning i investeringsvalget. Som utvalget påpeker, er det forsikringstakerne som bærer det vesentlige av risikoen i innskuddsbaserte ordninger uten at de har kontroll over risikoksporingen. Dette vil spesielt være tilfelle i en eventuell innskuddsbasert TPES-ordning. Også dette tilsier klare begrensninger på plasseringsmulighetene om en tillater at premierserven plasseres i aksjefond (punkt 6.6 i høringsbrevet). I den grad en legger vekt på paternalisme og moralsk hasard som argumenter for skattestimulert pensjonssparing, bør en, som utvalget påpeker også ut fra disse hensyn begrense den finansielle risiko.

Norges Bank har i ulike sammenhenger påpekt behovet for et bedre fungerende arbeidsmarked, herunder tiltak som kan sikre at eldre arbeidstakere blir mer attraktiv arbeidskraft. Det bør derfor stilles krav om lineær opptjeningsprofil i TPES (punkt 6.7). En lineær opptjeningsprofil reduserer forskjellen i indirekte arbeidskraftkostnader mellom eldre og yngre arbeidstakere og gjør det lettere for arbeidsgiverne å ansette eldre arbeidstakere.

Forslaget om at arbeidstaker gis eiendomsrett til opptjente pensjonsytelser uavhengig av arbeidsperiodens varighet (punkt 6.9) gjør det mulig å skifte arbeidsplass uten at det går ut over pensjonsrettighetene, og vil bidra til økt

mobilitet i arbeidsmarkedet. Adgang til etablering av innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger (punkt 6.5) kan styrke incitamentene til å bli stående lenge i arbeidsstyrken. Det er viktig at det utformes overgangsordninger som hindrer at eldre arbeidstakere kommer dårlig ut.

Når det gjelder beskatningen av pensjonsutbetalingene fra EPES, er det ut i fra provenyhensyn grunn til å være skeptisk til å senke skattesatsen (punkt 6.8 i høringsbrevet). Imidlertid behandles EPES skattemessig mindre gunstig enn TPES, og likebehandling mellom de som har TPES og de som er henvist til kun EPES gjør at det er rimelig med en justering i beskatningen.

Oppsummert er hovedpunktene – gitt at den skattemessige favorisering av pensjonssparing videreføres – at dagens pensjonsalder bør opprettholdes og at kravet til forsikrings-element i den skattestimulerte pensjonssparingen bør strammes inn.

3. Hovedspørsmålet

Den spesielle skattemessige behandlingen av pensjonssparing bør vurderes i lys av skattereformen i 1992. Av hensyn til incentivene til sparing er det viktig å holde fast ved de lave marginalsattesatser på kapitalinntekt som da ble innført. Videre taler effektivitetsmessige hensyn for at en fortsetter arbeidet med å utvide skattegrunnlaget i retning av et fullstendig kapitalinntektsbegrep, det vil si at en oppnår utvidet beskatning av bolig- og konsumkapital. Antakelig trekker også fordelingsmessige hensyn i denne retning.

Alternativet til å oppnå nøytralitet i forhold til andre spare reformer ved en utvidelse av skattegrunnlaget på dette området, kan bli at omfanget av skattestimulerte ordninger på ny utvides og provenytapet øker i forhold til i dag. Dette kan bli resultatet dersom en, slik Pensjonsforsikringsutvalget foreslår, vektlegger å øke tilbudet av ulike former for pensjonssparing og antall tilbydere av slike produkter. Ved en videreføring av skattesubsidiet kommer en som diskutert i punkt 2 ikke utenom en avveining mellom hensynet til bredde i tilbudet av ulike skattestimulerte pensjonsspare reformer og antall tilbydere av slike produkter på den ene side, og hensynet til å opprettholde

det offentlige skattegrunnlaget på den andre. Dette dilemmaet ville en unngå ved å avvikle den skattemessige favoriseringen.

Det er atskillig usikkerhet knyttet til den virkning skattestimulansen har på den private sparingen. For det første må en regne med at selv om reglene har ført til et endret forbruks- og sparemønster over livsløpet for den enkelte, har ikke dette påvirket sparingen for samfunnet som helhet så lenge ikke det beløp som overlates i arv til neste generasjon har blitt påvirket. Riktignok kan en få en effekt på den samlede sparingen i samfunnet når slike regler innføres og det skjer en overgang til et nytt forbruks- og sparemønster. Men denne effekten vil dempes etter hvert som det nye mønsteret blir enerådende.

Det er imidlertid også spørsmål om skattestimulert pensjonssparing fører til vesentlige endringer i forbruks- og sparemønster for det enkelte individ. Slike endringer synes å være en underliggende forutsetning for Pensjonsforsikringsutvalgets tilrådning, og det er en betingelse for overgangseffekten omtalt i avsnittet over. Som utvalget selv påpeker, er det et vilkår for at subsidiering av en spesiell type sparing skal ha effekt på det enkelte individs totale sparing at det ikke går an å «hente ut» hele skattesubsidiet ved å endre sammensetningen av sin sparing. For eksempel må det ikke være slik at skattesubsidiet kun fører til overflytting fra bank- eller aksjesparing til pensjonssparing, eller at pensjonssparingen er lånefinansiert. Særlig når det gjelder den individuelle pensjonssparing kan det være rimelig å anta at økt pensjonssparing motsvarer av redusert annen finanssparing. Men også for de kollektive ordningene kan en reise spørsmål om den «tvungne» sparing de medfører langt på vei er tatt hensyn til gjennom tilpassing av den finansielle sparingen på arbeidstakerens egen hånd. I så fall får ikke ordningene markert effekt på fordelingen av konsum og sparing over livsløpet.

Dersom den subsidierte avkastningen på pensjonssparing kun fører til overflytting mellom ulike plasseringsformer som omtalt over, blir den eneste øvrige effekten at publikum får redusert skatt. Den rente de står overfor ved valg mellom forbruk og sparing utover pensjonssparing (marginalrenten) vil fortsatt være renten på andre spareformer.

Skattelettelsen vil avleire seg dels i økt forbruk, dels i økt sparing. Noe økt sparing vil en altså få i privat sektor, selv om den høyere avkastningen på pensjonssparing i hovedsak fører til overflytting mellom ulike plasseringsformer som omtalt over. Motstykket til privat sektors skattereduksjon er imidlertid reduserte skatteinntekter, altså redusert sparing for offentlig sektor – og nettoeffekten er entydig negativ når en ser offentlig og privat sektor samlet. En total positiv effekt på sparingen er altså avhengig av at økt pensjonssparing for en stor del er ny sparing, og ikke vesentlig overflytting fra andre spareformer. Denne økte sparingen må mer enn oppveie det økte konsum som følger av skattelettelsen.

Pensjonsforsikringsutvalget mener at behovet for *paternalisme*, det vil si at det offentlige griper inn slik at personer hindres i å ta beslutninger som de vil angre på i en senere livsfase, er et av hovedargumentene som kan tale for opprettholdelse av den skattemessige favoriseringen av pensjonssparing. I den grad den individuelle sparingen ikke påvirkes av den skattemessige stimulansen mister dette argumentet sin tyngde.

Både individuelle og kollektive pensjonsordninger vil kunne betraktes som frivillige supplement til Folketrygdens dekning. Det er således tvilsomt om skattemessig favorisering kan sies å være berettiget når en tar i betraktning de overordnede hensyn bak skattereformen av 1992, og usikkerheten omkring effekten på sparingen. Det som ble oppnådd ved skattereformen, var en entydig styrking av incentivene til sparing, ved at marginals-katten på finanskapital ble senket.

Det andre argumentet som utvalget mener trekker i retning av videreføring av skattestimulans til pensjonssparing, å begrense virkningen av *moralsk hasard* – at enkeltpersoner på bakgrunn av det sosiale sikkerhetsnett som er bygd opp ikke sparer tilstrekkelig for egen alderdom – vil i hvert fall delvis være ivaretatt gjennom Folketrygden. Dette påpekes også av utvalget selv. Andelen minstepensjonister forventes å gå ned fra ca 50 prosent i 1991 til 7,5 prosent i 2030. Om en ønsker å motvirke moralsk hasard vil imidlertid et alternativ være å vurdere justeringer i de ordninger som eventuelt gir grunnlag for slik tilpassing.

Beskatningen av konsum- og boligkapital

er lavere enn beskatningen av finanssparing. Det er imidlertid tvilsomt om selektiv stimulering av pensjonssparing kan være et egnet virkemiddel til å redusere vridningen mellom investering i finanskapital og konsum- og boligkapital som følger av dette. Grunnen til det er at annen finanssparing antakelig er et nærmere substitutt til pensjonssparing enn konsum- og boligkapital. Sannsynligvis vil skattesubsidiet derfor gi overflyttinger mellom investeringer i ulike former for finanskapital, og i mindre grad overflytting mellom konsum- og boligkapital og finanskapital. En mer direkte måte å oppnå større nøytralitet mellom investering i konsum- og boligkapital og finanskapital på, ville være å utvide skattegrunnlaget for konsum- og boligkapital. Husholdningene vil ikke være nøytrale i sitt valg av plasseringsform for sin formue før en slik utvidelse har funnet sted.

Dette vil være i overensstemmelse med hovedprinsipper som er nedfelt i skattereformen. Det vil dessuten være i tråd med de viktige hensyn regjeringen vil legge vekt på ved behandlingen av Pensjonsforsikringsutvalgets utredning, jf høringsbrevets punkt 2 ii). Så vel ut fra en aktuell konjunkturvurdering som ut fra et mer langsiktig kapitalakkumulerings-synspunkt, er det viktig å øke husholdningssektorens finanssparing i relasjon til real sparing i bolig- og konsumkapital.

Skattestimulans til pensjonssparing kan ikke begrunnes i fordelingsmessige forhold. Folketrykssystemet gir inntektssikring for personer med ingen eller lav inntekt i yrkesaktiv periode. De skattestimulerte individuelle ordningene vil i størst grad kunne nyttes av personer med relativt høye inntekter. De skattefaviserte kollektive ordningene begrenser seg til å nå personer med fast tilknytning til arbeidsmarkedet og har størst dekningsgrad i yrker med relativt høye inntekter. En kan også peke på at det er kun en tredel av ansatte i privat sektor som er dekket av tjenestepensjonsordninger etter skatteloven (TPES).

Pensjonsforsikringsutvalget ser ikke hensynet til langsiktig eierskap i norsk næringsliv som noe selvstendig moment av betydning for diskusjonen av private pensjonsordninger. Innslaget av utenlandsk eierskap i norsk næringsliv er avhengig av størrelsen på den samlede innenlandske sparing, og denne

påvirkes antakelig lite av utformingen av de private pensjonsordningene. En annen side av saken er at reglene for pensjonssparing kan påvirke likviditeten i aksjemarkedet og innslaget av institusjonelle investorer. Det sentrale i denne sammenhengen er muligheten kapitalforvalterne har til å ta langsiktige posisjoner. I spesiell grad gjelder dette de regler forsikringselskapene er underlagt. Norges Bank har tidligere tatt opp disse forholdene, blant annet høsten 1993 i sammenheng med tiltakene for å styrke soliditeten i forsikringselskapene.

De momenter som er anført ovenfor trekker i retning av at skattefaviseringen av private pensjonsordninger avvikles. Som Pensjonsforsikringsutvalget påpeker, bør imidlertid en eventuell avvikling av den gunstige skattemessige behandlingen av sparing gjennom de *private* (individuelle og kollektive) ordningene skje parallelt med en avvikling av den skattemessige gunstige behandlingen av sparing gjennom de *offentlige* kollektive ordningene, såvel i staten som i kommunal sektor. Avviklingen krever etter det vi forstår en engangsinvestering i registrering av opptjente pensjonsrettigheter, som kan by på store problemer spesielt når det gjelder de offentlige ordningene.

En eventuell avvikling av de skattestimulerte ordningene vil isolert sett gjøre det mer fordelaktig for private bedrifter å finansiere tjenestepensjoner løpende over driften. De endringer som er foreslått i Norsk Regnskapsstandard innebærer at alle bedriftens forpliktelser skal fremgå av regnskapet, også framtidige pensjonsforpliktelser. Dette vil kunne begrense omfanget av slike forhold. Dessuten bør slike rettigheter formentlig underlegges beskatning på arbeidstakers hånd når de opparbeides. Lovgivningen på andre områder, for eksempel konkurslovgivningen, må i tillegg gjennomgås med sikte på å gi sikkerhet for lønnstakernes pensjonsrettigheter.

Pensjonssparing kan sammen med for eksempel banksparing betegnes som fondsbasert sparing, i den forstand at det eksplisitt bygges opp en formue som skal finansiere forbruket i den siste del av livet. Fondsbaserte ordninger synliggjør behovet for å spare for alderdommen og fører derfor til høyere privat sparing enn «pay-as-you-go» systemer som

ligger til grunn for Folketrygden, men også Statens Pensjonskasse. Sterke grunner taler for slike ordninger også ved et eventuelt bortfall av skattefavoriseringen.

Kostnadene og de praktiske problemene knyttet til registrering av opptjente rettigheter i de kollektive ordningene bør kartlegges snarest mulig. Behovet for bedre oversikt over de fremtidige forpliktelser for det offentlige, både i Folketrygden og i tjenstepensjonsordningene, tilsier uansett at en slik registrering foretas for de offentlige ordningenes del.

Gitt at en slik registrering gjennomføres, vil en kunne velge en mer moderat skattemessig favorisering enn den som Pensjonsforsikringsutvalget skisserer, og som i hovedsak er en opprettholdelse av dagens system der skattefordelen dels ligger i en skattekreditt, dels i fritak fra formuesskatt. Om en løpende kan registrere avkastning og formue i pensjonssparingen, kan skattestimulansen gis ved et fradrag i skatt det året sparingen faktisk foretas slik en i dag har i AMS-ordningen. Provenyvirkningen blir da enkel å registrere. Dette vil være et alternativ til en fullstendig avvikling av favoriseringen.

Opphevelse av de skattekreditter som i dag ligger i systemet for beskatning av pensjonssparing, betyr at inntekt som benyttes til premieinnbetalinger og avkastningen på midlene løpende kommer til beskatning, i stedet for ved utbetaling av pensjonene. Dette vil føre til en midlertidig økning av skatteinntektene for det offentlige. Slike midlertidige økninger av skattegrunnlaget gir ikke noe grunnlag for å holde offentlige utgifter høyere enn de ellers ville ha vært.

Full likebehandling av pensjonssparing med annen sparing betyr imidlertid også en viss permanent utvidelse av skattegrunnlaget, blant annet ved at dette innebærer formuesbeskatning av pensjonsrettigheter. Dersom omleggingen skal være provenynøytral vil det være mest naturlig å endre de skatter som gir disincentiv til sparing, som for eksempel formuesskatten. I en situasjon med lav prisstigning og dermed lave nominelle renter slik vi nå har, utgjør formuesskatten dessuten en nokså betydelig skattlegging av sparingen sett

i forhold til perioder med høye nominelle renter der inntektsbeskatningen har større vekt. Gitt en forutsetning om provenynøytralitet vil et merproveny kunne benyttes til en generell reduksjon i formuesskatten.

Dersom en legger betydelig vekt på å bibeholde og styrke de prinsipper som er lagt til grunn for skattereformen av 1992, er det mange forhold som taler i favør av at en avviker ordningen med skattestimulert pensjonssparing. Virkningen av slike skattemessige stimulanser er meget tvilsom når det gjelder samlet sparing, hovedvirkningen er antakelig at formene for finanssparing endres. En full avvikling av de skattestimulerte ordningene bør imidlertid skje parallelt med avvikling av den skattemessig gunstige behandlingen av sparing gjennom de offentlige kollektive ordningene, så vel i statlig som i kommunal sektor. En slik avvikling krever en engangsinvestering i registrering av opptjente rettigheter som – ifølge Pensjonsforsikringsutvalget – kan by på store problemer, spesielt når det gjelder en del av de offentlige ordningene.

Den oversikt som foreligger over løsninger innenfor andre OECD-land synes å tyde på at en i Europa har bibeholdt ordningen med fradragrett for premier i private pensjonsordninger, selv om enkelte land etter hvert har begynt å beskatte avkastningen av innbetalte premier. Både gjennom institusjonelle forskjeller og på grunn av den skattemessige behandlingen i europeiske land er i realiteten pensjonssparingen i disse landene i dag i stor grad forbeholdt innenlandske finansinstitusjoner. Eventuelle endringer i den skattemessige behandlingen av pensjonssparing i Norge må også ta hensyn til hvilke konsekvenser det har for henholdsvis forsikringstakere og norske finansinstitusjoner om Norge går inn for en opphevelse av skattestimulert pensjonssparing i et fullt integrert kapital- og finansmarked som også omfatter finansielle tjenester.

Med hilsen

Torstein Moland

Ragna Alstadheim

Nye arbeidsnotater fra Norges Bank

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

Ragnar Nymoen: «Hvorfor er makroøkonomiske framskrivinger så usikre?» Arbeidsnotat 1994/6, 27 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-064-4

På bakgrunn av den norske debatten om nøyaktigheten av de makroøkonomiske framskrivingene ser vi på kildene til usikkerhet i prognosene. Vi viser at økonomiske framskrivinger er preget av en betydelig iboende usikkerhet. I en realistisk framskrivingssituasjon blir oppgaven ytterligere vanskeliggjort av målefeil i den makroøkonomiske statistikk, usikkerhet om utviklingen i ikke-modelerte eksogene variable og av at modellen kan være feilspesifisert. Ved å foreta modellkorreksjoner, basert på komplementær informasjon, har brukerne av modeller gode muligheter til å forbedre «rene» modellprognoser.

Arent Skjæveland og Birger Vikøren: «Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger». Arbeidsnotat 1994/7, 68 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-065-2

Dette notatet diskuterer hvordan små, åpne økonomier bør innrette sin pengepolitikk. Notatet tar utgangspunkt i at det for tiden synes å være bred enighet om at det langsiktige målet for pengepolitikken bør være prisstabilitet i betydningen lav inflasjon. Når det gjelder hvorledes pengepolitikken skal innrettes på veien mot dette langsiktige målet finnes det imidlertid flere alternativer. Noen land styrer etter et mellommål – enten for valutakursen eller for pengemengden. Andre har valgt ikke å definere noe mellommål for pengepolitikken, men styrer mer direkte mot et mål om lav inflasjon. Det finnes en omfattende littera-

tur som drøfter fordeler og ulemper ved de alternative måtene å innrette pengepolitikken på. Formålet med dette notatet er å gi et innblikk i denne litteraturen, og særlig i noen av de nyeste bidragene.

Øyvind Eitrheim: «Norwegian housing prices 1983 to 1992. A linear dynamic model». Arbeidsnotat 1994/8, 29 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-066-0

Arbeidsnotatet dokumenterer en lineær dynamisk modell for gjennomsnittsprisen på boliger som er tallfestet ved hjelp av norske kvartalsdata for perioden 1983(1) til 1992(4). Boligprislikningen er nå en del av Norges Banks makroøkonometriske modell RIMINI.

Foruten en diskusjon av data, estimeringsresultater og modellegenskaper, drøfter notatet hvilke økonomiske drivkrefter som kan ligge bak de kraftige svingningene i boligprisene i løpet av det siste tiåret.

Tore Nilssen: «Consumer lock-in with asymmetric information». Arbeidsnotat 1994/9, 40 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-068-7

Dette notatet presenterer en teoretisk diskusjon av såkalt informasjonsbasert kundeinnlåsing i forsikringsmarkedet. Slik innlåsing er forårsaket av at en kundes nåværende forsikringssselskap er bedre informert om kunden enn dets konkurrenter er. Rammen for diskusjonen er en to-periodisk modell av et forsikringsmarked hvor det forekommer to former for informasjonskjevhet: I utgangspunktet er intet forsikringssselskap kjent med den enkelte konsumentens ulykkessannsynlighet. Og foran andre periode er det kun konsumentens tidli-

gere selskap som kjenner hans/hennes ulykeshistorie. Det er to typer konsumenter, høyrisiko og lav-risiko. Hvis de to typene kjøper forskjellige forsikringskontrakter i første periode, vil ikke selskapenes informasjonsfordel i forhold til gamle kunder ha noen betydning, siden kontraktskjøp kan observeres av alle selskapene. Men hvis de to konsumenttypene kjøper samme kontrakt i den første perioden, vil informasjonsfordelen kunne ha betydning i andre periode. En likevekt hvor de to typene kjøper samme første-periode kontrakt, kalles ikke-separerende. I dette notatet vises at en slik ikke-separerende kontrakt kan forekomme, og dermed at informasjonsbasert innlåsing kan finne sted.

Sigbjørn Atle Berg og Moshe Kim: «Banks as multioutput oligopolies: An empirical evaluation of the retail and corporate banking markets.» Arbeidsnotat 1994/10, 31 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-069-5

Markedene for banklån er preget av at kundene må bruke tid dersom de vil skaffe seg full informasjon om alle relevante tilbud, og av at bankene tilsvarende må bruke tid for å skaffe seg best mulig informasjon om kundene. Disse informasjonskostnadene påvirker markedslivekten på litt ulik måte i småkunde- og storkundemarkedene. I dette arbeidet estimeres mål for bankenes markedsrett overfor de to kundegruppene i de norske bankmarkedene i årene 1990–92. Vi finner at storkundemarkedet er nærmere en frikonkurransesituasjon enn småkundemarkedet. Vi finner dessuten tydelige tegn på at bankenes strategi i de to markedene er innbyrdes avhengige.

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater

Finansdepartementet fastsatte i brev av 6. januar 1994 til Norges Bank auksjonskalender for statsobligasjoner i 1994 og for statssertifikater for første halvår 1994. Brevet er gjengitt i Norges Banks rundskriv nr. 1/6. januar 1994.

Norges Banks rundskriv nr. 10/4. juli 1994 gjengir auksjonskalenderen for statssertifikater for annet halvår 1994.

Auksjoner av statsobligasjoner vil skje etter følgende mønster:

1. Auksjoner finner sted annenhver måned; i januar, mars, mai, juli, september og november.
2. Lånevilkår offentliggjøres midt i måneden (fredag kl. 14.00).
3. Auksjoner avholdes i månedens siste hele uke, med budgivningsfrist mandag kl. 10.00 og oppgjør torsdag.

For den resterende del av 1994 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statsobligasjoner:

Offentliggjøring	kl. 14:	16.9.	11.11.
Auksjon	kl. 10:	26.9.	21.11.
Oppgjør	kl. 10:	29.9.	24.11.

Auksjonene kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

Finansdepartementet har bestemt at opplåningen i statssertifikatmarkedet vil bli konsentrert om færre serier, ved at det ikke legges ut så mange nye lån som etter det tidligere opplegget, men at en heller utvider eksisterende lån ved en del av auksjonene. Volumet i de enkelte seriene kan dermed økes, noe som trolig vil bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet.

For den resten del av 1994 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statssertifikater:

Offentligg.	kl. 11.00:	14.09	14.10	15.11	14.12
Auksjon:	kl. 10.00:	16.09	18.10	11.11	16.12
Oppgjør:	kl. 10.00:	20.09	20.10	21.11	20.12
Forfallsdag:		20.12.94	20.10.95	utvid.	utvid.

Auksjonene 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 nærmeste foregående perioden. I tillegg refereres det til de siste endringene i relevante forskrifter. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 9. september 1994.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget	D-lån		Grunn- innskudd ¹⁾ mrd.kroner	F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Gj.snitt innsk. mrd.kroner	
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk		Gj.snitt lån mrd.kroner	Nom. rente ²⁾	Gj.snitt lån mrd.kroner	Nom. rente ²⁾		
1993										
Juli	01.-15.	250	6,3	0,8	15,2	3,3	6,28	-	-	1,5
	16.-31.	250	5,9	0,9	15,2	13,1	6,22	-	-	2,1
August	01.-15.	200	4,8	1,2	15,2	12,1	5,74	-	-	3,0
	16.-31.	200	4,6	0,7	15,2	12,2	6,36	-	-	1,5
September	01.-15.	200	4,9	0,3	15,2	1,1	..	0,5	6,19	4,0
	16.-30.	200	4,9	0,7	15,2	9,0	6,33	0,1	..	1,5
Oktober	01.-15.	200	4,8	0,2	15,2	9,3	6,36	-	-	2,3
	16.-31.	200	4,8	0,1	15,2	8,6	5,67	-	-	3,3
November	01.-15.	200	5,1	0,2	15,2	-	..	3,9	5,39	4,2
	16.-30.	200	5,1	0,2	15,2	14,4	5,04	0,5	..	4,8
Desember	01.-15.	200	5,1	0,8	-	18,1	5,33	-	-	1,6
	16.-31.	200	4,8	1,3	-	13,7	6,19	-	-	0,8
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	-	-	2,4
Februar	01.-15.	200	5,1	0,2	-	1,9	..	0,7	5,06	4,6
	16.-28.	200	5,9	0,6	-	-	-	3,8	5,39	3,3
Mars	01.-15.	200	5,1	0,2	-	-	-	12,3	5,79	2,9
	16.-31.	200	4,8	0,4	-	-	-	1,9	5,47	2,6
April	01.-15.	150	4,6	0,2	-	-	-	1,4	5,56	2,9
	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	3,6
	16.-31.	150	4,6	0,2	-	4,6	5,09	2,4	..	5,9
Juni	01.-15.	150	4,6	0,1	-	0,8	..	5,2	5,17	5,2
	16.-30.	150	4,6	0,3	-	-	-	9,1	5,13	4,6
Juli	01.-15.	100	3,0	0,1	-	-	-	13,6	5,24	4,6
	16.-31.	100	2,8	0,7	-	-	-	5,0	5,23	1,5
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

1) Renten på grunninnskudd var 2,0% i 1993. Ordningen ble avvirket 1.12.93. 2) Gjennomsnittlig rente ved tildelingen. Ved flere tildelinger i perioden, uveid gj.snitt av de enkelte tildelinger. Rentetall er ikke anført i perioder uten tildeling.

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten		
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv	
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

- 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

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

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

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

Ingen av kredittovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

Tabeller

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 kredittilførsel til publikum etter kilde
- 24a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 24b. Sammensetningen av pengemengden

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

Rentestatistikk

- 27. Nominelle rentesatser i norske kroner
- 28. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet
- 29. Effektive renter på norske obligasjoner
- 30. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer
- 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner
- 32. Forretnings- og sparebanker. 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

Valutahandel

- 43. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
- 44. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
- 45. 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», dvs. sektorene 510–890 i Kredittmarkedsstatistikken.

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1993	31/3 1994	31/5 1994	30/6 1994	31/7 1994
Fordringer på utlandet	161 688	161 215	158 727	156 039	152 862
Internasjonale reserver	154 651	154 241	151 766	146 901	141 695
Andre fordringer på utlandet	7 037	6 974	6 961	9 138	11 167
Fordringer på norske finansinstitusjoner	16 947	2 016	7 686	1 576	2 148
Innskudd i private banker	0	0	0	0	0
Sertifikater og ihendehaverobligasjoner utstedt av private banker	0	0	0	0	0
Utlån til private banker	17 411	2 325	8 183	2 096	2 128
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	109	264	76	53	593
Avsetning tap på utlån til banker	-573	-573	-573	-573	-573
Fordringer på statsforvaltningen	30 749	19 689	14 081	17 487	16 757
Ihendehaverobligasjoner	7 399	9 976	10 454	10 802	10 432
Andre verdipapirer	21 853	9 082	3 174	6 039	5 699
Andre fordringer	1 497	640	453	646	626
Fordringer på andre norske sektorer	1 108	1 191	1 276	995	957
Verdipapirer og utlån	631	625	621	613	607
Andre fordringer	477	566	655	382	350
Varebeholdning produksjonbedrifter	140	140	140	140	140
Varige driftsmidler	0	18	21	23	25
Kursreguleringer	0	1 796	5 443	6 531	6 550
Kostnader	-	1 413	2 294	2 748	3 168
Eiendeler i alt	210 632	187 487	189 668	185 539	182 607
Gjeld til utlandet	12 384	12 405	12 375	9 615	11 719
NOK-gjeld til IMF	7 012	6 949	6 937	6 761	6 683
Annen gjeld til utlandet	5 372	5 456	5 438	2 854	5 036
Sedler og mynt i omløp	38 003	36 135	35 567	38 029	36 987
Innenlandske innskudd	111 479	86 336	86 886	81 947	76 911
Statskassen	100 848	70 393	73 469	59 722	63 295
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	5 976	4 834	3 947	3 556	3 749
Private banker	695	7 289	6 053	15 471	6 071
Andre finansinstitusjoner	3 501	3 058	2 976	2 380	3 260
Andre norske sektorer	459	762	441	818	536
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	992	1 634	1 919	2 194
Annen innenlandsk gjeld	393	659	276	239	172
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 732	1 721	1 694	1 673	1 675
Fond	46 641	46 641	46 641	46 641	46 641
Kursreguleringer¹⁾	0	0	0	0	0
Inntekter	-	2 598	4 595	5 476	6 308
Gjeld og egenkapital i alt	210 632	187 487	189 668	185 539	182 607

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	2.139
Valuta kjøpt på levering	3.830
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS ..	388
Futures solgt	0
Futures kjøpt	0

Merk: Verdipapirporteføljen er vurdert til laveste verdi av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelsesverdi.

Verdipapirinstrumentene vedrørende gjenkjøpsavtaler blir presentert på gjeldssiden under annen gjeld til utlandet. På eiendomssiden blir motsvarende beløp fra og med balanseoppstillingen pr.30.06.94 flyttet fra internasjonale reserver og presentert under andre fordringer på utlandet. For juli beløper gjenkjøpsavtaler seg til 4 459 mill. kr.

Norges Bank har fra og med januar 1994 innført aktivering av nyanskaffede varige driftsmidler. Tilhørende avskrivninger blir kostnadsført månedlig.

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

	31/12 1993	31/3 1994	31/5 1994	30/6 1994	31/7 1994
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 978	2 505	2 310	2 776	2 987
Reserveposisjon i IMF	4 395	4 382	4 214	4 256	4 345
Lån til IMF	395	485	477	618	619
Bankinnskudd i utlandet	8 852	11 905	11 255	14 318	8 146
Utenlandske statskasseveksler	23 510	20 728	22 335	23 216	23 512
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	80 983	80 983	81 760	77 140	75 657
Utlån utenlandske banker	30 220	30 528	26 892	21 888	23 752
Opptjente, ikke forfalte renter	3 033	2 430	2 238	2 404	2 391
Totalt	154 651	154 241	151 766	146 901	141 695

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	31/5 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 240	695	739	941	520
Sertifikater	23 088	15 498	11 846	9 768	10 203
Stats- og statsbankobligasjoner	8 555	8 636	9 487	10 342	12 955
Andre ihendehaverobligasjoner	1 804	2 758	3 960	4 921	5 715
Utlån til statsforvaltningen	33 179	52 422	43 773	59 133	59 639
Utlån til publikum	16 674	16 889	17 444	20 516	21 731
Andre eiendeler	3 941	3 483	3 522	2 287	2 004
Eiendeler i alt	88 481	100 381	90 771	107 908	112 767
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	24 770	36 180	26 663	42 148	45 791
Publikum	53 948	55 500	55 404	54 997	54 446
Andre sektorer	5 073	3 151	5 004	4 430	6 056
Annen gjeld og egenkapital	4 690	5 550	3 700	6 333	6 474
Gjeld og egenkapital i alt	88 481	100 381	90 771	107 908	112 767

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	31/5 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 374	5 494	5 386	5 990	6 304
Utlån i alt	190 475	189 968	185 365	183 572	182 121
Herav:					
Til publikum	188 246	186 131	180 828	178 019	175 732
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	14 066	16 582	15 110	15 327	16 329
Eiendeler i alt	212 456	215 585	219 402	208 430	208 295
Ihendehaverobligasjonslån	24 385	25 438	23 831	20 411	20 493
Herav:					
I norske kroner	20 965	22 148	21 391	18 421	18 547
I utenlandsk valuta	3 420	3 290	2 440	1 990	1 946
Andre lån	165 423	161 567	160 908	157 346	152 632
Herav:					
Statskassen	163 881	160 042	159 596	156 053	151 555
Annen gjeld m.v.	11 999	15 840	12 430	17 878	22 282
Aksjekapital, fond	10 649	12 740	12 233	12 795	12 888
Gjeld og egenkapital i alt	212 456	215 585	209 402	208 430	208 295

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning	2 776	2 529	2 584	2 647	2 974
Innskudd i Norges Bank, Postgiro og Norges Postbank	2 190	2 157	950	8 556	16 797
Innskudd i forretnings- og sparebanker	13 558	11 468	6 239	8 844	9 565
Innskudd i utenlandske banker	22 728	25 590	17 472	19 877	20 767
Statscertifikater	14 614	8 636	7 393	6 344	7 553
Andre sertifikater	3 180	2 942	2 735	3 534	3 647
Stats- og statsbankobligasjoner	30 310	30 558	25 677	25 827	21 672
Andre ihendehaverobligasjoner	22 222	24 608	23 095	22 149	17 915
Lån til utlandet	25 964	25 841	24 560	23 478	21 507
Utlån til publikum	419 774	417 612	431 698	434 066	438 868
Herav:					
I utenlandsk valuta	43 499	39 088	37 469	35 727	34 410
Utlån til private finansinstitusjoner	18 110	18 607	12 155	14 941	16 140
Andre eiendeler ¹⁾	41 469	46 460	32 403	35 247	34 985
Eiendeler i alt	616 895	616 023	586 343	605 510	612 390
Innskudd fra publikum	369 498	367 309	366 264	368 960	373 722
Herav:					
I utenlandsk valuta	21 916	18 918	17 702	18 716	17 722
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	13 475	10 992	6 871	9 603	10 263
Innskudd fra private finansinstitusjoner	22 144	16 217	17 931	26 418	29 694
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v. ²⁾	7 973	8 721	7 823	8 356	7 529
Innlån i form av banksertifikater	1 707	2 960	2 980	5 606	6 927
Lån og innskudd fra Norges Bank	27 485	26 529	16 996	2 093	1 604
Lån og innskudd fra utlandet	48 421	49 031	42 647	48 153	46 259
Annen gjeld	98 361	104 436	90 570	97 282	94 089
Aksje-/grunnfondskapital	10 268	10 444	2 967	16 493	17 065
Avsetninger, fond etc.	14 328	14 932	16 676	20 278	20 891
Nettoinntekt	3 285	4 452	4 618	2 268	4 347
Gjeld og egenkapital i alt	616 895	616 023	586 343	605 510	612 390
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	54 521	59 311	50 078	50 294	46 533
Gjeld overfor utlandet	79 075	78 787	71 869	76 572	71 846

¹⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

²⁾ Omfatter også Postgiro og Norges Postbank

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	9 491	10 750	9 873	10 275	8 970
Foretak ¹⁾	143 999	138 342	139 781	143 038	144 325
Husholdninger ²⁾	266 284	268 520	282 044	280 753	285 573
Utlån til publikum i alt	419 774	417 612	431 698	434 066	438 868
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	27 789	24 847	26 730	26 367	29 493
Foretak ¹⁾	103 597	108 962	106 888	105 116	100 420
Husholdninger ²⁾	238 112	233 500	232 646	237 477	243 809
Innskudd fra publikum i alt	369 498	367 309	366 264	368 960	373 722

¹⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

²⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 225	4 335	4 085	2 922	6 021
Sertifikater	10 913	10 389	13 573	5 751	5 958
Stats- og statsbankobligasjoner	2 324	2 600	3 513	2 558	1 998
Andre ihendehaverobligasjoner	9 367	10 633	9 091	9 908	10 274
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	508	737	1 147	900	1 552
Publikum	77 929	77 002	76 452	73 081	70 804
Andre	10 199	9 671	9 450	10 127	10 284
Andre eiendeler	4 204	3 743	3 893	4 158	6 011
Eiendeler i alt	119 669	119 110	121 204	109 405	112 902
Sertifikater	7 196	8 627	12 669	6 657	7 229
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	49 678	47 905	44 383	43 048	46 032
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	28 110	28 726	26 984	27 766	27 919
Andre innlån	19 130	18 542	20 544	16 702	16 096
Egenkapital	7 670	7 870	7 972	8 122	8 788
Annen gjeld	7 885	7 440	8 652	7 110	6 838
Sum gjeld og egenkapital	119 669	119 110	121 204	109 405	112 902

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	594	662	556	736	699
Sertifikater	0	12	6	12	12
Ihendehaverobligasjoner	5	0	5	0	13
Utlån ¹⁾ (brutto)	22 328	21 961	21 748	23 056	23 581
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	17 747	17 346	17 514	18 535	19 082
Utlån til andre sektorer (netto)	1 004	1 112	733	726	877
Andre eiendeler ²⁾	-596	-647	-700	-591	-477
Eiendeler i alt	22 331	21 988	21 615	23 213	23 828
Sertifikater	5	485	1 185	1 210	1 660
Ihendehaverobligasjonslån	0	0	0	0	0
Lån fra andre enn banker	7 300	7 247	7 128	9 584	9 445
Lån fra banker	8 821	8 127	6 858	5 614	5 860
Annen gjeld m.v.	2 636	2 527	3 103	3 426	3 353
Kapital, fond	3 569	3 602	3 341	3 379	3 510
Gjeld og egenkapital i alt	22 331	21 988	21 615	23 213	23 828

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 039	5 450	3 644	5 877	9 365
Norske sertifikater	8 020	7 886	7 519	6 486	6 310
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	1 541	96	-	-	-
Norske ihendehaverobligasjoner	55 918	58 262	61 347	67 726	69 894
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	12 384	19 326	22 792	21 404	21 862
Norske aksjer	14 056	14 387	15 231	17 732	17 960
Utenlandske aksjer	2 742	2 398	3 415	4 253	4 403
Utlån til publikum	71 207	69 284	68 467	66 558	64 958
Utlån til andre sektorer	1 865	1 728	1 606	1 548	1 482
Andre spesifiserte eiendeler	18 487	17 809	17 093	17 703	18 159
Eiendeler i alt	190 259	196 626	201 114	209 287	214 393

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 718	2 606	3 999	3 085	3 422
Norske ihendehaverobligasjoner	24 188	26 072	26 611	27 709	28 603
Utlån til publikum	8 980	8 210	7 450	7 282	7 090
Andre spesifiserte eiendeler	6 538	7 069	6 899	7 940	8 002
Eiendeler i alt	43 423	43 957	44 959	46 016	47 117

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)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 589	7 926	7 008	8 260	8 830
Norske sertifikater	2 380	3 754	3 843	4 116	5 024
Utenlandske sertifikater	327	144	105	1	128
Norske ihendehaverobligasjoner	11 924	13 143	15 054	14 325	14 839
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 167	6 353	6 518	7 386	7 239
Norske aksjer	5 742	6 372	5 897	6 466	6 862
Utenlandske aksjer	1 828	2 009	3 011	3 414	3 649
Utlån til publikum	5 710	5 014	4 822	4 450	4 169
Utlån til andre sektorer	1 347	1 125	796	597	571
Andre spesifiserte eiendeler	14 972	14 708	14 349	15 112	16 741
Eiendeler i alt	58 986	60 548	61 403	64 127	68 052

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond¹⁾. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1992	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Bankinnskudd	2 008	2 047	1 771	2 435	2 658
Stats- og statsbanksertifikater	229	1 585	1 356	859	1 867
Andre norske sertifikater	1 019	3 159	3 396	4 181	5 726
Utenlandske sertifikater	6	0	0	0	0
Stats- og statsbankobligasjoner	1 983	4 965	5 705	4 550	3 732
Andre norske obligasjoner	4 454	9 227	10 499	11 152	8 864
Utenlandske obligasjoner	56	273	673	794	788
Norske aksjer	4 968	8 478	10 604	11 633	10 750
Utenlandske aksjer	875	1 207	1 127	1 948	1 822
Andre eiendeler	534	997	1 362	1 405	1 481
Eiendeler i alt	16 132	31 938	36 493	38 957	37 688

¹⁾ Aksje-, obligasjons- og pengemarkedsfond m.v.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994			
				Totalt	Aksjefond ¹⁾	Obligasjons- fond	Pengemarkeds- fond
Norske banker	573	360	383	355	68	183	104
Øvrige finansinstitusjoner	1 604	3 727	3 867	3 650	1 673	1 692	285
Kommuneforvaltning og -foretak	780	925	752	774	8	646	120
Øvrige foretak	4 720	14 116	15 164	14 725	2 866	6 107	5 752
Husholdninger	8 026	17 422	18 442	17 524	9 788	3 371	4 365
Utlandet	69	208	319	285	249	30	6
Andelskapital i alt	15 772	36 778	38 926	37 313	14 652	12 029	10 632

¹⁾ Aksje-, kombinasjons- og internasjonale fond

Kilde: Norges Bank

Verdipapirstatistikk

Tabell 13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	30/6 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	19 486	19 500	22 059	42 058	48 131
Offentlige finansinstitusjoner	10	3	8	103	216
Private banker og sikringsfond	2 259	1 301	1 537	1 749	1 979
Forsikringsselskaper m.v.	18 288	17 379	15 586	24 735	25 451
Øvrige finansinstitusjoner	696	357	230	401	344
Kommuneforvaltning og -foretak	62	222	175	88	114
Statlig eide foretak m.v.	4 184	6 294	7 354	4 905	4 905
Verdipapirfond ¹⁾	5 611	5 642	4 914	10 657	10 851
Øvrige ikke-finansielle foretak	47 185	36 680	30 978	49 580	49 258
Husholdninger	22 907	18 870	16 648	27 329	25 671
Utlandet	45 273	42 156	37 470	62 793	66 516
Ufordelt	645	315	1	122	342
I alt	166 607	148 719	136 961	224 519	233 778

¹⁾ 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 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	30/6 1994
Sparebanker	810	837	803	2 495	4 559
Forretningsbanker	7 286	7 840	6 587	8 393	12 705
Forsikringselskaper	545	729	783	883	890
Andre finansinstitusjoner	870	1 042	1 689	1 822	1 822
Stattlig eide foretak	4 678	4 737	4 737	5 155	5 329
Private selskaper med begrenset ansvar (aksjeselskaper)	22 478	24 274	21 949	22 431	23 357
Utlandet	24	24	24	653	643
Ufordelt	0	0	0	10	0
I alt	36 691	39 483	36 573	41 841	49 305

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.²⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Utstedersektorer	Kjøper-/selgersektor									I alt ³⁾
	Sentral- myndig- hetene ¹⁾	Private banker og sikr.fond	Forsik- ringssel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	
Forretningsbanker	2 962	24	248	8	2	308	135	1 009	56	4 747
Forsikringselskaper	3	23	-13	-1	0	-22	23	-5	1	9
Andre finansinstitusjoner	20	69	132	-	-1	-93	-32	-91	2	-1
Stattlig eide foretak	145	2 170	952	2	4	52	-36	1 056	88	4 434
Private selskaper med begrenset ansvar	595	29	-377	-40	11	-682	-1 563	4 265	489	2 727
Utlandet	0	0	12	0	0	84	42	-121	2	19
Ufordelt	0	2	53	3	0	53	3	5	1	119
I alt	3 726	2 316	1 007	-40	16	-299	-1 428	6 118	639	12 054

¹⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

²⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

³⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summe 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 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	30/6 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	45 828	46 944	49 612	42 870	45 007
Norges Bank	11 422	5 533	7 312	7 590	10 977
Postgiro og Norges Postbank	5 804	5 324	6 042	14 693	18 110
Statsbanker	397	125	758	4 907	4 588
Private banker og sikringsfond	59 278	46 799	45 441	56 265	49 577
Forsikringselskaper m.v.	85 796	86 347	87 789	115 962	120 338
Øvrige finansinstitusjoner	28 097	26 956	18 132	28 014	25 794
Kommuneforvaltning og -foretak	2 458	3 205	4 476	5 806	6 452
Statlig eide foretak m.v.	2 725	910	941	3 308	2 775
Verdipapirfond ¹⁾	3 609	5 166	5 680	16 317	12 589
Øvrige ikke-finansielle foretak	20 357	18 538	19 400	27 111	25 009
Husholdninger	9 199	9 277	8 479	7 783	7 472
Utllandet	21 521	24 036	12 903	10 562	5 742
Ufordelt	30	44	0	68	378
I alt	296 520	279 204	266 964	341 256	334 807

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS, fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	30/6 1994
Statsforvaltningen	77 433	69 759	78 034	98 439	106 478
Statsbanker	18 754	18 306	20 909	21 978	18 542
Private banker	6 297	11 034	37 213	51 426	55 373
Private kreditforetak	135 142	115 768	68 331	62 122	62 856
Andre finansinstitusjoner	1 811	1 795	2 055	2 072	2 062
Kommuneforvaltning og -foretak	34 917	38 007	39 545	44 843	45 637
Statlig eide foretak m.v.	5 085	6 016	6 453	7 896	8 601
Øvrige ikke-finansielle foretak	9 918	11 230	11 156	15 103	17 996
Husholdninger	310	320	306	96	734
Utllandet	1 229	1 390	1 390	540	1 040
Ufordelt	0	0	0	921	1
I alt	290 896	273 623	265 390	305 438	319 320

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)

1. halvår 1994	Eiersektor									
	Sentral- myndig- hetene ¹⁾	Private banker og sikr. fond	Forsik- ringssel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ³⁾
Låntakersektor										
Statsforvaltningen	7 872	-1 141	4 843	-1 253	490	-846	312	-2 051	179	8 405
Statsbanker	-331	-1 376	-1 366	-80	-11	61	-37	-281	34	-3 387
Private banker	3 475	-315	3 254	-129	-336	-1 325	1	-520	64	4 170
Private kredittforetak	359	-695	2 760	1 152	-16	-1 059	-127	-1 668	39	744
Andre finansinstitusjoner	0	-11	67	-128	-1	15	-31	80	9	0
Kommuneforvaltning og -foretak	508	105	-172	54	789	-594	-54	-28	68	676
Statlig eide foretak m.v.	159	18	39	-3	-3	250	52	-9	2	505
Øvrige ikk-finansielle foretak	686	256	1 082	62	-5	481	64	-149	26	2 502
Husholdninger	49	44	337	0	2	-484	-1	0	0	-53
Utlandet	0	107	261	0	0	118	9	0	5	500
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	12 778	-3 008	11 105	-325	909	-3 384	188	-4 628	425	14 062

1) Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

2) Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	320	325	170	612	317
Norges Bank	4 973	1 707	19 498	21 803	9 082
Postgiro og Norges Postbank	24 200 ²⁾	16 760 ²⁾	15 498	11 846	9 768
Statsbanker	20	0	0	0	0
Forretningsbanker	4 013	12 256	7 807	6 774	5 084
Sparebanker	1 225	5 538	3 758	3 363	1 261
Private kredittforetak	3 079	4 159	6 196	3 370	3 209
Private finansieringsselskaper	0	12	6	12	12
Livsforsikringselskaper	8 020	7 886	7 519	6 486	6 310
Skadeforsikringselskaper	2 380	3 754	3 843	4 116	5 024
Andre sektorer ¹⁾	11 164	11 942	12 776	13 299	14 622
Sum, pålydende verdi	59 394	64 339	77 071	71 681	54 689

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

2) Anslag.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Statssertifikater	44 955	57 610	50 478	29 116	25 000
Banksertifikater	1 195	2 660	2 665	5 360	7 070
Kreditsertifikater	4 520	6 200	6 695	5 120	5 635
Finanssertifikater	485	1 195	1 350	1 730	1 985
Lånesertifikater	11 024	9 406	10 480	13 363	18 316
Herav utstedt av:					
Statsbanker	6 951	6 255	7 628	10 323	12 421
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 498	1 453	1 307	1 692	2 060
Statsforetak	0	0	200	200	200
Andre foretak ¹⁾	3 735	1 698	1 358	1 148	3 255
Utlandet	0	0	0	0	0
I alt	64 339	77 071	71 681	54 689	58 006

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
Forretningsbanker	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Sparebanker	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Lån med garanti	3,2	2,7	2,5	2,4	2,2
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	2,6	2,4	1,7	1,3	1,4
Bank	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Markedslån i alt	6,3	5,5	4,5	3,9	3,8

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 1990	818,6	1 096,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
Desember 1991	843,3	1 111,4	453,4	3,1	3,9	6,0		
Desember 1992	830,8	1 097,6	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
Desember 1993	818,6	1 098,7	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
1994								
Januar	817,3	1 099,2	532,8	-1,5	-1,2	6,6	0,3	5,9
Februar	815,8	1 097,8	535,9	-1,7	-1,4	5,7	1,1	8,2
Mars	814,0	1 094,5	530,3	-1,8	-1,3	6,9	0,2	3,5
April	815,2	1 096,4	538,4	-1,3	-0,3	7,0	-1,0	2,7
Mai	816,7	1 099,1	542,5	-0,9	-0,5	6,4	-0,9	1,7
Juni	817,4	1 110,2	544,7	-0,5	0,1	5,6	0,3	6,8
Juli	816,4	1 113,8	548,6	-0,3	-0,1	5,2	0,9	8,0
August	816,3	1 107,5	545,9	-0,4	-0,5	4,2	0,7	7,1
September	814,6	1 098,9	548,2	-0,4	-0,5	4,8	-0,3	4,3
Oktober	816,0	1 106,2	543,9	0,5	0,2	3,7	-0,6	0,5
November	815,8	1 106,3	542,7	0,0	-0,2	3,2	-0,6	-1,1
Desember	813,7	1 113,0	538,0	-0,6	-0,6	0,5	-0,3	-4,3
1994								
Januar	818,7	1 115,9	543,8	0,2	-0,3	2,1	0,2	-3,3
Februar	817,6	1 111,0	543,6	0,2	-0,3	1,4	0,6	-2,3
Mars	823,5	1 112,0	557,2	1,1	0,4	5,1	2,4	5,0
April	825,4	1 112,0	563,3	1,2	-0,2	4,6	3,0	10,1
Mai	828,4	1 110,5	570,0	1,4	-0,1	5,0	4,5	17,3
Juni	833,6	...	573,2	2,0	...	5,2	4,6	16,2

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

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

M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1992		1993		1/1-30/6 1993		1/1-30/6 1994 ¹⁾	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker, Norges Postbank og Postgiro	12 412	3,2	12 986	3,3	-5 727	-1,4	13 011	3,2
Statsbanker ²⁾	11 105	6,5	-4 301	-2,4	2 695	1,5	-4 804	-2,7
Private finansieringsselskaper	-2 270	-11,6	1 266	7,3	175	1,0	1 837	9,9
Skadeforsikringselskaper	1 837	42,5	-1 706	-27,7	-1 142	-18,6	-280	-6,3
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	6 538	8,8	-6 997	-8,6	-2 741	-3,4	-1 930	-2,6
Private kredittforetak	-35 871	-34,5	-12 239	-17,9	-6 732	-9,9	268	0,5
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	-1 741	-2,7	8 811	14,3	7 975	12,9	7 292	10,3
Markedslån	-3 900	-34,2	-3 000	-40,0	-1 200	-16,0	-700	-15,6
Annen kreditt	24	3,8	-25	-3,8	8	1,2	-19	-3,0
Sum ⁴⁾	-11 866	-1,4	-5 205	-0,6	-6 689	-0,8	14 675	1,8

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

³⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁴⁾ Svarer til 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 (-)	1992		1993		1/1-31/5			
					1993		1994	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	69,1	13,5	71,2	13,0	2,6	0,5	6,8	1,2
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	13,3	2,6	-33,6	-6,1	-13,8	-2,5	2,5	0,5
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	10,4	2,0	-4,2	-0,8	4,6	0,8	-5,1	-0,9
Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+)								
og inntektsoverskudd (-)	-33,0	-6,4	-21,4	-3,9	-22,1	-4,0	-3,7	-0,7
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-13,4	-2,6	-12,0	-2,2	-3,2	-0,6	0,5	0,1
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,8	-0,2	0,4	0,1
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾	-2,4	-0,5	1,8	0,3	9,7	1,8	-3,6	-0,7
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-9,2	-1,8	-14,0	-2,6	6,3	1,1	3,4	0,6
Endring i pengemengden i alt	37,4	7,3	2,8	0,5	-18,2	-3,3	5,7	1,0
Memo: Oljeskatter	25,5				12,2	2,2	10,6	1,9

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	
							Belop	%
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	255 615	68 089	356 157	190 762	546 919	37 106	7,3
1993								
Januar	31 193	250 334	67 955	349 482	194 024	543 506	33 689	6,6
Februar	30 781	258 600	69 638	359 019	193 486	552 505	29 827	5,7
Mars	29 920	248 451	66 811	345 182	188 378	533 560	34 427	6,9
April	29 776	252 155	66 608	348 539	186 530	535 069	35 205	7,0
Mai	29 998	254 289	67 132	351 419	177 665	529 084	32 026	6,4
Juni	31 380	268 493	68 023	367 896	178 237	546 133	28 717	5,6
Juli	30 744	261 684	68 427	360 855	176 191	537 046	26 627	5,2
August	30 817	266 618	67 571	364 006	177 084	541 090	21 561	4,2
September	32 536	268 851	69 560	370 947	171 720	542 667	25 017	4,8
Oktober	31 614	271 755	69 582	372 951	171 611	544 562	19 662	3,7
November	32 232	266 470	70 649	369 351	166 063	535 414	16 813	3,2
Desember	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994								
Januar	34 488	274 401	71 020	379 909	174 842	554 751	11 245	2,1
Februar	34 149	279 053	72 079	385 281	175 185	560 466	7 961	1,4
Mars	33 813	277 184	71 811	382 808	177 837	560 645	27 085	5,1
April	33 358	274 331	71 843	379 532	179 951	559 483	24 414	4,6
Mai	33 316	276 204	71 460	380 980	174 812	555 792	26 708	5,0
Juni	35 534	288 112	72 400	396 046	178 499	574 545	28 412	5,2

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

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd før lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i 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 stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i

Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

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

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. kvartal		pr. 31/12	pr. 31/3
	1991	1992	1993	1993	1994	1993	1994
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	2,6	14,8	5,5	1,1	2,2	315,6	317,9
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,6	-1,2	-0,7	0,4	-0,4	10,6	10,0
Aksjer m.v. ³⁾	0,3	-2,3	7,1	1,9	-0,1	72,8	73,7
Forsikringskrav	15,7	16,0	22,6	2,8	6,3	248,8	255,1
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	3,5	1,4	-2,1	-2,4	-2,1	61,4	59,2
Fordringer i alt	21,4	28,8	32,3	3,9	5,9	709,2	715,9
Lån i forretnings- og sparebanker	0,2	3,5	11,1	-8,1	-1,0	282,3	280,9
Lån i offentlige banker	10,1	8,1	-2,8	3,5	1,2	111,2	112,3
Lån i private kredittoforetak og finansieringsselskaper	-11,8	-18,0	-2,1	-2,3	0,3	43,4	43,7
Lån i forsikringselskaper	7,6	3,4	-6,0	-0,9	-1,1	49,9	48,9
Annen gjeld ⁵⁾	-4,5	3,3	-2,9	0,0	-0,5	64,8	64,3
Gjeld i alt⁶⁾	1,6	0,3	-2,7	-7,8	-1,2	551,6	550,0
Netto	19,9	28,5	35,0	11,7	7,1	157,7	165,8

¹⁾ Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

³⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis. Finansinvesteringene er fremkommet ved justering av beholdningsendringene med kursomvurderinger.

⁴⁾ Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav, skattefordringer og leieboerinnskudd.

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

⁶⁾ Lånekomponentene under finansinvesteringer er justert for omvurderinger, hovedsaklig finansinstitusjonenes tap overfor husholdningene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 26. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+innndragning-	1/1-31/12		1/1-31/7	
	1992	1993	1993	1994
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	68 608	30 012	11 994	26 410
Stats- og statsbankpapirer	-9 614	-38 497	-36 193	-7 065
Valutamarkedet	-49 736	51 027	54 799	144
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-182	-3 522	1 678	801
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	-8 729	3 602	114	1 548
D-lån	-105	-10 180	-14 721	-2 324
F-lån	3 965	-10 108	-8 000	-16 554
Annen sentralbankfinansiering	-3 743	-23 922	-9 212	-2 220
Reserver i alt	463	-1 588	459	740
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	236	-1 045	801	807
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	227	-543	-342	-67

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		
1993								
Juli	6,8	6,6	6,7	6,5	6,5	6,2	7,5	6,0
August	6,4	6,2	6,2	6,0	6,0	5,7	7,5	5,5
September	6,7	6,5	6,6	6,3	6,3	6,0	7,5	5,5
Oktober	6,4	6,3	6,5	6,2	6,2	5,8	7,4	5,4
November	5,6	5,5	5,7	5,4	5,5	5,3	6,9	4,9
Desember	6,2	6,1	5,9	5,6	5,5	5,3	6,8	4,8
1994								
Januar	5,8	5,5	5,7	5,4	5,5	5,2	7,0	5,0
Februar	5,2	5,1	5,2	5,1	5,2	5,0	6,8	4,8
Mars	5,4	5,3	5,4	5,2	5,4	5,3	6,8	4,8
April	5,6	5,4	5,6	5,5	5,7	5,7	6,8	4,8
Mai	5,3	5,2	5,3	5,1	5,7	5,6	6,8	4,8
Juni	5,2	5,2	5,5	5,4	6,4	6,3	6,8	4,8
Juli	5,4	5,4	5,6	5,5	6,4	6,4	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 rentesatser¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1993											
Juli	7,2	10,6	7,2	7,9	5,9	3,2	8,2	3,2	7,8	-1,3	-0,8
August	6,6	11,9	6,6	7,6	5,8	3,0	7,7	3,2	7,6	-1,7	-0,7
September	6,6	10,4	6,6	7,2	5,9	2,6	7,6	3,2	7,7	-1,2	-0,4
Oktober	6,6	8,9	6,8	6,9	5,7	2,4	7,5	3,3	7,5	-1,1	-0,5
November	6,3	8,1	6,5	6,7	5,5	2,3	7,3	3,4	6,9	-1,6	-0,9
Desember	6,1	7,4	5,8	6,5	5,3	2,0	7,0	3,3	6,4	-1,1	-0,6
1994											
Januar	5,9	6,3	5,1	6,3	5,4	2,1	7,1	3,2	6,3	-1,1	-0,6
Februar	5,9	6,3	4,8	6,3	5,2	2,2	7,1	3,5	6,3	-1,3	-0,9
Mars	5,8	6,1	4,7	6,2	5,1	2,3	7,0	3,8	6,2	-1,1	-0,6
April	5,5	6,2	5,1	6,0	5,2	2,3	7,2	4,1	6,1	-0,7	-0,2
Mai	5,1	5,9	5,1	5,6	5,1	2,2	7,0	4,6	5,9	-0,7	-0,1
Juni	5,0	6,1	5,5	5,5	5,1	2,1	7,0	4,6	5,9	-0,4	0,3
Juli	4,9	6,0	5,4	5,6	5,1	2,1	7,5	4,8	5,9	-0,3	0,5

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
1993						
Juli	6,2	6,8	6,3	6,9	6,7	7,5
August	5,7	6,2	5,8	6,3	6,2	6,9
September	5,7	6,3	5,8	6,3	6,1	6,8
Oktober	5,5	6,1	5,6	6,2	5,9	6,6
November	5,2	5,7	5,3	5,9	5,7	6,3
Desember	5,2	5,7	5,3	5,8	5,7	6,3
1994						
Januar	5,0	5,5	5,1	5,6	5,6	6,1
Februar	4,9	5,3	5,1	5,5	5,5	5,9
Mars	5,3	5,8	5,6	6,2	6,1	6,7
April	5,6	6,1	6,0	6,6	6,6	7,2
Mai	5,8	6,3	6,5	7,1	7,2	7,9
Juni	6,9	7,4	7,6	8,3	8,1	8,9
Juli	6,8	7,4	7,3	8,0	7,7	8,4

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⁾
1993											
Juli	6,7	7,2	8,6	6,7	7,6	4,3	8,2	5,9	7,5	-0,7	0,0
August	6,4	6,8	7,8	6,3	7,1	4,1	7,6	5,8	7,2	-0,8	-0,3
September	6,2	6,9	7,9	6,1	7,0	3,9	7,8	5,4	6,9	-0,7	-0,1
Oktober	6,0	6,5	7,6	6,0	6,9	3,7	7,6	5,4	6,7	-0,7	-0,1
November	6,0	6,5	7,3	6,1	6,8	3,5	7,4	5,8	6,6	-0,8	-0,2
Desember	5,8	6,3	7,0	5,8	6,4	3,1	7,1	5,8	6,3	-0,6	-0,1
1994											
Januar	5,7	6,1	6,4	5,7	6,3	3,2	6,7	5,8	6,1	-0,6	-0,2
Februar	6,0	6,4	6,4	6,0	6,6	3,5	6,8	6,0	6,5	-0,9	-0,4
Mars	6,4	6,8	7,3	6,4	7,4	4,0	7,5	6,6	7,0	-0,8	-0,3
April	6,5	7,2	8,4	6,7	7,8	4,0	8,3	7,1	7,4	-0,5	0,1
Mai	6,6	7,6	8,6	7,0	8,3	3,8	8,6	7,3	7,7	-0,1	0,6
Juni	7,1	8,3	9,6	7,5	8,7	4,3	9,7	7,2	8,3	0,2	1,0
Juli	6,9	8,3	10,0	7,4	8,5	4,3	10,6	7,4	8,8	-0,1	0,8

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 1993								
Forretningsbanker	11,2	12,1	11,2	11,2	12,8	13,5	11,4	11,7
Sparebanker	12,3	13,4	10,9	11,1	13,7	14,5	11,1	11,4
Sum banker	11,6	12,6	11,0	11,1	13,1	13,9	11,2	11,5
3. kvartal 1993								
Forretningsbanker	10,3	10,9	9,8	9,9	11,3	11,8	10,0	10,2
Sparebanker	11,0	12,0	9,4	9,6	12,1	12,8	9,6	9,9
Sum banker	10,5	11,3	9,6	9,8	11,6	12,1	9,8	10,1
4. kvartal 1993								
Forretningsbanker	9,1	9,6	8,9	8,9	10,1	10,4	9,2	9,3
Sparebanker	10,3	11,1	8,7	8,8	11,1	11,8	8,8	9,0
Sum banker	9,6	10,1	8,8	8,9	10,5	10,9	9,0	9,2
1. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,7	9,3	8,4	8,5	9,6	9,9	8,7	8,8
Sparebanker	9,8	10,5	8,3	8,5	10,5	11,1	8,5	8,7
Sum banker	9,1	9,7	8,4	8,5	9,9	10,3	8,6	8,8
2. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,4	9,1	7,9	8,0	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

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 1993				
Forretningsbanker	5,2	7,5	7,4	6,0
Sparebanker	5,5	7,4	7,4	6,2
Sum banker	5,4	7,4	7,4	6,1
3. kvartal 1993				
Forretningsbanker	4,3	6,3	6,2	5,1
Sparebanker	4,4	5,9	5,9	4,9
Sum banker	4,4	6,1	6,0	5,0
4. kvartal 1993				
Forretningsbanker	3,8	5,7	5,6	4,5
Sparebanker	3,9	5,3	5,3	4,4
Sum banker	3,8	5,5	5,4	4,4
1. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,6	4,8	4,8	4,0
Sparebanker	3,6	4,8	4,9	4,0
Sum banker	3,6	4,8	4,8	4,0
2. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,5	4,7	4,9	3,9
Sparebanker	3,4	4,6	4,8	3,8
Sum banker	3,4	4,7	4,8	3,8

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 1993	9,9	9,5	9,7
3. " "	8,4	8,4	8,4
4. " "	7,8	7,6	7,7
1. kvartal 1994	7,0	7,0	7,0
2. " "	6,9	6,5	6,7

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 1993	12,1	11,7	11,9
3. " "	11,2	11,0	11,1
4. " "	10,2	10,0	10,0
1. kvartal 1994	9,3	9,2	9,2
2. " "	8,5	8,7	8,6

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. halvår	
			1993	1994
Rente- og provisjonsinntekter	10,4	8,9	9,6	7,4
Rentekostnader	7,7	5,8	6,6	4,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,8	3,1	3,0	3,0
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,5	1,6	0,9
Andre driftskostnader	2,3	2,3	2,3	2,4
Driftsresultat før tap	1,0	2,0	2,3	1,7
Bokførte tap på utlån og garantier	2,3	1,4	1,8	0,1
Resultat av ordinær drift	-1,3	0,6	0,5	1,5
Kapitaldekning i prosent	8,6	12,0	9,1	11,5
Herav:				
Kjernekapital	4,3	6,0	4,5	6,4

Merk: Bolig- og Næringskreditt ble omdannet til bank i 1992.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. halvår	
			1993	1994
Rente og provisjonsinntekter	12,2	10,5	11,5	8,1
Rentekostnader	7,8	5,8	6,9	3,9
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	4,3	4,7	4,5	4,3
Sum andre driftsinntekter	0,8	1,5	1,5	0,1
Andre driftskostnader	3,2	3,0	3,0	3,0
Driftsresultat før tap	1,9	3,2	3,1	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	1,8	1,2	1,3	0,5
Resultat av ordinær drift	0,0	2,0	1,8	1,0
Kapitaldekning ²⁾	10,5	14,1	11,8	14,4
Herav:				
Kjemekapital ²⁾	9,5	11,9	7,6	10,3

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker, 30 sparebanker f.o.m. 1994.

²⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper ¹⁾). Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. halvår	
			1993	1994 ²⁾
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	6,0	7,2	6,2	7,3
Sum andre driftsinntekter	1,3	1,2	2,9	1,6
Andre driftskostnader	5,0	5,2	5,4	4,5
Driftsresultat før tap	2,3	3,3	3,8	4,4
Bokførte tap på utlån og garantier	2,0	1,3	1,1	0,8
Resultat av ordinær drift	0,3	2,0	2,6	3,6
Kapitaldekning	16,2	16,1	16,3	15,6
Herav:				
Kjemekapital	11,9	13,3	12,0	13,3

¹⁾ Gjelder 9 konsern.

²⁾ F.o.m. 1994 gjelder 16 morselskap.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993 ¹⁾	1. Halvår	
			1993	1994
Rente og kredittprovisjonsinntekter	9,9	8,8	9,2	7,6
Rentekostnader	8,8	7,3	7,7	6,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,1	1,5	1,5	1,3
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,3	0,5	-0,0
Andre driftskostnader	0,5	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,6	1,4	1,6	0,9
Bokført tap på utlån og garantier	1,0	0,3	0,4	0,0
Resultat av ordinær drift	-0,3	1,1	1,2	0,8
Kapitaldekning	13,2	19,1	15,5	17,6
Herav:				
Kjernekapital	9,4	13,7	13,1	15,2

¹⁾ F.o.m. 1993 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 kronkurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1993										
Juli	106,06	8,3123	426,04	110,01	126,46	125,14	10,930	6,7860	91,83	7,3077
August	106,77	8,3397	437,07	106,47	126,33	124,04	10,991	7,0971	91,42	7,3648
September	104,94	8,3430	436,37	106,59	122,48	124,73	10,789	6,7164	88,41	7,0818
Oktober	105,27	8,3396	437,54	108,10	124,54	124,68	10,771	6,7003	89,30	7,1642
November	106,17	8,3426	434,66	109,18	127,25	125,07	10,945	6,8529	89,42	7,3901
Desember	106,34	8,3780	433,92	110,70	129,01	126,90	11,065	6,7524	88,87	7,4197
1994										
Januar	107,15	8,3654	430,91	110,93	131,90	126,82	11,206	6,7407	92,37	7,5109
Februar	107,86	8,3743	431,48	110,66	134,26	126,99	11,084	7,0468	93,87	7,4949
Mars	107,23	8,3833	434,08	110,81	132,83	127,38	10,961	6,9823	92,85	7,3491
April	107,65	8,3894	433,71	110,61	134,13	126,59	10,916	7,1215	93,44	7,3651
Mai	106,70	8,3685	433,44	110,72	132,88	126,59	10,805	6,9343	93,10	7,1833
Juni	106,03	8,3730	434,25	110,78	130,60	127,11	10,790	6,8945	90,65	7,0790
Juli	105,40	8,3871	437,28	111,31	132,02	127,59	10,608	6,9652	88,41	6,8671

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
1993					
Juli	1,7152	2,565	3,405	62,798	107,71
August	1,6967	2,532	3,499	61,175	103,79
September	1,6229	2,472	3,499	64,979	105,44
Oktober	1,6374	2,461	3,510	65,307	106,92
November	1,7002	2,518	3,475	63,430	107,84
Desember	1,7099	2,550	3,420	64,272	109,90
1994					
Januar	1,7431	2,601	3,398	63,933	111,44
Februar	1,7368	2,569	3,398	61,248	106,38
Mars	1,6930	2,525	3,408	62,177	105,26
April	1,6982	2,517	3,426	60,903	103,42
Mai	1,6573	2,4929	3,424	62,517	103,60
Juni	1,6302	2,4848	3,4165	62,989	102,68
Juli	1,5704	2,4260	3,4271	62,787	98,59

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1992	1993	1/1-30/6	
			1993	1994
Varebalansen	53 308	51 094	31 343	24 210
Tjenestebalansen	-2 180	-1 280	170	1 161
Rente- og stonadsbalansen	-33 174	-32 714	-18 642	-12 457
A. Driftsbalansen	17 953	17 099	12 873	12 914
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	15 305	15 194	9 036	5 081
Oljevirkksomhet ¹⁾	71 844	79 989	38 621	46 129
Andre sektorer	-69 196	-78 084	-34 784	-38 296
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	17 583	7 995	15 132	-5 692
Herav:				
Statsforvaltningen	23 742	11 413	12 858	-4 082
Kommuneforvaltningen	-1 174	-1 561	-1 299	-1 394
Statsbanker	-1 429	-2 744	-543	-783
Forretnings- og sparebanker	-2 939	-6 899	-8 459	-269
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	-6 293	-551	2 455	866
Skipsfart	-122	-1 346	-1 006	1 080
Oljevirkksomhet	1 836	3 102	2 590	-694
Andre private og statlige foretak	3 962	6 579	8 537	-414
C. Grunnbalansen (A+B)	35 536	25 094	28 005	7 222
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-44 479	31 610	32 960	-2 136
Herav:				
Statsforvaltningen	-1 013	-918	-1 191	-234
Kommuneforvaltningen		1		-1
Statsbanker	1 067	290	261	-55
Forretnings- og sparebanker	-41 378	32 134	34 737	3 529
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-2 069	-2 674	355	-630
Skipsfart	177	428	5 472	2 304
Oljevirkksomhet	14 869	7 942	4 596	-7 569
Andre private og statlige foretak	4 825	6 102	2 100	-3 097
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-20 957	-11 695	-15 030	131
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	-8 943	56 704	60 965	5 085
F. Tildelt SDR
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	8 297	11 056	4 438	-6 715
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	-646	67 760	65 403	-1 630
Herav internasjonale reserver	3 815	69 080	60 992	-7 121

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

²⁾ Verdipapirinstrumentene vedrørende gjenkjøpsavtaler er flyttet fra internasjonale reserver fra og med 30.06.94. For juni beløper gjenkjøpsavtaler seg til 2 352 mill. kr.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1992			31/12 1993			30/6 1994		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	5,5	55,8	-50,3	6,3	72,9	-66,6	6,8	67,7	-60,9
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	88,6	10,9	77,7	157,7	12,3	145,4	153,2	9,4	143,8
Postgiro og Norges Postbank	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1
Statsbanker	1,4	5,1	-3,7	1,2	3,0	-1,8	1,2	2,1	-1,0
Forretnings- og sparebanker	78,7	74,7	4,0	49,5	70,7	-21,2	45,7	70,6	-24,9
Kredittforetak	23,6	35,6	-12,0	24,9	37,6	-12,7	25,2	37,0	-11,8
Finansieringsselskaper	0,2	3,0	-2,8	0,2	2,3	-2,1	0,2	3,6	-3,4
Forsikringsselskaper	31,5	1,4	30,1	31,9	0,9	31,0	32,3	1,0	31,3
Kommuneforvaltning	0,0	5,6	-5,6	0,0	4,6	-4,6	0,0	3,2	-3,2
Kommuneforetak	0,0	2,4	-2,4	0,0	2,0	-2,0	0,0	1,8	-1,8
Statsforetak	36,2	51,7	-15,5	28,5	51,7	-23,2	25,6	46,7	-21,2
Andre norske sektorer	65,5	150,2	-84,7	66,7	178,4	-111,7	72,0	174,9	-102,9
Uforklart differanse ¹⁾	0,0	0,0	0,0	11,7	0,0	11,7	11,6	0,0	11,6
Alle sektorer	331,5	396,6	-65,1	378,8	436,5	-57,7	373,9	418,3	-44,4

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 «finansstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finansstilling» pr. 31. desember 1992 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Valutahandel

Tabell 43. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndighetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1993 Juni	0,0	11,5	7,1	-20,7	-2,1	36,4	66,5	29,3	87,2
Juli	0,1	12,6	6,4	-23,8	-4,7	37,7	70,0	31,3	93,8
August	0,1	11,2	10,2	-25,2	-3,7	39,1	68,4	28,9	93,6
September	0,0	14,2	3,7	-26,1	-8,2	33,9	71,7	30,2	97,8
Oktober	0,0	16,8	3,4	-28,8	-8,6	32,4	70,9	29,0	99,7
November	0,1	16,4	2,2	-23,0	-4,3	33,3	82,1	31,1	105,1
Desember	0,1	15,4	6,7	-27,6	-5,4	34,5	76,5	27,8	104,1
1994 Januar	0,1	17,6	7,9	-23,0	2,6	38,0	70,8	30,1	93,8
Februar	0,0	16,8	8,9	-19,2	6,5	40,6	70,5	31,7	89,7
Mars	0,0	14,1	8,0	-19,6	2,5	40,3	68,7	32,3	88,4
April	0,0	18,0	8,9	-19,1	7,8	41,4	64,3	32,5	83,4
Mai	0,0	13,7	9,4	-20,3	2,8	39,0	65,6	29,6	85,9
Juni	0,0	15,2	9,6	-16,7	8,1	36,9	69,5	27,3	86,2

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 44. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Valutaaktiva, spot	109 128	109 602	103 718	96 233	89 629
Valutapassiva, spot	109 835	105 776	93 949	102 782	98 521
1. Spotbalanse, netto	-707	3 826	9 769	-6 549	-8 892
2. Terminbalanse, netto	-2 049	-8 202	-5 407	2 519	8 102
3. Opsjonsposisjon mot NOK	31	-27	-28	2	-103
4. Totalposisjon (1+2+3)	-2 723	-4 403	4 334	-4 028	-893

Kilde: Norges Bank

Tabell 45. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	Uke i 1994														
	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	1-33	
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene															
1. Spot	-50,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,62	2,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,88
2. Termin	-47,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,39	2,41	-0,68	-1,69	1,39	0,01	-1,40	0,01	-0,19
	-2,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,77	0,39	0,68	1,69	-1,39	-0,01	1,40	-0,01	-0,69
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:															
B. Utlendet															
1. Spot ¹⁾	-28,78	1,71	-1,10	0,22	-1,04	-1,98	-0,08	-0,57	4,87	-1,72	0,91	0,83	-2,97	-12,33	
2. Termin ¹⁾	-10,01	1,37	-3,20	2,79	-0,03	-2,63	-0,95	1,21	2,01	-1,76	-0,36	-1,19	-0,75	-3,72	
	-18,77	0,34	2,10	-2,57	-1,01	0,65	0,87	-1,78	2,86	0,04	1,27	2,02	-2,22	-8,61	
C. Norske sektorer, utenom bankene															
1. Spot ¹⁾	-25,00	-7,73	3,19	-2,50	2,03	4,48	-1,15	2,34	-3,43	-2,28	3,02	-0,49	2,68	17,31	
2. Termin ¹⁾	-16,79	-6,08	4,61	-1,31	4,81	1,88	-2,97	0,75	2,31	0,27	2,21	-0,15	-0,40	8,77	
	-8,87	-1,22	-1,07	-1,44	0,66	1,17	-2,74	0,53	-3,66	-0,45	0,58	-1,30	0,91	-0,97	
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	0,66	-0,43	-0,35	0,25	-3,44	1,43	4,56	1,06	-2,08	-2,10	0,23	0,96	2,17	9,51	
D. Annet	3,49	6,01	-2,10	2,28	-0,99	-2,52	1,85	1,03	-1,43	4,00	-3,94	-0,33	0,30	-5,86	
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	0,88	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,64	
2. Kurstap spot, utlandet	2,46	-0,09	0,05	0,20	-0,10	0,38	-0,17	-0,08	0,10	-0,22	0,01	-0,02	0,05	0,35	
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-0,10	1,07	-0,65	0,32	0,64	-0,84	1,86	-0,51	-0,79	1,91	-1,28	0,75	-0,22	-4,46	
4. Økning i bankenes totalposisjon	0,25	5,01	-1,52	1,74	-1,55	-0,07	0,14	1,60	-0,76	2,29	-2,69	-1,08	0,45	-2,39	
Spesifikasjon:															
Utlandets netto salg av NOK-fordringer kryttet til:															
Netto NOK-fordringer på bankene	-2,77	0,83	-3,23	2,46	0,11	-0,15	-0,64	-0,83	1,01	1,67	-1,09	-0,89	-0,47	-0,59	
VPS-registerte aksjer	-11,24	-0,03	-0,06	-0,08	-0,16	-0,24	-1,43	-0,06	0,04	-0,11	-0,59	-0,33	-0,28	-6,06	
VPS-registerte obligasjoner	3,93	0,27	0,09	0,11	0,12	-0,18	0,05	0,16	0,03	-0,01	-0,02	0,03	0,08	2,91	
VPS-registerte sertifikater	0,08	0,30	0,00	0,30	-0,10	0,09	-0,32	-0,10	0,00	0,43	-0,07	0,00	-0,08	0,02	
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-10,01	1,37	-3,20	2,79	-0,03	-0,48	-2,63	-0,95	1,21	2,01	-1,76	-1,19	-0,75	-3,72	
Memo:															
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-24,11	4,78	-1,48	-1,70	-4,70	1,75	7,46	0,51	-5,12	0,00	-0,49	1,35	-0,32	-6,23	

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

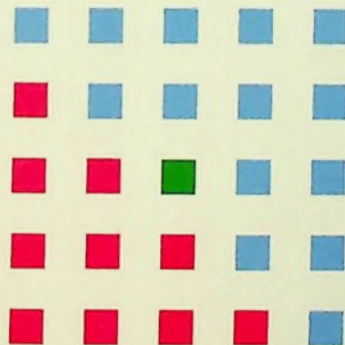
<i>Reg. nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

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 nbllil n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassectr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 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, Informasjonskontoret
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)