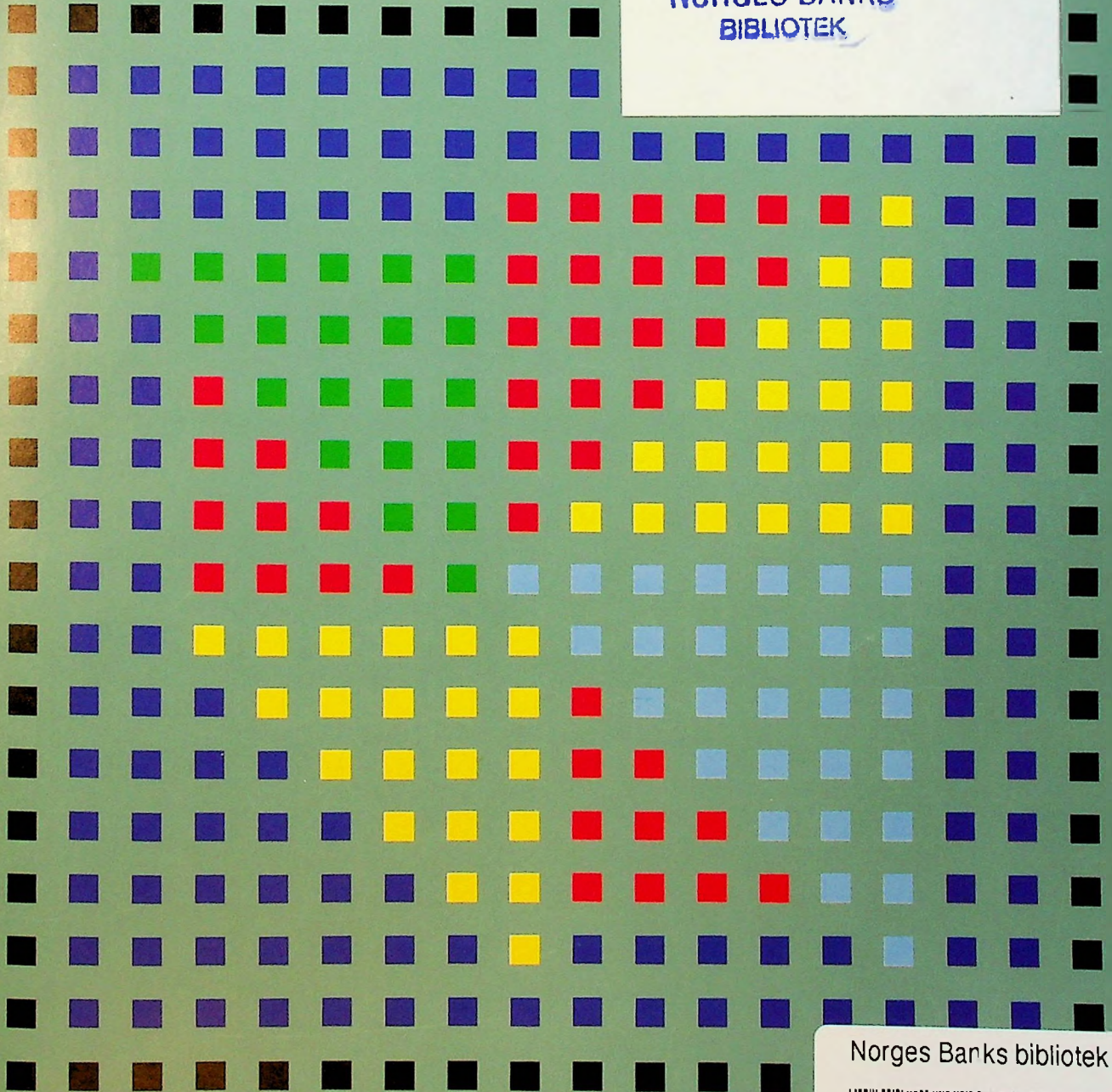


ARKIVEKSEMPLAR



NORGES BANK

NORGES BANKS
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek



013265VPA



NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

I-IV Innholdsfortegnelse for årgang 22

Del A:

- 153* Inflasjonsrapport
- 179* Utfordringer for Norsk økonomi på mellomlang sikt
- 195* Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner

Del B:

- 239 Hvor ser Norges Bank utfordringer i den fremtidige betalingsformidling?
Kjell Storvik
- 245 Immunisering av statens utenlandsgjeld
Helge Eide
- 250 Utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985-1993
Harald Johansen
- 257 Derivatmarkedene
Randi Næs
- 267 Omfattende endringer i reguleringen av forsikring
Vigdis Husevåg
- 277 Ny 200-kroneseddel og 20-kronemynt
- 281 Brev og uttalelser fra Norges Bank:
Det økonomiske opplegget for 1995
Brev av 19. oktober 1994 til Finansdepartementet
- 288 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 289 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 291 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 12. desember 1994

Del B: 9. desember 1994

Tabellvedlegget: 8. desember 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

Penger og Kreditt 1994
Årgang 22

INNHold

(Tall i parentes angir nummer innenfor årgangen)

DEL A:

Ledere/årstale

- Sentralbankens rolle (*leder*) s. 55* (2)
Utfordringer i en oppgangskonjunktur (*leder*) s. 103* (3)
Økonomiske perspektiver (*sentralbanksjefens årstale*) s. 3* (1)

Kvartalsrapporter

Nr. 1–3:

Økonomisk oversikt:

Kap 1

- Den økonomiske situasjonen s. 17* (1), 57* (2)
Prisutsiktene s. 105* (3)

Vedlegg til kap 1:

1. Lånekostnader i Norge og i enkelte andre land s. 78* (2)
2. Terminrenter og prisstigningsforventninger s. 81* (2)

Aktuell utdyping til kap. 1

- GATT og Uruguay-runden s. 37* (1)
Utviklingen i de langsiktige rentene s. 84* (2)
Den internasjonale økonomiske situasjonen s. 126* (3)

Kap 2 – Nytt sidan sist

- Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene s. 41* (1), 90* (2), 140* (3)

Nr. 4:

- Inflasjonsrapport s. 153* (4)
Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt s. 179* (4)
Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner s. 195* (4)

DEL B:

Signerte artikler: (Alfabetisk etter forfatternavn)

- Alstadheim, Ragna og Robert Madsen*: En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld s. 185 (3)
Aronsen, Per Atle og Anita Nergård: Verdipapirisering s. 165 (3)
Christiansen, Anne Berit: Sentralbankens institusjonelle stilling - noen momenter fra den internasjonale debatten s. 92 (2)
Eide, Helge: Immunisering av statens utenlandsgjeld s. 245 (4)
Eide, Nils T.: Pengepolitikken i ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland s. 1 (1)
Hagesveen, Herborg og Vetle Hvidsten: Overføring av finansstatistikk fra Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå til Norges Bank s. 200 (3)

<i>Husevåg, Vigdis</i> : Omfattende endringer i reguleringen av forsikring	s. 267 (4)
<i>Hvidsten, Vette og Herborg Hagesveen</i> : Overføring av finansstatistikk fra Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå til Norges Bank	s. 200 (3)
<i>Johansen, Harald</i> : Utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985-1993	s. 250 (4)
<i>Johansen, Harald og Robin R. Nilsen</i> : Finansinstitusjonenes drift i 1993	s. 8 (1)
<i>Jore, Anne Sofie</i> : Beregning av en indikator for pengepolitikken	s. 100 (2)
<i>Madsen, Robert og Ragna Alstadheim</i> : En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld	s. 185 (3)
<i>Moland, Torstein</i> : Penge- og valutapolitiske problemstillinger på veien fram mot en mulig felles valuta (foredrag)	s. 86 (2)
<i>Nergård, Anita og Per Atle Aronsen</i> : Verdipapirisering	s. 165 (3)
<i>Nilsen, Robin R. og Harald Johansen</i> : Finansinstitusjonenes drift i 1993	s. 8 (1)
<i>Næs, Randi</i> : Derivatmarkedene	s. 257 (4)
<i>Olsen, Enok</i> : 50 år med IMF	s. 157 (3)
<i>Prøsch, Terje</i> : Fire toneangivende statsobligasjonslån	s. 180 (3)
<i>Sannes, Håkon</i> : Økonomisk monetært samarbeid i EU	s. 106 (2)
<i>Storvik, Kjell</i> : Hvor ser Norges Bank utfordringer i den fremtidige betalingsformidling?	s. 239 (4)
<i>Waalder, Jan</i> : Falskmyntneri: Ny teknologi gir nye utfordringer	s. 113 (2)

Brev og uttalelser fra Norges Bank

Høring – NOU 1994:6 Private pensjonsordninger. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 203 (3)
Høringsuttalelse om forslag til kapitaldekningskrav fra Basel-komiteén	s. 33 (1)
Pengepolitikk under flytende valutakurser. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 119 (2)
Det økonomiske opplegget for 1995. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 281 (4)

Oversikter, kunngjøringer mv.

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. 44 (1), 129 (2), 212 (3)
Kredittoversikt for året 1993	s. 69 (2)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 39 (1), 130 (2), 210 (3), 288 (4)
Nyoppnevninger til Norges Banks hovedstyre og representantskap	s. 40 (1)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 42 (1), 131 (2), 213 (3), 289 (4)
Rapport fra Norges Bank om betalingsformidling	s. 118 (2)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1993	s. 82 (2)
Register til Penger og Kreditt 1/1990–4/1993 utgitt i eget hefte	s. 40 (1)
Tabeller	s. 45 (1), 133 (2), 215 (3), 291 (4)
Ny 200-kroneseddel og 20-kronemynt	s. 277 (4)

TITTELREGISTER

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. 44 (1), 129 (2), 212 (3)
Beregning av en indikator for pengepolitikken. <i>Anne Sofie Jore</i>	s. 100 (2)
Derivatmarkedene. <i>Randi Næs</i>	s. 257 (4)
En undersøkelse av rentebindingsstrukturen på publikums fordringer og gjeld. <i>Ragna Alstadheim og Robert Madsen</i>	s. 185 (3)
Falskmyntneri: Ny teknologi gir nye utfordringer. <i>Jan Waalder</i>	s. 113 (2)
Finansinstitusjonenes drift i 1993. <i>Harald Johansen og Robin R. Nilsen</i>	s. 8 (1)
Fire toneangivende statsobligasjonslån. <i>Terje Prøsch</i>	s. 180 (3)
GATT og Uruguay-runden (<i>Aktuell utdyping til kap 1</i>)	s. 37* (1)

Hvor ser Norges Bank utfordringer i den fremtidige betalingsformidling? <i>Kjell Storvik</i>	s. 239 (4)
Høring – NOU 1994:6 Private pensjonsordninger. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 203 (3)
Høringsuttalelse om forslag til kapitaldekningskrav fra Basel-komiteén	s. 33 (1)
Immunisering av statens utenlandsgjeld. <i>Helge Eide</i>	s. 245 (4)
Inflasjonsrapport	s. 153* (4)
Den internasjonale økonomiske situasjonen (<i>Aktuell utdyping til kap 1</i>)	s. 126* (3)
Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1993	s. 69 (2)
Lånekostnader i Norge og i enkelte andre land (<i>Økonomisk oversikt – vedlegg til kap 1</i>)	s. 78* (2)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 39 (1), 130 (2), 210 (3), 288 (4)
Nyoppnevninger til Norges Banks hovedstyre og representantskap	s. 40 (1)
Ny 200-kroneseddel og 20-kronemynt	s. 277 (4)
Omfattende endringer i reguleringen av forsikring. <i>Vigdis Husevåg</i>	s. 267 (4)
Overføring av finansstatistikk fra Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå til Norges Bank. <i>Herborg Hagesveen og Vette Hvidsten</i>	s. 200 (3)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 42 (1), 131 (2), 213 (3), 289 (4)
Penge- og valutapolitiske problemstillinger på veien fram mot en mulig felles valuta (foredrag). <i>Torstein Moland</i>	s. 86 (2)
Pengepolitikk under flytende valutakurser. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 119 (2)
Pengepolitikken i ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland. <i>Nils T. Eide</i>	s. 1 (1)
Prisutsiktene (<i>Økonomisk oversikt – kap 1</i>)	s. 105* (3)
Rapport fra Norges Bank om betalingsformidling	s. 118 (2)
Register til Penger og Kreditt 1/1990–4/1993 utgitt i eget hefte	s. 40 (1)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1993	s. 82 (2)
Sentralbankens institusjonelle stilling – noen momenter fra den internasjonale debatten. <i>Anne Berit Christianesen</i>	s. 92 (2)
Sentralbankens rolle (<i>leder</i>)	s. 55* (2)
Tabeller	s. 45 (1), 133 (2), 215 (3), 291 (4)
Terminrenter og prisstigningsforventninger (<i>Økonomisk oversikt - vedlegg til kap 1</i>)	s. 81* (2)
Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt	s. 179* (4)
Utfordringer i en oppgangskonjunktur (<i>leder</i>)	s. 103* (3)
Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene	s. 41* (1), 90* (2), 140* (3)
Utviklingen i de langsiktige rentene	s. 84* (2)
Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner	s. 195* (4)
Utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985-1993. <i>Harald Johansen</i>	s. 250 (4)
Verdipapirisering. <i>Per Atle Aronsen og Anita Nergård</i>	s. 165 (3)
Økonomisk monetært samarbeid i EU. <i>Håkon Sannes</i>	s. 106 (2)
Det økonomiske opplegget for 1995. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 281 (4)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 3* (1)
Den økonomiske situasjonen (<i>Økonomisk oversikt – kap 1</i>)	s. 17* (1), 57* (2)
50 år med IMF. <i>Enok Olsen</i>	s. 157 (3)

Innhold:

Sammendrag	155*
1 <i>Prisutviklingen</i>	156*
1.1 Konsumpriser	156*
1.2 Produsentpriser	158*
1.3 Etterspørselsdeflatorer	158*
2 <i>Prisimpulser utenfra</i>	159*
2.1 Inflasjonsimpulser fra utlandet	159*
2.2 Importveid kronekurs	162*
3 <i>Konjunkturutviklingen</i>	163*
3.1 Hovedtrekk	163*
3.2 Husholdningene	163*
3.3 Boligmarkedet	164*
3.4 Bedriftene	165*
3.5 Kreditt- og pengemengdevekst	165*
3.6 Utenrikshandel	166*
3.7 Finanspolitikken	166*
3.8 Renter og valutakurs	167*
3.9 Produksjon	168*
4 <i>Arbeidsmarkedet og bedriftenes prismarginer</i>	169*
4.1 Lønninger	169*
4.2 Sysselsetting og arbeidsledighet	170*
4.3 Kostnadmessig konkurranseevne	170*
4.4 Bedriftenes prismarginer	171*
4.5 Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren	172*
5 <i>Utsikter for inflasjonen</i>	173*
5.1 Hva er nytt siden sist?	173*
5.2 Norges Banks inflasjonsanslag	173*
5.3 Inflasjonsanslag fra andre institusjoner	175*
5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet	177*
<i>Utdyping: Sammenhengen mellom ledighet og lønnsvekst</i>	176*

Redaksjonen avsluttet 12. desember 1994.

Norges Banks inflasjonsrapport

I forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett ble det - etter råd fra Norges Bank - gitt nye retningslinjer for den norske pengepolitikken. De nye retningslinjene innebar ingen dramatisk endring - det operative målet skal fortsatt være stabil valutakurs.

På ett punkt innebar likevel Revidert nasjonalbudsjett en endring - grunnlaget for den operative retningslinjen om stabil valutakurs ble presisert.

Hovedmålene for den økonomiske politikken er høy sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst. I Revidert nasjonalbudsjett understreket Regjeringen at en nødvendig forutsetning for å kunne oppnå dette, er at en lykkes i å få til en lav pris- og kostnadsvekst. Regjeringen sluttet seg til Norges Banks vurdering av at det på lang sikt ikke er noe bytteforhold mellom høyere inflasjon og høyere sysselsetting. I den grad det er noen sammenheng mellom disse variablene på lang sikt, er det snarere grunn til å tro at den går i motsatt retning, dvs. at for høy inflasjon svekker grunnlaget for økonomisk vekst og høyere sysselsetting. I et lite land med en åpen økonomi vil endringer i valutakursen få stor betydning for prisutviklingen, og for å sikre en lav pris- og kostnadsvekst er derfor den operative retningslinjen for pengepolitikken å sikre en stabil valutakurs.

Norges Banks tilråding, og den oppfølging den ble gitt i Revidert nasjonalbudsjett innebar således at det ble etablert et klarere målhierarki enn tidligere:

Nr. 1 er hovedmålene om full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst.

Nr. 2 er forutsetningen om lav pris- og kostnadsvekst. Uten at denne er oppfylt kan en ikke nå hovedmålene.

Nr. 3 er den operative retningslinjen om stabil valutakurs.

Norges Bank har i tråd med dette lagt økt vekt på analyse av pris- og kostnadsutviklingen i våre kvartalsoversikter. I dette nummer av Penger og Kreditt har vi gått et skritt videre og skilt ut vår vurdering av prisutsiktene i en egen inflasjonsrapport.

Samtidig med inflasjonsrapporten, legger Norges Bank også fram to andre rapporter - én om utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt og én om utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner.

Arbeidsdelingen mellom rapportene er:

- *Inflasjonsrapporten* gir en drøfting av den løpende utvikling i priser og prisdrivende faktorer, og den munner ut i vår vurdering av hva som er den mest sannsynlige utviklingen i prisstigningen de neste 12-18 månedene. Rapporten inneholder også Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen i inneværende og neste år, siden dette er viktig for å kunne vurdere pris- og lønnspresset i norsk økonomi. Det legges imidlertid mindre vekt på konjunkturomtale enn f.eks. i Statistisk Sentralbyrås rapporter, og større vekt på pris- og kostnadsutviklingen.
- Rapporten om *utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt* presenterer et mulig forløp for utviklingen i norsk økonomi de neste fem årene. Rapporten gir tallanslag for de økonomiske hovedstørrelsene fram til 1998. Hovedpoenget med de makroøkonomiske fremskrivningene på mellomlang sikt er ikke først og fremst å lage det mest sannsynlige forløpet, men å belyse de hovedutfordringer norsk økonomi og den økonomiske politikken kan bli stående overfor i et perspektiv på 2-5 år fram i tid.
- Rapporten om *utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner* beskriver markedsutviklingen både i Norge og internasjonalt i løpet av det siste kvartalet. Det redegjøres dessuten for Norges Banks operasjoner i markedene.

Norges Banks inflasjonsrapport vil utkomme hvert kvartal som en del av kvartals-tidsskriftet Penger og Kreditt. At sentralbanken utgir en egen inflasjonsrapport er i samsvar med utviklingen i andre land, blant annet Sverige og Storbritannia.

Sammendrag

Prisstigningen i Norge har holdt seg om lag uendret gjennom det siste kvartalet. Målt som endring fra samme måned i fjor økte konsumprisene med 1,8 prosent i november – svakt høyere enn de to foregående månedene. Prisstigningen i Norge er fortsatt lav, og godt under prisstigningen hos våre handelspartnere.

Internasjonalt har konjunkturoppgangen befestet seg, men inflasjonen er fortsatt lav. For å hindre tiltakende presstendenser i arbeids- og produktmarkedene, er pengepolitikken strammet inn i blant annet USA, Storbritannia og Sverige. Så langt har den sterke prisoppgangen på råvarer i liten grad slått ut i norske konsumpriser, og de siste ukene har det vært tendens til fall i enkelte råvarepriser. Den markerte økningen i aluminiumsprisene har gitt en kraftig lønnsomhetsforbedring innenfor deler av norsk industri. Over tid kan dette smitte over på lønnsveksten. Selv med en tiltakende konjunkturoppgang internasjonalt vil prisimpulsene fra utlandet trolig bli forholdsvis moderate, og neppe bidra til noen vesentlig økning i den norske prisstigningen.

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi er fortsatt sterk, selv om indikatorene for de siste månedene viser en viss utflating i forhold til de meget høye vekstratene i første halvår. Blant annet har boligprisene holdt seg uendret fra andre til tredje kvartal.

Neste år venter vi en mer moderat økonomisk vekst. Norges Banks vurdering er at oppgangen i 1995 i mindre grad vil være forbruksdrevet og at veksten i større grad drives av etterspørsel fra utlandet og av økte investeringer i fastlandsøkonomien. Styrken i oppgangen er usikker. Anslagene i denne rapporten innebærer en vekst i etterspørselen fra Fastlands-Norge på 3 prosent i 1995, mens produksjonen i fastlandsøkonomien øker med 2½ prosent. Basert på en slik utvikling i etterspørsel og produksjon er det rimelig å vente en nedgang i arbeidsledigheten også neste år – anslagsvis ¼–½ prosentpoeng regnet som andel av arbeidsstyrken. Utviklingen i arbeidsledigheten påvirkes imidlertid sterkt av veksten i arbeidsstyrken.

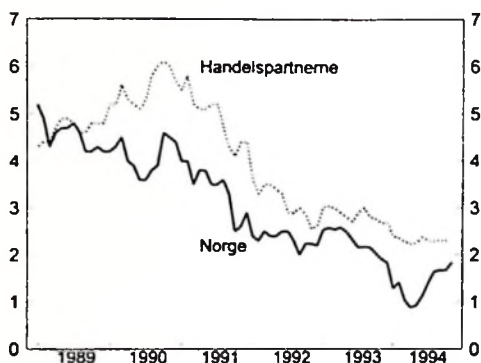
Regjeringens forslag om å øke momsen har ledet til en oppjustering av Norges Banks inflasjonsanslag for 1995. For et kvartal siden anslo vi stigningen i konsumprisene fra 1994 til 1995 til 2 prosent. Anslaget nå er 2½ prosent. Tolvmånedersveksten i konsumprisene vil trolig holde seg innenfor intervallet 2,2-2,9 prosent gjennom 1995, for så å falle til om lag 2 prosent i begynnelsen av 1996. De høyeste prisvekstratene vil vi trolig se i april og mai neste år.

Holder vi avgiftsendringer utenom, er prisanslaget uendret fra forrige kvartalsoversikt. Prisstigningen fra 1994 til 1995 blir da om lag 1¾ prosent.

På noe lengre sikt er det primært lønnsveksten og bedriftenes fortjenestemarginer som sammen med importprisene er avgjørende for hvor sterk inflasjonen blir. Etterspørselspress i produktmarkedene kan slå ut i pressproblemer i arbeidsmarkedet, og skape økt lønnsvekst. Normalt vil det ta noe tid før slike effekter oppstår. Selv om det nå er tegn til en viss avdemping i konjunkturoppgangen, kan en derfor oppleve at presset i arbeidsmarkedet øker.

1 Prisutviklingen

Figur 1.
Konsumprisindeksen.
Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD.

1.1 Konsumpriser

Den innenlandske prisstigningen er fortsatt lav. I november var konsumprisindeksen (KPI) 1,8 prosent høyere enn i november i fjor. De to foregående månedene var tolv månedersveksten 1,7 prosent. De elleve første månedene i år lå konsumprisene 1,4 prosent høyere enn i samme periode i fjor, og det ligger an til at dette blir den gjennomsnittlige årsveksten fra 1993 til 1994. Til sammenlikning var årsveksten 2,3 prosent både i 1992 og 1993. Tolv månedersveksten i konsumprisene hos våre handelspartnere var 2,3 prosent i oktober.

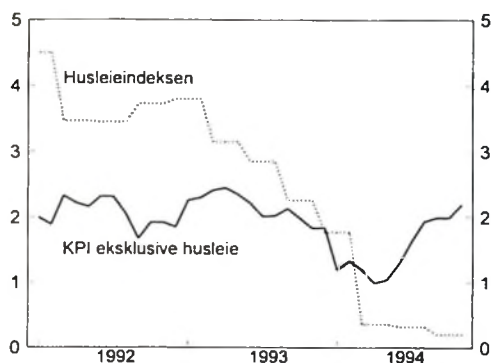
Etter at tolv månedersveksten lå omkring 1,0 prosent i mars, april, mai og juni, tok den seg opp til 1,4 prosent i juli og videre til 1,7 prosent i september. Som vi var inne på i forrige inflasjonsrapport, ble en del avgifter økt fra 1. juli, og dette kan trolig forklare mye av økningen i veksttakten. Dersom en trekker ut effekten av denne avgiftsendringen, får en således et riktigere bilde av de underliggende inflasjonstendensene. Basert på anslag fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene kan en legge til grunn at avgiftsøkningene har bidratt med knapt ½ prosentpoeng på tolv månedersratene i andre halvår i år. I så fall har tolv månedersveksten i konsumprisene eksklusive avgiftsendringene 1. juli, vært 1,3–1,4 prosent i stedet for 1,7–1,8 prosent de siste månedene.

En annen faktor som bør holdes utenfor når en skal vurdere det underliggende inflasjonspresset i økonomien, er husleieutviklingen. Husleiene utgjør nesten 18 prosent av KPI, og bevegelser i denne indeksen vil ofte være svært forskjellig fra konsumprisene forøvrig. Det er to grunner til at det kan være hensiktsmessig å holde husleie utenom når en vurderer inflasjonsutviklingen i økonomien:

- Husleieindeksen i KPI beregnes kvartalsvis, og reflekterer husleier for leide boliger og borettslagsleiligheter. Husleiekomponenten i KPI omfatter således ikke husholdninger som eier sin egen bolig. Rentekostnader på personlige lån telles heller ikke med, til tross for at disse kostnadene utgjør en betydelig del av bokostnadene også for borettslagsleiligheter. Husleieindeksen fanger således i liten grad opp konsumentenes faktiske bokostnader.
- Selv om husleieindeksen hadde fanget opp konsumentenes bokostnader på en bedre måte enn den i dag gjør, ville denne komponenten i KPI vært lite relevant i vurdering av det underliggende inflasjonspresset i økonomien. Årsaken til dette er at bokostnadene i stor grad er avhengig av renteutviklingen, og ikke av press i arbeids- og produktmarkedene.

Økte husleier kan således gi en indikasjon på at levekostnadene for konsumentene øker, men ikke på at det er noe inflasjonspress i økonomien.

Figur 2.
Husleieindeksen og KPI eksklusive husleie. Tolv månedersvekst. Prosent

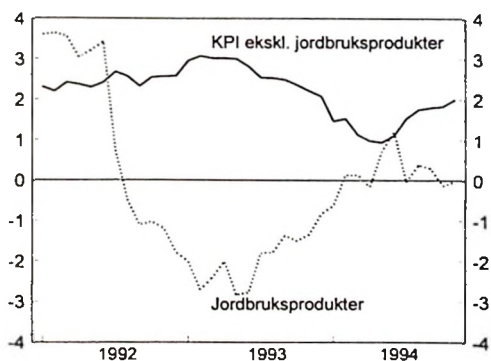


Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Indeksen som viser *konsumprisindeksen eksklusive husleie*, kan derfor være en bedre indikator på de underliggende inflasjonstendensene. Gjennom 1994 har det vært en stigende tendens i denne indeksen, og i november var tolv månedersveksten oppe i 2,2 prosent. At veksten i denne indeksen er høyere enn i KPI, avspeiler at veksten i delindeksen for husleie i KPI har avtatt markert de siste to årene - ved utgangen av 1992 var tolv månedersveksten i husleieindeksen 3,8 prosent, mens den i november i år hadde falt til 0,2 prosent.

En tredje faktor som i liten grad forteller noe om utviklingen i det underliggende inflasjonspresset, er prisene på jordbruksprodukter. Disse har en vekt på 8 prosent i KPI, og de er i vesentlig grad regulert gjennom jordbruksavtalen. Regjeringen har varslet en omlegging av landbrukspolitikken i årene fremover, blant annet økt import av matvarer fra U-land. Dette vil trolig gi lavere priser på jordbruksprodukter - også når Norge nå står utenfor EU. Jordbruksoppkjøret for inneværende år gav som resultat en anslått nedgang i prisene på enkelte landbruksprodukter på $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentpoeng. Denne typen effekter på KPI kan det være fornuftig å holde utenfor når en skal vurdere det underliggende inflasjonspresset i økonomien, siden dette i første rekke er et resultat av endringer i reguleringer.

Figur 3.
Prisindeksen for jordbruksprodukter og KPI ekskl. jordbruksprodukter. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Av figur 3 går det fram at *konsumprisene eksklusive jordbruksprodukter* viser en litt høyere vekst enn samlet KPI. Tolv månedersveksten i november var 2,0 prosent - dvs. 0,2 prosentpoeng høyere enn for KPI. Dette har sin bakgrunn i at jordbruksprisene har falt det siste året, slik at de har bidratt til å trekke KPI ned.

Underliggende inflasjon

Ovenfor har vi behandlet tre forhold det kan være relevant å holde utenfor når en skal vurdere det underliggende inflasjonspresset i norsk økonomi - henholdsvis avgifter, husleie og jordbruksprodukter. Det finnes ikke noe fasitsvar på hvordan en best kan belyse det underliggende inflasjonspresset, men etter vår vurdering vil avgifter, husleie og jordbrukspriser være faktorer som i liten grad gjenspeiler effektene av eventuelle presstendenser i økonomien. Trekker en alle disse tre faktorene ut av KPI, har tolv månedersveksten de siste fem månedene ligget om lag på samme nivå som veksten i KPI.

I dagens situasjon spiller det dermed liten rolle om en forholder seg til KPI samlet eller til en prisindeks der spesielle faktorer er trukket ut. Veksten er den samme. Generelt kan veksten i

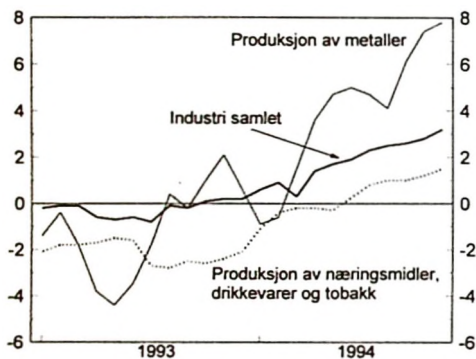
disse indeksene avvike sterkt. Utviklingen i det vi har kalt underliggende inflasjon kan være en bedre indikator enn KPI for å si noe om hvilke presstendenser en har i økonomien. Det er imidlertid KPI som best viser hvordan konsumprisene faktisk har utviklet seg. Det er også denne indeksen som partene forholder seg til under lønnsforhandlinger, noe som i seg selv gjør den til en viktig indikator.

1.2 Produsentpriser

Etter flere måneder med lav, og delvis negativ vekst, begynte veksten i produsentprisindeksen for industrien å ta seg opp ved årsskiftet. Tolv månedersveksten i november var 3,2 prosent, mot 2,8 prosent i oktober. I november i fjor var tolv månedersveksten 0,2 prosent.

Av figur 4 går det fram at prisøkningene varierer sterkt fra sektor til sektor. Prisene innen næringsmiddel-sektoren – som i stor grad leverer til hjemmemarkedet - økte med bare 1,5 prosent de siste tolv månedene. Innen metallproduksjon var tolv månedersveksten hele 7,8 prosent. Økningen skyldes blant annet den internasjonale konjunkturoppgangen, som har gjort at norske metallprodusenter har kunnet prise sine produkter høyere. Disse industriproduktene er rettet mot eksport, slik at prisutviklingen her i liten grad slår direkte ut i det innenlandske prisnivået. Det kan imidlertid gi en indirekte prisimpuls ved at økt lønnsomhet utløser krav om økte lønninger, som i sin tur smitter over på andre bransjer og utløser et generelt lønns- og prispress.

Figur 4.
Produsentprisindeksen.
Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 1.
Nasjonalregnskapets prisdeflatorer.
Prosent vekst fra samme periode året før

	1994		
	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal
Innenlandsk etterspørsel	1,2	0,8	0,8
Privat konsum	1,0	1,1	1,8
Bruttoinvestering i fast kapital	1,4	0,4	-1,3
BNP	-2,0	-0,2	1,1
BNP Fastlands-Norge	1,6	1,9	2,2

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

1.3 Etterspørselsdeflatorer

I nasjonalregnskapet opererer en med både volum- og verditall. Implisitt beregnes det derfor prisindekser – eller deflatorer – for hver av etterspørselskomponentene i økonomien. Ved å se på utviklingen i deflatorene kan en få et bilde av i hvilke deler av økonomien prispresset er sterkest (jf. tabell 1).

Prisdeflatoren for innenlands etterspørsel økte med 0,8 prosent fra tredje kvartal i fjor til tredje kvartal i år. Dette var også årsveksten i andre kvartal. Det er konsumprisene som trekker veksten opp, mens investeringsprisene har falt det siste året. Deflatoren for BNP for fastlands-Norge hadde en årsvekst i tredje kvartal på 2,2 prosent.

2 Prisimpulser utenfra

På kort sikt vil prisstigningen kunne bli påvirket av faktorer som ikke reflekterer presstendenser i norsk økonomi, som f.eks. prisimpulser fra andre land og utviklingen i kursen på norske kroner. Norsk økonomi er svært åpen. Importerte varer utgjør over 20 prosent av vektgrunnlaget i konsumprisindeksen. I tillegg er nesten halvparten av norske produkter i KPI påvirket av verdensmarkedets priser gjennom konkurranse eller gjennom import av råvarer. Utviklingen internasjonalt vil derfor ha svært stor betydning for den samlede prisstigningen innenlands. Dette er tema for denne seksjonen av inflasjonsrapporten.

2.1 Inflasjonsimpulser fra utlandet

Splitter en opp KPI i priser på importerte varer og priser på norskproduserte varer og tjenester, ser en at veksten har vært sterkest i prisene på importerte varer gjennom 1993 og 1994. Før dette tidspunktet var veksten sterkest i de norske produktene. Den økte veksten i importprisene fra årsskiftet 1992/93 må blant annet ses i sammenheng med at den norske kronen deprimerte med omkring 5 prosent umiddelbart etter at kronen begynte å flyte, samt at avgiftsomlegging (økt moms og redusert arbeidsgiveravgift) slo sterkere ut på importprisene enn på hjemmeprisene. Siden slutten av fjoråret har prisveksten på importerte konsumvarer avtatt markert, slik at importprisene i mindre grad trekker konsumprisveksten oppover.

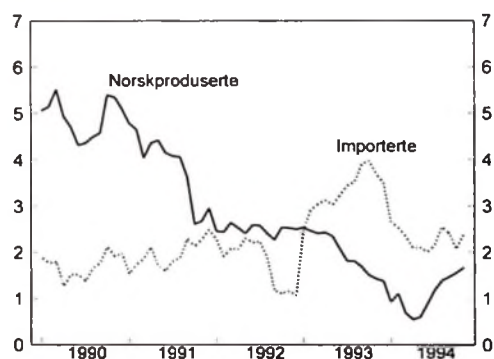
Endrede importpriser kan ha sin bakgrunn i tre forhold:

- endringer i internasjonale priser, deriblant råvarepriser
- endringer i den effektive (importveide) kursen på norske kroner
- endringer i prismarginene hos importørene

De internasjonale prisimpulsene vil bli behandlet i resten av dette punktet, mens den importveide valutakursen behandles i punkt 2.2. Prismarginene behandles i punkt 4.5.

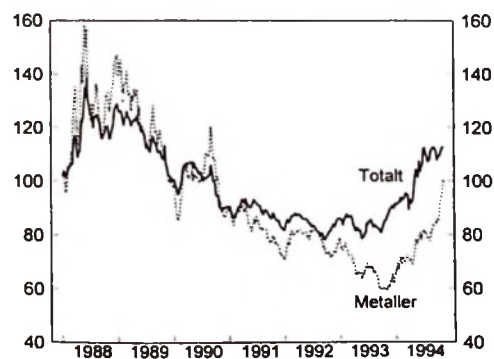
Råvareprisene har fortsatt å øke siden forrige inflasjonsrapport. Siden slutten av august har The Economist totalindeks (målt i SDR) økt med 4 prosent, men til forskjell fra utviklingen tidligere i år, vokser nå mat- og jordbruksprodukter mindre enn totalen. Veksten i metallprisene har derimot tatt seg kraftig opp de siste ukene. Oppgangen har vært på 26 prosent de siste tre månedene. Denne prisoppgangen skyldes markert vekst i etterspørselen etter metall som innsatsfaktor til industrien, samtidig som aluminiumsprodusentene har lyktes i å begrense produk-

Figur 5.
KPI for norskproduserte og importerte produkter. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 6.
Råvarepriser. Målt i SDR. Indeks 1990=100.



Kilde: The Economist.

sjonen. Prisoppgangen har vært særlig markert for levering på fremtidig tidspunkt, noe som indikerer at det ventes ytterligere oppgang i metallprisene.

Oljeprisen har variert mellom 15,2 og 18,2 USD per fat siden forrige kvartalsrapport. Det er ingen bestemt trend i prisutviklingen. Oppgangen i oljeetterspørselen som følge av en sterkere vekst i internasjonal økonomi, er blitt møtt med økt oljeproduksjon. Økt etterspørsel har derfor ikke slått nevneverdig ut i oljeprisen. OPEC-landene vedtok i november at produksjonen skulle holdes på dagens nivå neste år. Sammen med en internasjonal konjunkturoppgang kan dette føre til økte oljepriser.

Fram til nå er det bare oppgangen i bensin- og kaffeprisene som har gitt direkte – men små – utslag i enkelte lands konsumpriser. For Norge er denne effekten anslått til anslagvis 0,1–0,2 prosentpoeng på KPI-veksten. Fallet i kaffeprisene de siste ukene ser foreløpig ikke ut til å ha slått gjennom på konsumentleddet.

Konsumprisveksten hos Norges handelspartnere er fortsatt moderat, til tross for at den internasjonale konjunkturoppgangen nå er befestet. Fra oktober 1993 til oktober 1994 økte prisene med 2,3 prosent. På dette nivået har tolv månedersveksten ligget siden juli.

Det ser heller ikke ut til å være grunnlag for å frykte noen vesentlig økning i inflasjonstakten hos våre handelspartnere de neste 12–18 månedene. Med unntak av USA er det mye ledig produksjonskapasitet hos våre handelspartnere. På kort sikt ventes det derfor ikke prispress av betydning i noen av landene.

Selv med relativt kraftig vekst – med BNP-vekstrater i størrelsesorden 2½–3 prosent – er det ventet at arbeidsledigheten bare vil falle svakt. I hvilken grad det vil komme kostnadsimpulser fra arbeidsmarkedet, vil blant annet avhenge av nivået på den strukturelle arbeidsledigheten. For de store kontinentaleuropeiske landene synes det imidlertid å være så vidt mye ledig kapasitet at det ikke er grunnlag for å frykte at lønnsveksten blir så sterk at den utløser tiltakende prisstigning. Den ventede oppgangen i realinvesteringene vil dessuten bidra til å øke produksjonskapasiteten, og dette bidrar isolert sett til å dempe faren for at konjunkturoppgangen skal lede til kapasitetsproblemer.

Konjunkturoppgangen i internasjonal økonomi kan imidlertid gi økt press både i innsatsfaktor- og produktmarkedene, og bidra til at produsentene blir mindre tilbakeholdne med å velte økte kostnader over i prisene. I flere land er pengepolitikken strammet til for å hindre dette (jf. figur 7). Dersom veksten i råvareprisene fortsetter, er det også fare for at dette etter hvert kan få sterkere gjennomslag i det generelle prisnivået både internasjonalt og i Norge.

Tabell 2.

Anslag for BNP og prisvekst. Prosentvis vekst fra forrige år

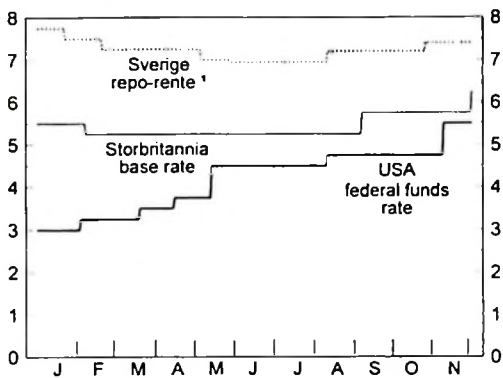
	1994		1995	
	BNP-vekst	Inflasjon ¹	BNP-vekst	Inflasjon ¹
USA	3%	2%	3	3½
Japan	1	½	2½	½
Tyskland	2%	2%	3	2
Storbritannia	3%	2%	3½	2%
Sverige	2%	3	2%	3½
Finland	3%	1%	4%	2
Danmark	4%	2	3%	2%
OECD totalt ²	2%	2%	3	2%
Norges handelspartnere	2%	2%	3	2%

¹⁾ Målt ved deflator for privat konsum.

²⁾ Inflasjonsanslagene er eksklusive Tyrkia.

Kilde: OECD og Norges Bank.

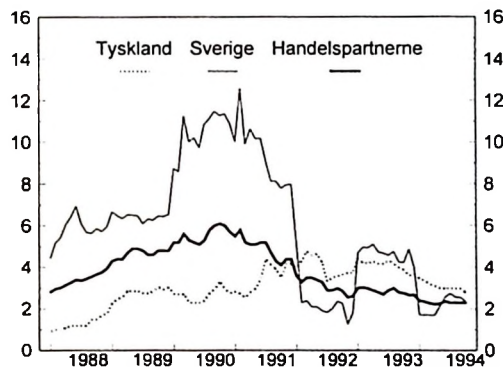
Figur 7.
Offisielle renteendringer i 1994 i
Sverige, USA og Storbritannia



1 Fram til 1. juni viser figuren utviklingen i marginalrenten. Fra 1. juni innførte Sveriges Riksbank et nytt rentesystem hvor marginalrenten ble erstattet av en repo-rente som bestemmes innenfor en rentekorridor.

Kilde: Norges Bank.

Figur 8.
KPI for handelspartnerne.
Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: OECD.

Den kraftige økonomiske oppgangen i USA har slått ut i en viss oppgang i konsumprisene, og tolv månedersraten har steget fra 2,3 prosent i mai i år til 2,6 prosent i oktober.

Produsentprisene har derimot falt gjennom høsten, og tolv månedersveksten i oktober var 1,0 prosent. Kapasitetsutnyttelsen i amerikansk økonomi er nå meget høy. De siste månedene har dessuten arbeidsledigheten ligget lavere enn det som historisk har vært forenlig med stabil lønns- og prisvekst. Faren for en videre oppgang i inflasjonen har gjort at Federal Reserve har strammet ytterligere inn i pengepolitikken. Den viktigste signalrenten («federal funds»-renten) ble hevet med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng den 15. november, slik at denne renten er satt opp med til sammen $2\frac{1}{2}$ prosentpoeng siden februar i år. Til tross for renteoppgangen er det rimelig å forvente at inflasjonen de nærmeste årene vil bli noe høyere enn hittil i konjunkturoppgangen - men vesentlig lavere enn ved tidligere konjunkturtopper.

I *Storbritannia* er det så langt ingen tegn til sterkere prisvekst. I oktober var tolv månedersveksten i konsumpriser eksklusive boliglånsrenter 2,0 prosent. Dette var den laveste notering siden registreringen startet i 1975. En sterk BNP-vekst, fall i arbeidsledigheten, økte råvarepriser, samt svekkelsen av pundet etter at *Storbritannia* forlot ERM-samarbeidet, har imidlertid skapt et visst inflasjonspress i britisk økonomi. For å unngå at prisstigningen skulle stige ut over regjeringens målsetting - at inflasjonen i perioden 1995-97 skal ligge i den nedre halvdel av intervallet 1-4 prosent - er pengepolitikken blitt strammet til. Den viktigste signalrenten ble hevet med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng den 12. september, og med ytterligere $\frac{1}{2}$ prosentpoeng den 7. desember. Dette har styrket pundkursen og dempet inflasjonspresset.

I *Tyskland* var tolv månedersveksten i konsumprisene 2,6 prosent i november, mens tilsvarende tall for ett år siden var 4,0 prosent. Pengemengdeveksten er også redusert, men ligger fortsatt over Bundesbanks målintervall. BNP-veksten i Tyskland er nå så vidt sterk at det ikke ventes noen ytterligere lettelser i den tyske pengepolitikken med det første.

I *Sverige* var tolv månedersveksten i konsumprisene 2,4 prosent i oktober. På samme måte som i *Storbritannia* er pengepolitikken blitt strammet noe inn for å unngå at prisstigningen skal ta seg opp fremover. I løpet av høsten er den såkalte repo-renten hevet med tilsammen 0,45 prosentpoeng. Gradvis har disse renteøkningene bidratt til en viss styrking av den svenske kronen, og dermed til å dempe inflasjonspresset i økonomien. Likevel må en regne med en oppgang i de svenske KPI-tallene fremover. For å finansiere EU-avgiften har den svenske regjeringen varslet en økning i abriedsgiveravgiften på 1 1/2 prosent-

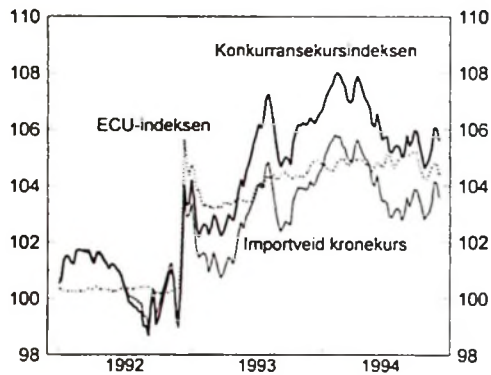
poeng, samt en økning i de indirekte skattene. Dette kan gi et relativt kraftig bidrag til prisstigningstakten. Samtidig vil imidlertid EU-medlemskapet bidra til reduserte priser på matvarer, og dermed oppveie noe av denne effekten.

2.2 Importveid kronekurs

Prisene på import til Norge vil foruten den internasjonale prisstigningen, også være avhengig av utviklingen i den *importveide kronekursen*. De første ukene av året svekket kursen seg noe, men fra april og fram til juni var det en klar styrking av den importveide kronekursen. I andre halvår har bevegelsene i den importveide kronekursen vært mye mindre, men det har vært en svak tendens til svekkelse. Siden årsskiftet har den importveide kronekursen totalt styrket seg med 1 prosent. En sterkere kurs på norske kroner bidrar isolert sett til å redusere prisene på importerte varer målt i norske kroner.

I figur 9 er både den importveide kronekursen, konkurransekursindeksen og ECU-indeksen illustrert. Figuren viser at den importveide kronekursen og konkurransekursindeksen grovt sett har utviklet seg parallelt gjennom året, selv om konkurransekursindeksen har styrket seg noe mer. Derimot er det større avvik i forhold til ECU-indeksen. Årsaken til dette er at viktige handelspartnere som Sverige, USA og Japan ikke inngår i ECU-indeksen. De siste månedene har den svenske og den finske valutaen styrket seg, noe som gjenspeiles i en depresiering av den importveide kronekursen og konkurransekursindeksen.

Figur 9.
Kursen på norske kroner

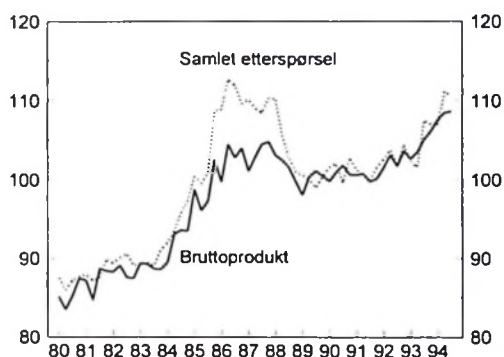


Kilde: Norges Bank.

3 Konjunkturutviklingen

Prisutviklingen på ett til to års sikt vil i stor grad avhenge av konjunkturutviklingen. Økt etterspørsel etter varer og tjenester vil ofte slå ut i økte produktpriser – enten direkte, ved at produsentene øker sine marginer, eller indirekte ved at lønningene, og dermed produksjonskostnadene, øker. I denne seksjonen analyserer vi den aktuelle konjunktursituasjonen, og gir anslag for den mest sannsynlige utviklingen i etterspørsel og produksjon på kort sikt. I seksjon 4 drøfter vi i hvilken grad konjunkturutviklingen slår ut i lønninger og driftsmarginer.

Figur 10.
Bruttoprodukt og samlet etterspørsel
for Fastlands-Norge. Indeks
1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 3.
Hovedstørrelser for norsk økonomi.
Prosentvis volumendring fra fore-
gående år

	1993	1994	1995
Privat konsum	1,7	4%	2%
Offentlig konsum	1,8	2%	1
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	-4,7	4%	8%
Påløpte oljeinvesteringer	15,9	0	-10
Innenlandsk anvendelse ¹⁾	2,3	4	2
Herav: Fastlands-Norge	1,4	4%	3
Eksport	1,8	9	4%
Tradisjonelle varer	3,0	13%	6%
Olje og gass	5,8	14%	5%
Import	3,3	7	3%
Tradisjonelle varer	1,8	14	5%
BNP	2,3	5%	2%
BNP, Fastlands-Norge	2,0	4	2%

1) Eks. lager

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

3.1 Hovedtrekk

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi er fortsatt sterk, selv om indikatorene for de siste månedene viser en viss utflating i forhold til de meget høye vekstratene i første halvår.

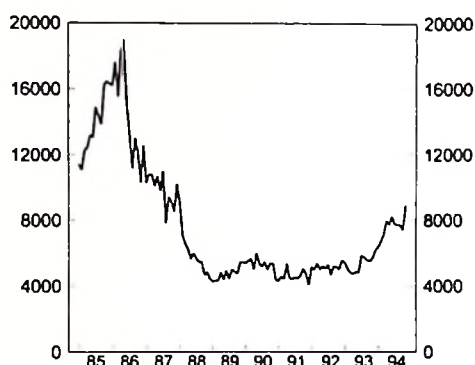
Boligprisveksten, som trolig har vært en viktig drivkraft bak den sterke etterspørselsveksten fra husholdningene, ser nå ut til å flate ut. Men etterspørselsveksten er fortsatt markert, og det ligger an til en vekst i privat konsum på mellom 4½ og 5 prosent i år, fallende til 2½ prosent neste år. Bedriftenes investeringer, som har utviklet seg svakt den første delen av konjunkturoppgangen, ser nå ut til å ta seg opp. Etter moderat vekst i år, venter vi at investeringene innen industrien vil øke med drøyt 15 prosent neste år. Denne veksten er særlig knyttet til enkelte store investeringsprosjekter. Samtidig viser eksporten av tradisjonelle varer en markert vekst så langt i år. Det er grunn til å tro at eksportveksten vil bli betydelig også neste år.

Samlet sett ser vi for oss en utvikling der etterspørselsveksten i fastlandsøkonomien avtar fra 4½ prosent i år til 3 prosent neste år. Et fall i oljeinvesteringene og en svakere vekst i offentlig etterspørsel bidrar til dette. Også veksten i eksporten til utlandet vil trolig bli noe svakere, etter den meget sterke veksten i år. Som vanlig i en konjunkturoppgang øker importen sterkere enn den innenlandske produksjonen. Vårt anslag er at BNP-veksten for Fastlands-Norge reduseres fra 4 prosent i år til 2½ prosent neste år.

3.2 Husholdningene

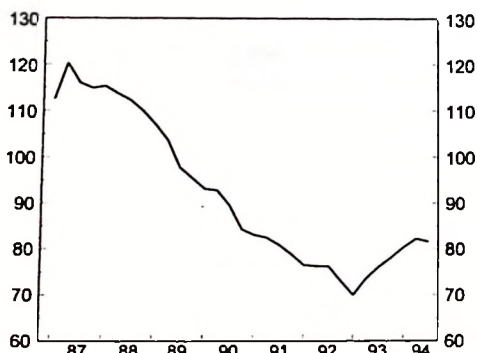
Siden andre halvår i fjor, er det privat konsum som har ledet an i den økonomiske oppgangen i norsk økonomi. Boligprisoppgangen som startet tidlig i fjor har økt verdien av husholdningenes realformue, og dette har trolig bidratt til at konsumet har økt mer enn inntekten det siste året. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at selv uten ytterligere vekst i fjerde kvartal, vil privat

Figur 11.
Førstegangsregistrerte personbiler.
Sesongjustert pr. måned



Kilde: Vegdirektoratet.

Figur 12.
Realpriser på brukte boliger. Indeks
1987.1=100.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Eiendomsmeglerforbund.

konsum øke med vel 4½ prosent i år i forhold til i fjor. Til sammenlikning økte privat konsum med 1,7 prosent i 1993.

Konsumveksten reflekterer i første rekke en markert økning i varekonsumet. Varekonsumet de tre første kvartalene var 6½ prosent høyere enn i samme periode i fjor. Etterspørselen etter varige konsumgoder – særlig biler – har økt sterkt. Bilsalget de første elleve månedene i år var 43 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Her har etterspørselen vært svært lav de siste årene, og denne veksten er i stor grad en gjeninnhentingseffekt. Bilkjøpene falt fra juni til oktober, men økte markert igjen i november.

Vi venter at veksten i privat konsum reduseres fra mellom 4½ og 5 prosent i år til omkring 2½ prosent neste år. Noe av fallet skyldes at økningen i merverdiavgiften demper etterspørselen, men også når en ser bort fra denne effekten er det grunn til å tro at konsumveksten vil reduseres til et mer moderat nivå. Med en vekst i husholdningenes realdisponible inntekt på 3 prosent i år og 1½ prosent neste år vil spareraten ligge omkring 3¼ prosent i år og 2¾ prosent neste år. I 1993 var spareraten 5,4 prosent. Tar en i betraktning at den sterke økningen i kjøpene av varige forbruksgoder for husholdningene mer har karakter av å være investering enn forbruk, kan det være grunnlag for å korrigere spareraten slik den fremgår av nasjonalregnskapet. Dersom vi behandler kjøp av varige goder som investeringer, og ikke som forbruk, viser et slikt korrigert spareratemål om lag uendret sparing fra 1993 til 1995.

3.3 Boligmarkedet

Boligprisene begynte å ta seg opp i første kvartal i fjor. Nå ser det ut til at prisveksten på brukte boliger er i ferd med å flate ut. Norges Eiendomsmeglerforbunds prisindeks for bruktboliger var omtrent uendret fra andre til tredje kvartal i år. Det nominelle prisnivået de tre første kvartalene i år var omkring 13 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Vi venter en realprisvekst på boliger på 11–12 prosent i år, og knapt 5 prosent neste år.

Den sterke økningen i bruktboligprisene har redusert gapet mellom prisene på nye og brukte boliger. Relativt sett er det blitt mer fordelaktig å investere i nye boliger. Dette gjenspeiles i byggeaktiviteten på boligmarkedet. Igangsettingen av boliger begynte å ta seg opp noen få måneder etter at prisveksten på brukte boliger startet. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at boliginvesteringene de tre første kvartalene i år lå drøye 30 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Neste år venter vi omkring 10 prosent vekst i boliginvesteringene.

Tabell 4.

Bruttoinvesteringer etter næring.
Milliarder kroner i 1991-priser og
årlig volumvekst i prosent

	Milliarder kroner		Prosentvis årlig vekst	
	1993	1994	1994	1995
Påløpte oljeinvesteringer ¹⁾	52,0	0	-10	
Fastlands- Norge, fast kapital	87,4	4%	8%	
Bedrifter	53,1	3%	11	
Herav:				
Industri, bygg og anlegg	14,8	1%	15%	
Varehandel og privat tjenesteyting	33,5	4%	10%	
Boliger	11,7	31	10	
Offentlig forvaltning	22,6	-5%	½	
Varelagre uten plattformer ²⁾	½	0	0	
Bruttoinvesteringer i alt	137,3	4	2%	
Bruttoinvesteringer i fast kapital	152,8	-10	-%	

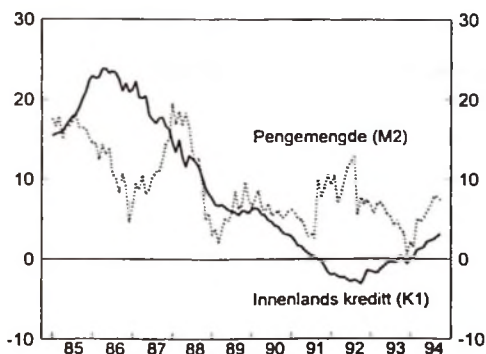
1) Investeringer i oljeutvinning og rørtransport og endring i lager av oljeplattformer under arbeid.

2) Volumvekstratene gir endring i lagerinvesteringene i prosent av bruttonasjonalprodukt året før.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 13.

Kreditt og pengemengde.
Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank.

3.4 Bedriftene

Etter en lang periode med fall i bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge, ser det nå ut til at bunnen er passert. Det er i første rekke innen tjenesteytende næringer at investeringsaktiviteten har økt. I følge kvartalsvis nasjonalregnskap var investeringene de tre første kvartalene i år knapt 3 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Tallet gjenspeiler utbyggingen av ny hovedflyplass på Gardermoen, men også privat virksomhet har tatt seg opp. Byggearealstatistikken viser at igangsettingen av forretningsbygg har hatt en sterkt økende tendens i andre halvår i år, og indikerer at investeringsveksten fortsetter. Vi anslår at investeringene innen privat tjenesteyting vil øke med 4½ prosent i år og drøyt 10 prosent neste år. Av dette bidrar investeringer knyttet til ny hovedflyplass på Gardermoen (inkl. jernbaneutbygging) med snaut 2 prosentpoeng i år og 3½ prosentpoeng neste år.

Industriinvesteringene har foreløpig utviklet seg svakt. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser riktig nok vekst i industriinvesteringene de to siste kvartalene, men det er særlig utbyggingen av metanolanlegget på Tjeldbergodden som trekker tallene opp. Dette prosjektet bidrar alene til en vekst på 3½ prosent i år og 4½ prosent neste år. Også enkelte andre store prosjekter innenfor produksjon av kjemiske råvarer og treforedling bidrar til at veksten i industriinvesteringene neste år vil bli drøyt 15 prosent. Utenom disse sektorene er det fortsatt få tegn til investeringsoppgang. Men den etterspørselsveksten bedriftene står overfor fra fastlandsøkonomien og utlandet, vil trolig bidra til en viss vekst også i andre industrisektorer neste år.

Det at Norge har valgt å stå utenfor EU mens de øvrige nordiske landene går inn, kan over tid få betydning for lokaliseringen av bedriftenes investeringer. Dette er nærmere diskutert i rapporten *Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt* i denne utgaven av Penger og Kreditt. Innenfor en horisont på 12–18 måneder, vil effektene på investeringene neppe bli store.

3.5 Kreditt- og pengemengdevekst

Så langt ser det ut til at konjunkturoppgangen i liten grad er kredittfinansiert. Riktignok har kredittveksten steget jevnt i år, men vekstratene er fortsatt moderate (jf. figur 13). Det er i første rekke lønnstakere som nå øker sin opplåning, mens utlån til næringsliv ligger på et moderat nivå. Dette gjenspeiler at den realinvesteringsveksten en har hatt så langt, i stor grad er offentlige prosjekter. Den sterke økningen vi ser for oss i investeringene neste år, innebærer at også kreditt til næringslivet trolig kan ta seg opp.

Gjennom 1994 har det vært en markert økning i pengemeng-

deveksten. Dette er trolig resultat av en omplassering fra verdipapirer til bankinnskudd som følge av kursfallet på obligasjoner hittil i år. Veksten i beholdningen av verdipapirer har gått ned.

3.6 Utenrikshandel

Eksporten av tradisjonelle varer har tatt seg markert opp de siste månedene. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at eksportvolumet av tradisjonelle varer de tre første kvartalene i år var nesten 15 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Neste år venter vi en vekst på 6½ prosent.

Den konsumdrevne oppgangen her hjemme er i stor grad rettet mot importerte varer, og importetterspørselen har tatt seg kraftig opp. Det ligger an til en vekst i importen av tradisjonelle varer på knapt 14 prosent i år. At etterspørselsveksten dempes neste år, innebærer at veksten i tradisjonell import vil reduseres til omkring 5½ prosent.

3.7 Finanspolitikken

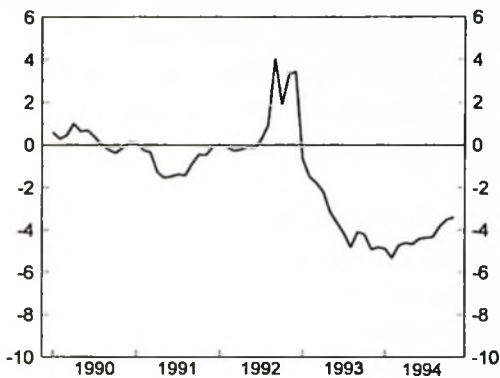
Finanspolitikken har fra i år vært lagt om i kontraktiv retning etter flere år med økende underskudd. Den strukturelle tilstramningen i statsfinansene er anslått å redusere innenlandsk etterspørsel tilsvarende 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 1994 og 1¼ prosent i 1995. Dette skyldes i stor grad at man har bremsset opp den underliggende utgiftsveksten i statsbudsjettet. Det er ikke lagt opp til reell utgiftsvekst neste år, tvert imot anslår Finansdepartementet en reell nedgang på ¼ prosent i utgiftene på statsbudsjettet.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at tilstramningen i offentlige utgifter i vesentlig grad er oppnådd gjennom lavere investeringer. Mens offentlig konsum i årets tre første kvartaler var 3 prosent høyere enn samme periode i fjor, falt investeringene med nesten 8 prosent.

I tillegg til en strukturell tilstramning har de automatiske stabilisatorene i skatte- og overføringssystemet bidratt til å redusere underskuddet i offentlig sektor. Økt privat etterspørsel og sysselsetting gjennom året har gitt betydelig høyere skatteinngang til stat og kommuner, samtidig som stønadsveksten er redusert. Slike effekter vil bidra også neste år. For 1996 anslår vi et overskudd i budsjettet for offentlig forvaltning på 0,8 prosent av BNP. Det er dette overskuddsbegrepet som er sammenliknbart med de såkalte Maastricht-kriteriene.

Figur 14A.

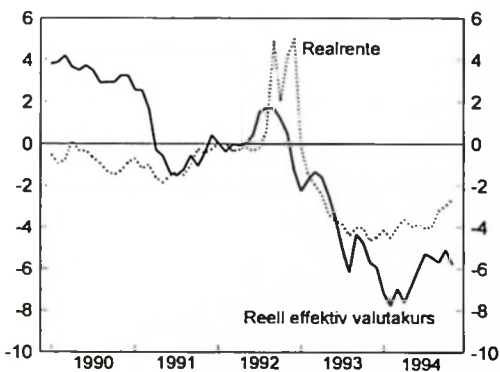
MCI. Januar 1992=0. Januar 1990-november 1994.



Kilde: Norges Bank.

Figur 14B.

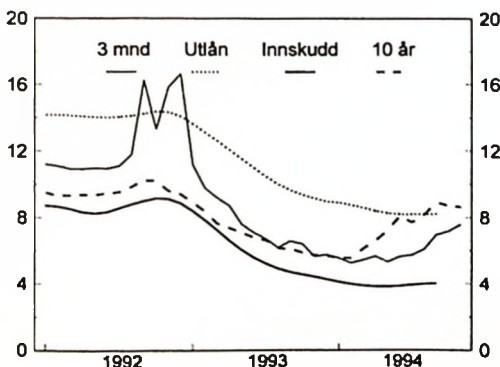
MCI-komponenter. Januar 1992=0. Januar 1990-november 1994



Kilde: Norges Bank.

Figur 15.

Renteutviklingen i Norge. Bankenes innskudds- og utlånsrente, 3 mnd. eurorente og 10 års statsobligasjoner



Kilde: Norges Bank.

3.8 Renter og valutakurs

Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i dette nummeret av Penger og Kreditt – *Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner*. I dette punktet vil vi derfor nøye oss med en kort omtale av hvordan rente- og valutakursendringene kan tenkes å virke inn på den innenlandske etterspørselen. En omtale av hvordan valutakursutviklingen mer direkte har påvirket den norske prisutviklingen, ble gitt i punkt 2.2 foran.

Norges Banks monetære indeks (Monetary conditions index) økte de siste månedene fram til til november, etter å ha falt siden nyttår. En økning i indeksen indikerer at pengepolitikken trekker i kontraktiv retning. Det var en økning i pengemarkedsrentene som i første rekke trakk opp, men en viss appresiering av den effektive valutakursen har også bidratt kontraktivt. Renteutviklingen så langt i desember indikerer en reversering av denne tendensen. Endringene har uansett vært såvidt moderate at effekten på etterspørselen trolig har vært forholdsvis nøytral.

Pengemarkedsrentene har økt med omkring ½ prosentpoeng siden inngangen til 1994. Rentedifferansen for plasseringer med tremåneders løpetid har økt med 1 prosentpoeng i forhold til tyske mark. Det var fra i sommer og til midten av november at de innenlandske rentene økte, mens de har falt i siste del av november og i desember. Trolig hadde renteøkningen sammenheng med usikkerhet knyttet til utfallet av EU-spørsmålet og hvilke konsekvenser dette ville få for den økonomiske politikken i Norge. Etter at den politiske situasjonen nå er avklart, er noe av usikkerheten borte.

Norges Banks rentestatistikk fram til tredje kvartal viser at økningen i pengemarkedsrentene i liten grad har slått ut i rentene publikum står overfor. En oversikt over en del finansinstitusjoners renter på boliglån viser imidlertid at de bevegelige rentene har beveget seg svakt oppover fra utgangen av tredje kvartal og fram til midten av desember.

Rentene i kapitalmarkedet har økt betydelig gjennom året. De langsiktige rentene har imidlertid liten direkte betydning for de rentene publikum står overfor. I en artikkel i forrige utgave av Penger og Kreditt vises det at bedrifter og husholdninger nesten utelukkende er kortsiktig finansiert. Likevel kan den langsiktige renteutviklingen ha betydning for den realøkonomiske utviklingen ved at den påvirker publikums forventninger. Økningen i obligasjonsrentene har trolig ført til at husholdninger og bedrifter ikke lenger forventer ytterligere rentefall, og dermed begrenser kjøp av boliger og andre investeringsvarer i forhold til en situasjon der de venter at rentene skal fortsette å falle.

3.9 Produksjon

Gjennomgangen i denne seksjonen beskriver en markert etterspørselsdrevet konjunkturoppgang i norsk økonomi. En stor del av etterspørselsveksten har vært rettet mot importvarer, slik at veksten i tradisjonell vareimport har vært langt større enn den samlede etterspørselsveksten. Likevel har etterspørselen vært sterk nok til å gi sterke produksjonsimpulser også til norsk økonomi.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at BNP for Fastlands-Norge i de tre første kvartalene var 4¼ prosent høyere enn samme periode i fjor. Veksten var sterkest innenfor industri og bergverk, der produksjonen økte med drøye 5 prosent. Det er nå også vekst i bygg- og anleggssektoren, hvor bruttoproduktet økte med knapt 3 prosent.

Den sterke konjunkturoppgangen innenlands skaper usikkerhet om den fremtidige inflasjonsutviklingen i norsk økonomi. Tendenser til tiltakende inflasjon kan oppstå dels som følge av økt lønnsvekst i et arbeidsmarked som blir gradvis strammere og dels som følge av at bedriftene øker sine fortjenestemarginer i en situasjon med sterk etterspørselsvekst. En gjennomgang av disse forholdene er tema for denne seksjonen av inflasjonsrapporten.

4.1 Lønninger

Foreløpige tall for lønnsutviklingen i andre kvartal viser en årslønnsvekst fra samme kvartal i fjor på 2,6 prosent for arbeidere i LO/NHO-området. Dette tallet må tolkes forsiktig og vil ventelig stige når den fulle effekten av årets lønnsoppgjør kommer med.

For bygge- og anleggsarbeidere var lønnsveksten i samme periode 2,3 prosent – en oppgang fra 1,0 prosent foregående år. Dette kan tyde på tiltakende lønnsvekst innenfor sektoren, og for enkelte grupper fagarbeidere var lønnsveksten 4½–5 prosent. Bygge- og anleggsbransjen er trolig den sektoren i norsk økonomi hvor presstendensene er størst. Dette har sin bakgrunn i meget sterk etterspørselsvekst i byggebransjen. Riktignok er aktiviteten langt lavere enn den en hadde midt på 1980-tallet, men pressproblemene vil trolig oppstå lenge før en når et slikt nivå. Nedgangen i bygge- og anleggssektoren har vært så sterk og langvarig at kapasiteten er bygd ned på varig basis. Mange bygge- og anleggsarbeidere har antakelig gått over i andre bransjer. Det er usikkert hvor fleksibelt det innenlandske arbeidstilbudet er når bygge- og anleggsaktiviteten nå igjen tar seg kraftig opp. Mangel på kvalifisert arbeidskraft kan imidlertid i noen grad dekkes ved at en får økt tilstrømming av bygge- og anleggsarbeidere fra andre nordiske land.

Tall for innbetalt arbeidsgiveravgift kan gi en grov indikasjon på lønnsglidningen hittil i år. Med en økning i utførte timeverk på om lag 2 prosent innen privat og kommunal sektor i år, indikerer innbetalingene i årets ti første måneder en lønnsvekst på drøyt 3 prosent. Det er da korrigert for høyere arbeidsgiveravgift for høye inntekter. Denne beregningen gir dermed ingen indikasjoner på tiltakende lønnsglidning.

Det samlede bildet viser få tegn til at konjunkturoppgangen har slått ut i sterkere lønnsglidning. Vi anslår en samlet årslønnsvekst på 3 prosent i år, det samme som vi anslo i september. For offentlig sektor venter vi en lønnsvekst på 2 prosent, mens vi i industrien anslår veksten til 3½ prosent.

Usikkerheten omkring lønnsveksten neste år er først og

Tabell 5.

Årslønnsvekst i ulike tariffområder i 1994. Prosent

Arbeidere LO/NHO-området	3
Funksjonærer LO/NHO-området	3½
Varehandel	3½
Hotell og restaurant	2½
Forretnings- og sparebanker	3½
Forsikring	3½
Offentlig sektor	2
Forretningsmessig tjenesteyting	4
Totalt	3

Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene.

fremst knyttet til i hvilken grad økt etterspørsel skaper press i enkelte bransjer, samt hvorvidt den foreslåtte momsøkningen fra nyttår vil utløse krav om lønnskompensasjon. Vårt anslag er basert på at lønnsveksten i privat sektor blir om lag den samme som i inneværende år og at lønnsveksten i offentlig sektor blir som i privat sektor. Dette gir en lønnsvekst omkring 3½ prosent. En nærmere drøfting av utsiktene for lønns- og prisveksten er gitt i seksjon 5.

4.2 Sysselsetting og arbeidsledighet

Konjunkturoppgangen har i løpet av det siste halvåret slått ut i arbeidsmarkedet. Tall fra SSBs arbeidskraftundersøkelse (AKU) viser at sysselsettingen i tredje kvartal var hele 1,9 prosent høyere enn gjennomsnittet i fjor. Arbeidsledighetsraten har falt fra 6,0 prosent i fjor, til (sesongjustert) 5,2 prosent i tredje kvartal, til tross for at flere mennesker har meldt seg på arbeidsmarkedet.

Det må imidlertid presiseres at det er knyttet ekstra usikkerhet til AKU-tallene for tredje kvartal, da undersøkelsesuken i juli avviker fra i fjor. Det er forsøkt korrigert for dette, men reduksjonen i ledigheten kan likevel være noe overvurdert. Tall fra Arbeidsdirektoratet bekrefter imidlertid fallet i ledigheten.

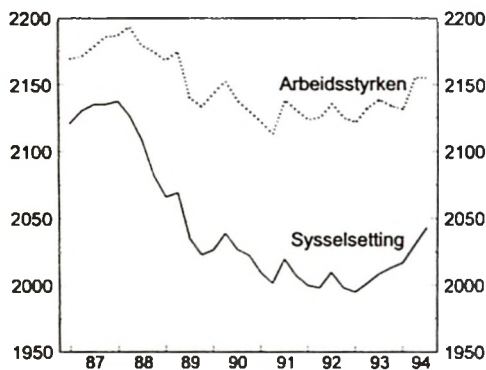
Arbeidsdirektoratets tall viser for øvrig at andelen av ledige som har vært ledige i en lengre periode enn seks måneder, har avtatt. Dette er i strid med hva en kunne vente når ledigheten faller. En økt andel korttidsledige kan bety større reell konkurranse om jobbene og dempet kostnadspress.

Mens de fleste korttidsindikatorerne viser at styrken i oppgangen nå flater ut, har veksten i sysselsettingen særlig kommet de to siste kvartalene. Hittil har ikke dette slått ut i lønnsvekst, men AKU-tallene indikerer at vi nå er i en fase av konjunkturforløpet hvor arbeidsmarkedet kan bli strammere i enkelte bransjer. Vi venter at antall sysselsatte øker med omkring 1½ prosent i år og 1 prosent neste år. Med en viss økning i arbeidstilbudet, innebærer dette at ledigheten som andel av arbeidsstyrken (AKU) reduseres fra 5½ prosent i år til drøyt 5 prosent neste år.

4.3 Kostnadmessig konkurransevne

Avskallingen i sysselsettingen har sammen med effektivisering gitt relativt høy produktivitetsvekst de siste årene, spesielt i industrien. Selv om en konjunkturoppgang vanligvis vil bidra til bedre utnyttelse av kapitalutstyret og dermed også arbeidskraften, ser det ut til at en stor del av dette effektiviseringspotensialet allerede er hentet ut. Produktivitetsveksten i industrien ligger an til å bli 2¼ prosent i år. Dette er en svakere produktivitetsvekst enn vi venter hos handelspartnerne.

Figur 16.
Arbeidsmarkedet. Tall i 1000 personer



Kilde: Arbeidskraftundersøkelsen.

Tabell 6.

Relative lønnskostnader pr. produsert enhet i industrien. Prosentvis endring fra året før. (Negative tall for RLPE innebærer styrket kostnadmessig konkurranseevne)

	1989-93 ¹⁾	1994	1995
Norges handelspartnere			
Lønnskostnader	5,8	3½	3½
Produktivitet	2,8	4¼	3
LPE, nasjonal valuta	2,9	-¼	½
Norsk industri			
Lønnskostnader	3,7	3½	3½
Produktivitet	2,5	2¼	2¼
LPE, nasjonal valuta	1,2	1¼	1¼
Valutakursendring	0,9	1½	-¼
RLPE, felles valuta	-2,5	½	1½

1) Årlig gjennomsnitt.

Med våre anslag for lønn og produktivitet, vil lønnskostnadene pr produsert enhet (LPE) øke med 1¼ prosent i år. Dette er en sterkere vekst enn hos handelspartnerne, hvor vi venter en nedgang i LPE på ¼ prosent. Utviklingen i den effektive kronekursen indikerer imidlertid en depresiering i år på om lag 1½ prosent, slik at den kostnadmessige konkurranseevnen bare blir svekket med ½ prosent.

Neste år venter vi også en svekkelse av konkurranseevnen i størrelsesorden 1½ prosent. Dette har sammenheng med to forhold:

- Dersom den effektive kronekursen holdes på dagens nivå gjennom 1995, vil kursen i snitt være ¼ prosent sterkere neste år enn i år. Dette bidrar til en tilsvarende svekkelse av konkurranseevnen.
- Lønnsveksten hos våre handelspartnere vil både i år og neste år være preget av den høye arbeidsledigheten som har fulgt av det internasjonale konjunkturtilbakeslaget – og lønnsveksten hos handelspartnerne ligger begge disse årene under det en må regne med når veksten stabiliserer seg.

I rapporten om *utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt* trekker vi perspektivet ut over 1995. Da får en fram at en lønnsvekst i Norge i størrelsesorden 3½ prosent, slik vi har anslått for 1995, vil innebære om lag uendret konkurranseevne i årene 1996–98.

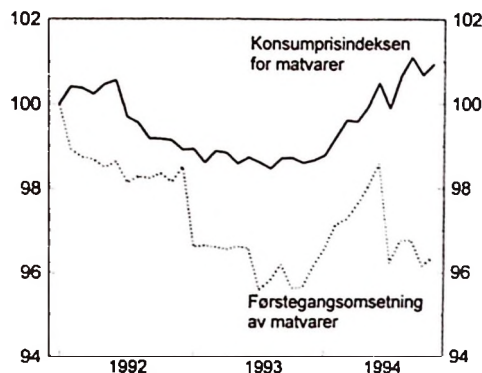
4.4 Bedriftenes prismarginer

I en nedgangskonjunktur kan konkurransehensyn gjøre at norske bedrifter velger å redusere sine fortjenestemarginer fremfor å øke prisene når kostnadene øker. Når etterspørselen nå tar seg opp, kan det derfor være grunn til å vente at enkelte bedrifter vil ønske å øke sine marginer igjen.

Det finnes lite statistikk som gir et godt bilde av utviklingen i bedriftenes fortjenestemarginer. Det foreligger regnskapsstatistikk til og med 1993, men for innværende år er en henvist til å bruke indikatorer som kan tenkes å reflektere bedriftenes prissettingsatferd. Dersom en innenfor en sektor sammenlikner prisutviklingen på innsatsfaktorene med prisutvikling på det ferdige produktet, kan en få en indikasjon på utviklingen i driftsmarginene. En må imidlertid være oppmerksom på at makroindekser omfatter aggregater av varer, slik at ulik prisutvikling også kan skyldes ulik sammensetning av indeksene.

Figur 17 viser utviklingen i prisindeksen for *førstegangsomsetning* av matvarer innenlands og *delindeksen for matvarer* i konsumprisindeksen. Gjennom de tre siste årene har det vært en gradvis økning i avstanden mellom disse indeksene – engrosprisene har falt, mens konsumprisene har steget noe. Dette indikerer økte prismarginer innen dagligvarehandelen, og dette

Figur 17.
 Prisindeks for førstegangsomsetning
 av matvarer og konsumprisindeksen
 for matvarer. Sesongjustert. Indeks
 1992.1=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

bekreftes av regnskapsstatistikken for 1992. Årsaken til at prismarginene har økt, er trolig at en større andel av omsetningen skjedde i store matvarekjeder. Matvarekjedene er i en posisjon der de lettere kan forhandle seg fram til lavere priser fra sine leverandører. Dessuten har de stort sett lavere driftskostnader enn mindre butikker. De har dermed kunnet redusere prisene og samtidig øke marginene.

En indikator på utviklingen i driftsmarginene fremover, kan være graden av kapasitetsutnyttning i bedriftene. Når produksjonen foregår nær kapasitetsgrensen, vil en ytterligere etterspørselsøkning ikke kunne møtes umiddelbart. Dette kan raskt slå ut i prisene, ved at bedriftene øker sine marginer.

Konjunkturbarometeret fra SSB viser nå tegn til en økende kapasitetsutnyttelse i industrien. Dette er i tråd med hva en kan vente under en konjunkturoppgang. I følge undersøkelsen for tredje kvartal produserer 70 prosent av industribedriftene med en kapasitetsutnyttning på over 80 prosent. Denne andelen har økt jevnt siden begynnelsen av 1993. Videre oppgir 28 prosent av bedriftene at kapasitetsutnyttelsen er over 95 prosent. Dette er 3–4 prosentpoeng høyere enn nivået de siste fire kvartalene.

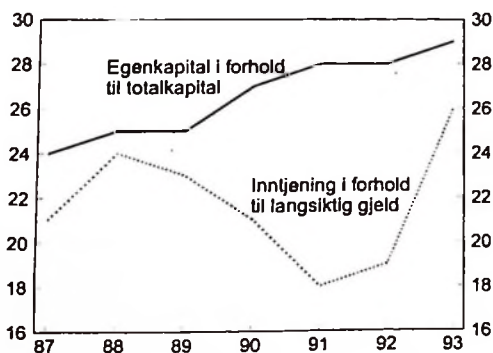
Det er særlig innenfor treforedling og kjemisk industri produksjonen er høy, i tillegg til enkelte verkstedsbransjer. Dette er i stor grad eksportrettede næringer, og prisendringer her vil avhenge av den internasjonale konjunktursituasjonen, og i liten grad slå direkte ut i det norske prisnivået.

4.5 Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren

Gjennom engasjementsoppfølgingen i Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) foretar Norges Bank regnskapsanalyser av et stort antall norske bedrifter. Sammen med de børsnoterte selskapene (utenom skipsfart og finans) danner dette grunnlaget for Sebra-databasen i Norges Bank. Basen omfatter regnskaper for omkring 10 000 foretak. For 1993 viser statistikken et entydig bilde av bedret inntjening i bedriftene. Dette gjenspeiler den etterspørselsøkningen vi så gjennom fjoråret, og det er grunn til å tro at utviklingen har fortsatt i år.

Den positive utviklingen vises både i økt inntjening og bedret likviditet i bedriftene. Inntjeningen er målt ved resultat før ekstraordinære poster, tillagt avskrivninger og fratrukket skatt. Målt i forhold til langsiktig gjeld har inntjeningen i bedriftene styrket seg jevnt siden 1990. Også egenkapitalandelen økte i alle størrelseskategorier av foretak. Bedringen var størst i foretakene med omsetning under 5 millioner kroner. Her har gjennomsnittlig egenkapitalandel økt fra 7 prosent av totalkapitalen i 1988 til 25 prosent i 1993. Dette var om lag samme nivå som de mellomstore bedriftene. For de største foretakene økte egenkapitalandelen i fjor til 30 prosent av totalkapitalen.

Figur 18.
 Inntjening og egenkapital i foretakssektoren. Prosent



Kilde: SEBRA-databasen, Norges Bank.

5 Utsikter for inflasjonen

Denne seksjonen presenterer Norges Banks anslag for inflasjonsutviklingen de nærmeste 12-18 månedene.

5.1 Hva er nytt siden sist?

De foregående seksjonene har gitt en gjennomgang av en rekke indikatorer med sikte på å gi et helhetsbilde av økonomien som bakgrunn for Norges Banks inflasjonsanslag. Her oppsummeres de viktigste endringene siden Norges Bank publiserte den forrige kvartalsrapporten i september:

- Som ventet har det vært en viss utflating i den sterke konjunkturoppgangen, men veksten er fortsatt sterk. Det private konsumet økte sesongjustert med 1½ prosent fra annet til tredje kvartal, og årsveksten ligger an til å bli mellom 4½ og 5 prosent.
- Nedgangen i AKU-arbeidsledigheten til 5,2 prosent i tredje kvartal var sterkere enn ventet.
- I forkant av EU-avstemningen var det en viss renteøkning i penge- og obligasjonsmarkedene. Nå er rentene i hovedsak lavere enn de var for et kvartal siden.
- Den internasjonale konjunkturoppgangen har ledet til en kraftig oppgang i metallprisene, og dermed økt lønnsomhet for deler av norsk eksportindustri.
- Regjeringen har foreslått å øke momsen fra 22 til 23 prosent. Det er også foreslått enkelte andre avgiftsomlegginger, blant annet økt momskompensasjon for enkelte typer matvarer. Samlet vil avgiftsomleggingen øke konsumprisenivået med anslagsvis ½ prosentpoeng.

5.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Regjeringens forslag om å øke momsen har, sammen med enkelte andre avgiftsendringer, ledet til en oppjustering av Norges Banks inflasjonsanslag for 1995. For et kvartal siden anslo vi stigningen i konsumprisene fra 1994 til 1995 til 2 prosent. Anslaget nå er 2½ prosent. Tolvmånedersveksten i konsumprisene vil trolig holde seg innenfor intervallet 2,2–2,8 prosent gjennom 1995 – og vekstratene vil antakelig være høyest i april og mai.

Holder vi avgiftsendringer utenom, har utviklingen siden forrige kvartaloversikt ikke ledet til endringer i Norges Banks vurderinger av det underliggende inflasjonspresset i økonomien. Utenom avgiftsendringer anslås prisstigningen fra 1994 til 1995

til 1¼ prosent – det vil si ¼ prosentpoeng lavere enn for KPI totalt. Her forklarer momsøkningen ½ prosentpoeng og avgiftsøkningene på tobakk og bensin fra halvårsskiftet i år ¼ prosentpoeng.

Prisanslagene er basert på en lønnsvekst på 3 prosent i år og 3½ prosent neste år.

Konjunkturoppgangen ser ut til å bli langt mer moderat enn den en opplevde på midten av 1980-tallet. Dersom oppgangen viser seg å bli sterkere enn forutsatt, kan det lett oppstå presstendenser som slår ut i sterkere pris- og kostnadsvekst. Utviklingen de siste månedene viser at oppgangen er sterk, men det er tegn til en viss avdemping av veksten.

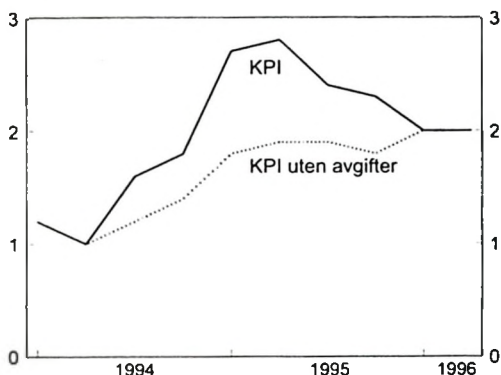
På den annen side kan det se ut til at nedgangen i arbeidsledigheten er kommet noe raskere enn vi tidligere har lagt til grunn. Det er stor usikkerhet knyttet til den videre utvikling i arbeidsmarkedet. I tidligere oppgangsperioder har det vært en tendens til at redusert ledighet har gitt et press oppover på lønningene. I hvilken grad det vil skje også i denne konjunkturoppgangen er det vanskelig å ha noen sikker oppfatning om. Beregninger på RIMINI-modellen viser at lønnsveksten for 1995 kan bli mellom 3¼ og 3½ prosent avhengig av hvor sterkt ledigheten faller. Det laveste tallet er den vekstraten som følger når en baserer seg på uendret arbeidsledighet fra 1994 til 1995. Det høyeste tallet får en dersom en legger til grunn en nedgang i ledighetsraten på 1¼ prosentpoeng – dvs. knapt 1 prosentpoeng mer enn vårt anslag. Sammenhengen mellom utviklingen i arbeidsledigheten og lønnsveksten *gitt* at lønnsdannelsen fungerer på samme måten som den har gjort historisk, er diskutert i en egen ramme.

Med den laveste av disse lønnsforutsetningene blir konsumprisveksten fra 1994 til 1995 knapt 2½ prosent. Med den høyeste lønnsforutsetningen blir konsumprisveksten 0,1 prosentpoeng høyere.

Den er således liten sannsynlighet for en vesentlig oppgang i den norske inflasjonen forårsaket av press i arbeidsmarkedet de neste 12–18 månedene. Faren er imidlertid at tiltakende lønnsvekst kan ødelegge den positive utviklingen næringslivet har vært inne i de siste årene med gradvise bedringer i den kostnadmessige konkurranseevnen.

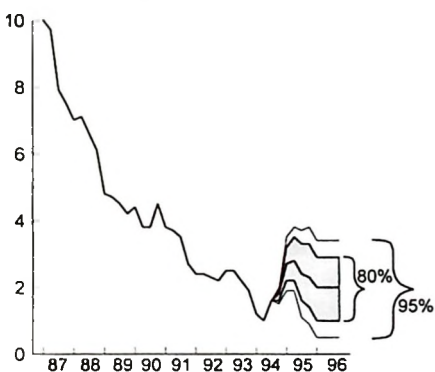
Momsøkningen fra nyttår gir høyere priser, og kan føre til krav om lønnskompensasjon, men effekten blir neppe sterk det første året. Historisk har slike avgiftsøkninger gitt femti prosent overveltning i lønnsveksten etter to år, og hovedvekten av denne effekten har kommet det andre året. Vi har basert anslagene på at overveltningseffektene i årene fremover blir slik en har observert historisk. På den annen side er den foreslåtte momsøkningen en del av en pakke for å styrke tilliten til norsk økonomi og sikre rammevilkårene for norsk næringsliv etter at

Figur 19.
Anslått bane for konsumprisveksten.
Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 20.
Usikkerheten i prisanslagene.
Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Norge ble stående utenfor EU. I en slik situasjon er kanskje ikke de historiske erfaringene så relevante. Trolig er det en utbredt forståelse blant partene i arbeidslivet for nødvendigheten av de særskilte tiltak som nå er truffet.

Den spesielle prisutviklingen gjennom første halvår i år, samt avgiftsendringene på tobakk og bensin fra 1. juli 1995, vil påvirke inflasjonsforløpet gjennom 1995. Som det fremgår av figur 19 vil prisstigningen, målt som endring fra året før, kunne komme opp i 2,9 prosent i vårmånedene neste år. Deretter vil prisstigningstakten falle til 2,3-2,4 prosent i annet halvår når økningen i tobakks- og bensinavgiftene ikke lenger påvirker vekstratene. Når også effekten av momsøkningen forsvinner ut av tallene i første kvartal 1996, vil vekstratene reduseres til om lag 2 prosent.

I figur 19 er det også illustrert forløpet for konsumprisveksten eksklusive avgiftsendringer. Utenom avgiftsendringer var inflasjonstakten i november anslagsvis 1,3-1,4 prosent, og den vil øke opp mot 2 prosent gjennom 1995 og bli liggende der de neste 12-18 månedene.

Det prisforløpet som er tegnet i figur 19, er det forløpet – av mange mulige forløp – som vi betrakter som mest sannsynlig. Likevel er det viktig å være klar over usikkerheten knyttet til denne typen prognoser. I figur 20 har vi fremstilt usikkerheten ved hjelp av to områder rundt referanseforløpet for inflasjonsraten. Disse er basert på historiske erfaringer med modellens evne til å predikere inflasjonsraten (over perioden 1987 til 1992). Det innerste området kan litt upresist tolkes som et 80 prosent konfidensintervall for inflasjonsraten. Det vil si at vi venter at dette intervallet vil dekke det realiserede forløpet med en sannsynlighet på 80 prosent. I det ytterste området har vi stilt enda strengere krav til sannsynligheten. Dette intervallet kan tolkes som et 95 prosent konfidensintervall. Det må understrekes at utfall nær yttergrensene er vesentlig mindre sannsynlige enn utfall nærmere referanseforløpet.

5.3 Inflasjonsanslag fra andre institusjoner

Tabell 7 viser ulike institusjoners anslag for konsumprisutviklingen neste år. Gjennomsnittet blant de 10 private institusjonene som har gitt anslag er 2,3 prosent konsumprisvekst neste år. Høyeste og laveste anslag blant de private institusjonene er henholdsvis 2,0 og 2,8 prosent. Det er grunn til å merke seg at forslaget om økt moms bare er innarbeidet i enkelte av disse anslagene.

På samme måte som vi påpekte i forrige inflasjonsrapport, står disse anslagene i skarp kontrast til den kraftige oppgangen i det langsiktige rentenivået vi har hatt i Norge gjennom 1994. Ofte tilskrives økte lange renter forventninger om tiltakende inflasjon. Det er lite som tyder på at prisstigningen vil ta seg

Sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønnsvekst i RIMINI

Stramheten i arbeidsmarkedet har erfaringsmessig stor betydning for lønnsutviklingen på kort sikt. Vi har antatt at arbeidsledighetsraten (AKU) faller fra 5½ prosent i år til drøyt 5 prosent neste år. Denne relativt svake nedgangen er basert på at en markert sysselsetningsvekst i stor grad vil bli kompensert av sterk vekst i arbeidstilbudet. Dersom økningen i arbeidstilbudet viser seg å bli svakere, vil ledigheten falle raskere, noe som lett kan slå ut i høyere lønnsvekst. RIMINI-modellen, som er basert på historiske erfaringer, viser at lønnsveksten på kort sikt er svært følsom overfor slike forhold.

Ved hjelp av skiftberegninger i RIMINI har vi sett på to tilfeller der fallet i arbeidsledigheten blir større enn i vår referansebane. Resultatene er presentert i tabellen nedenfor, og i begge tilfellene gir økt ledighetsrate en umiddelbar effekt på lønnsveksten. Dersom raten reduseres med 1 prosentpoeng mer enn i vår bane, viser modellen at lønnsveksten det første året blir 0,4 prosentpoeng høyere enn vårt anslag. Det andre året blir lønnsveksten 0,9 prosentpoeng høyere enn vårt anslag.

Beregningene viser at for å få til en

Lønnsvekst. Prosentpoeng avvik fra referansebanen

	1995	1996
½ prosentpoeng lavere ledighet enn referansebanen i 1995 og 96	0,2	0,4
1 prosentpoeng lavere ledighet enn referansebanen i 1995 og 96	0,4	0,9

balansert utvikling i norsk økonomi der den kostnadmessige konkurransevnen ikke svekkes, er det viktig å unngå at fallende ledighet slår ut i økt lønnsvekst i årene fremover, slik modellen predikerer. Det er imidlertid vanskelig å si om de historiske mekanismene som ligger til grunn for RIMINI, gir et dekkende bilde her. Riktig nok har det ikke vært noen systematisk tendens til at modellen har overpredikert lønnsveksten de siste årene, men det kan likevel være forhold som tilsier at vi i denne konjunkturoppgangen i større grad enn tidligere klarer å avverge at fallende arbeidsledighet slår ut i økt lønnsvekst.

Pris- og lønnsveksten er fortsatt lav til tross for at oppgangen er befestet. Dette kan henge sammen med at lønnstakerne de siste årene har erfart at det er mulig å oppnå en god reallønnsutvikling selv om de nominelle tilleggene holdes lavt. Dessuten er ledigheten fortsatt høy. Selv med en reduksjon utover det vi har sett på her, vil den fortsatt være betydelig høyere enn i periodene vi har erfaring fra. Alle disse forholdene kan tilsa at lønnspresset fortsatt vil være moderat.

På den annen side vil en forholdsvis sterk aktivitetsøkning i økonomien gi en markert økning i etterspørselen etter arbeidskraft. Selv om ledigheten fortsatt er høy, kan det oppstå knapphet på kvalifisert arbeidskraft innenfor enkelte sektorer, slik at lønningene presses opp. Hvis en i årene fremover får mindre grad av sentralisering i lønnsoppgjørene, kan denne effekten forsterkes.

Beregningene viser at en på kort sikt vil få økt lønnsvekst dersom arbeidsledigheten går ned. Det betyr ikke at man kan løse et arbeidsløshetsproblem ved å la prisene og lønninger vokse. I Penger og Kreditt 1993/1 ble det presentert en analyse av den langsiktige sammenhengen mellom arbeidsløshet og prisvekst. Analysen viste at de land som over tid er kommet lengst i å bekjempe inflasjonen, også har kommet best ut i kampen mot arbeidsledigheten.

Tabell 7.*Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1995¹*

	September 1994	Desember 1994
Finansdepartementet	1½	2¼
Statistisk sentralbyrå	2,1	2,6
OECD	1,8	1,8
IMF	–	1,5
Norges Bank	2	2¼
Private institusjoner ²		
høyeste anslag	2,6	2,8
laveste anslag	1,8	2,0
gjennomsnitt	2,2	2,3

1) Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene.

2) Basert på anslag fra 10 institusjoner.

markert opp i Norge de nærmeste årene. Økte inflasjonsforventninger er imidlertid bare én av flere mulige årsaker til økningen i de lange rentene. Andre mulige forklaringer er drøftet i rapporten *utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner* i denne utgaven av Penger og Kreditt.

5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

På kort sikt vil den foreslåtte momsøkningen føre til en økning i inflasjonstakten. Dette er imidlertid et engangsskift. Etter ett år vil effekten av avgiftsøkningen forsvinne ut av prisstigningstallene.

I et litt lenger tidsperspektiv er det derfor andre forhold enn avgiftspolitikken som dominerer i usikkerheten i inflasjonsbildet. I forrige inflasjonsrapport pekte vi på tre risikofaktorer som kan bringe lønns- og prisveksten ut av den gode sirkelen vi nå er kommet inn i:

- Norsk økonomi er inne i en markert konjunkturoppgang, og vi pekte på faren for at veksten kunne bli sterkere enn vi la til grunn.
- Den økte aktiviteten innen bygg- og anleggssektoren kunne føre til markert lønnsvekst, som i neste omgang smittet over til resten av økonomien.
- Tilstramningen i arbeidsmarkedet kunne føre til økt lønnsvekst.

Disse usikkerhetsfaktorene ser ut til å være like aktuelle nå, selv om faren for overoppheting av økonomien synes å være noe mindre. I tillegg er det flere nye usikkerhetsfaktorer som trer klarere fram.

- Sysselsettingen har økt sterkt de siste månedene. Dette indikerer at det kan komme betydelige presstendenser fra arbeidsmarkedet til tross for at etterspørselsveksten i produktmarkedet ser ut til å flate noe ut.
- Eksportprisene har fortsatt å øke. Dette betyr økt lønnsomhet for store deler av norsk industri. Dette kan føre til krav om større lønnstillegg i disse bransjene. I den grad dette i neste omgang smitter over på resten av økonomien, kan det settes igang en lønns-prisspiral.
- Konjunkturoppgangen internasjonalt er nå godt befestet. Prisveksten er likevel lav, og pengepolitiske tilstramninger i flere land indikerer at målet om lav prisvekst prioriteres høyt. Det er likevel fare for at den internasjonale prisveksten tar seg sterkere opp, og gir kraftigere kostnadsimpulser til norske priser enn vi har lagt til grunn.
- Opplegget for den økonomiske politikken innebærer en markert økning i indirekte skatter. Vi har tatt hensyn til de direkte effektene av dette i våre inflasjonsanslag. De indirekte

effektene – via lønnsdannelsen – har historisk vært små det første året, og vi har basert oss på at det vil bli slik også nå. Det er likevel fare for at kompensasjonskrav kan få sterkere gjennomslag i lønnsveksten enn vi har lagt til grunn.

På den annen side er det forhold som tilsier at pris- og kostnadsveksten blir lavere enn en har erfart ved tidligere konjunkturoppganger:

- For det første er ledigheten fortsatt høy, noe som vil dempe lønnsveksten.
- Videre er det grunn til å tro at det er bred forståelse blant partene i arbeidslivet for at høye nominelle tillegg bare gir små utslag i reallønnsveksten.
- Det er også mulig at effektene av momsøkningen blir mindre enn vi har lagt til grunn. Når Norge nå står utenfor EU mens Sverige og Finland går inn, kan sterkere konkurranse for norsk næringsliv gjøre at gjennomslaget på prisene ikke blir så sterkt som en har sett tidligere.
- Regjeringen har foreslått en viss liberalisering av landbrukspolitikken, blant annet å øke importen av matvarer fra U-land. Dette vil trolig dempe prisveksten.

Samlet sett mener vi at våre anslag – om at prisstigningen vil ligge i intervallet 2,2–2,9 prosent gjennom 1995, og stabilisere seg rundt 2 prosent de neste 12–18 månedene – er rimelig balanserte.

Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt

Den markerte konsum- og eksportdrevne oppgangen norsk økonomi nå er inne i, vil trolig avta neste år. Etterspørselen i norsk økonomi vil de neste årene i større grad bli drevet av investeringer i fastlandsøkonomien og av eksport, mens privat konsum og offentlig etterspørsel gir mer beskjedne etterspørselsimpulser. Dette gir en nedgang i BNP-veksten i fastlandsøkonomien fra 4 prosent i 1994 til vel 2 prosent i årene 1995-98. Investeringene i oljesektoren gir etter hvert kraftige negative etterspørselsbidrag, og dette vil trekke BNP-veksten ned mot slutten av tiåret.

Anslagene er basert på en balansert utvikling i internasjonal økonomi, der veksten stabiliseres rundt 3 prosent uten å utløse tiltakende inflasjon. Oljeprisen forutsettes reelt uendret på et nivå noe over dagens.

Sammenliknet med andre land er norsk økonomi nå i en gunstig situasjon: Lønns- og prisstigningen er lav, vi har overskudd i utenriksøkonomien, de offentlige budsjettene nærmer seg balanse og arbeidsledigheten er lavere enn i andre land og på vei ned. At Norge valgte å stå utenfor EU, vil imidlertid gjøre det mer krevende å videreføre en slik positiv utvikling. En utfordring i årene fremover blir å legge til rette rammevilkårene for næringslivet på en slik måte at de fortsatt velger å lokalisere sin virksomhet til Norge.

Den kraftige konjunkturoppgangen vi nå er inne i, gir oss muligheter til å legge et godt grunnlag for varig vekst i norsk økonomi. Dette krever at sysselsettingsoppgangen og nedgangen i arbeidsledigheten ikke fører med seg tiltakende lønnsvekst. Vi har imidlertid dårlige erfaringer med å oppnå dette i Norge. Tidligere konjunkturoppganger har skapt sterke prestendenser i økonomien med høy lønns- og prisvekst, som har gjort påfølgende nedganger enda vanskeligere. Nå må vi trekke lærdom både av våre egne og andre lands erfaringer:

Finanspolitikken må innrettes slik at den ikke bidrar til at oppgangen blir for sterk. Vi har nå mulighet til å bringe de offentlige finansene tilbake i overskudd uten at veksten i økonomien kvelles. En stram finanspolitikk er også nødvendig for å sikre tilliten til norsk økonomi, slik at en kan unngå en unødig ekstrakostnad på rentesiden for norsk næringsliv og for norske husholdninger.

Partene i arbeidslivet må ta et ansvar for at redusert arbeidsledighet ikke gir økt lønnsvekst. Erfaringsmessig har lavere arbeidsledighet lett for å gi økt press på lønningene. Skal en lykkes i å legge grunnlaget for en balansert utvikling i norsk økonomi basert på oppgang i næringslivet, må lønnsutviklingen i Norge tilpasses hva næringslivet kan tåle. Dette krever en lønnsvekst som bør ligge lavere enn hos våre handelspartnere.

Strukturen i arbeidsmarkedet må være slik at en er i stand til å møte den økte etterspørselen etter arbeidskraft uten kostnadspress. Enkelte ordninger i arbeidsmarkedet som er ment å beskytte dem som allerede er i jobb, kan gi en utilsiktet negativ virkning for dem som søker jobb. Det bør legges vekt på å unngå slike ordninger. Omfanget av arbeidsmarkedstiltak bør dessuten trappes ned slik at de ikke blir en permanent del av arbeidsmarkedet.

Siden 1986 har en stabil valutakurs vært en hjørnestein i norsk økonomisk politikk. Dette må legges til grunn også i årene fremover. En lav pris- og kostnadsvekst er en forutsetning for å oppnå en stabil valutakurs. Dette er like viktig utenfor EU som det ville vært innenfor.

I denne rapporten presenteres et mulig forløp for utviklingen i norsk økonomi de nærmeste fem årene. Det må understrekes at det forløpet som skisseres er ett av mange mulige

forløp. Hovedpoenget med slike makroøkonomiske fremskrivninger er ikke først og fremst å lage det mest sannsynlige forløpet, men å belyse de utfordringer norsk økonomi kan bli

stående overfor. Dette vil igjen kunne bidra til at vi blir bedre forberedt til å møte disse utfordringene.

Denne rapporten fokuserer primært på utsiktene i et mellomlangsigte perspektiv – dvs. for årene 1996–98. For de mer kortsiktige vurderingene henvises det til Norges Banks inflasjonsrapport i dette nummeret av Penger og Kreditt.

Ved utarbeidelsen av disse fremskrivningene er Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI brukt som et viktig hjelpemiddel. Tallfestingen av denne modellen er basert på historien, men i beregningene forsøker vi å ta hensyn til at utviklingen fremover ikke nødvendigvis følger de historiske erfaringene. Dette gjøres ved å korrigere utviklingen i sentrale variable, der vi mener modellens egenskaper ikke godt nok fanger opp endret adferd og rammebetingelser.

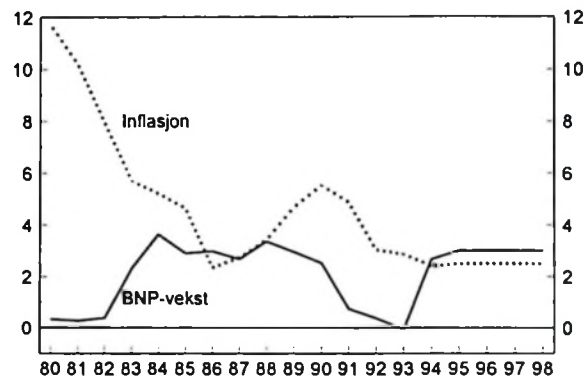
Forutsetninger om den internasjonale utviklingen

Internasjonal økonomi er nå ute av den langvarige konjunkturedgangen som innledet 1990-tallet. I løpet av det siste halve året er vekstanslagene blitt kraftig oppjustert – særlig for Europa. Etter en vekst på 2½ prosent i år, forutsetter vi at den årlige BNP-veksten blant våre handelspartnere vil ligge rundt 3 prosent de neste fire årene.

En produktionsvekst i denne størrelsesorden innebærer at ledighetsnivået i OECD-landene fortsatt holder seg høyt og bare vil gå ned fra 8¼ prosent i år til om lag 7½ prosent i 1998. I OECD Europa ventes ledigheten å falle fra vel 11½ prosent i år til om lag 10½ prosent i 1998. I tråd med dette er det rimelig å anta at en BNP-vekst på rundt 3 prosent ikke er sterkere enn at det vil være mulig å unngå at konjunkturoppgangen utløser en ny runde med tiltakende inflasjon.

Slike vekst- og inflasjonsforutsetninger er konsistente med at pengemarkedsrentene i de europeiske landene videreføres om lag på dagens nivå, mens det burde være grunnlag for en viss nedgang i de europeiske obligasjonsrentene etter hvert som inflasjonsforventningene blir mer tilpasset den faktiske prisutviklingen fremover.

Figur 1. BNP-vekst og inflasjon blant våre handelspartnere. 1980–1998



Den kraftige økningen i oljeprisen på slutten av 1970-tallet utløste en periode med høy inflasjon og lav vekst på begynnelsen av 1980-tallet. Inflasjonen kom etter hvert ned, og den årlige BNP-veksten blant våre handelspartnere lå rundt 3 prosent resten av ti-året. Den langvarige vekstperioden førte imidlertid etter hvert til økende inflasjon, og den økonomiske politikken, spesielt pengepolitikken, ble strammet til. Vi legger nå til grunn en periode med stabil vekst rundt 3 prosent, basert på at den økonomiske politikken vil bli holdt så stram at inflasjonen ikke tiltar igjen.

Kilde: OECD og Norges Bank.

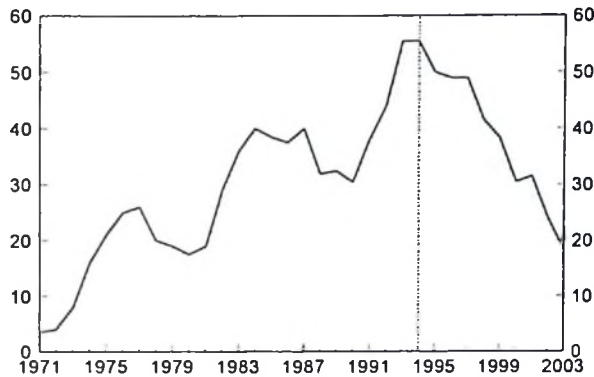
Det har ofte vist seg at en i den innledende fasen av en konjunkturoppgang undervurderer styrken i omslaget. Et alternativt forløp ville derfor være å anta sterkere vekst tidlig i perioden, som gjennom vanlige mekanismer ville skapt et forløp med sterkere konjunktursvingninger. Dette ville i så fall øke sannsynligheten for at også pris- og lønnsveksten vil bli høyere. Kapasitetsutnyttelsen i USA er allerede på et nivå som tidligere har utløst økt inflasjon. Også andre land, blant dem Storbritannia, ligger forholdsvis nær kapasitetsgrensen. En mer markert konjunkturoppgang vil kunne skape pressproblemer i disse landene.

Andre forhold trekker imidlertid i retning av en lavere vekst i internasjonal økonomi i årene fremover:

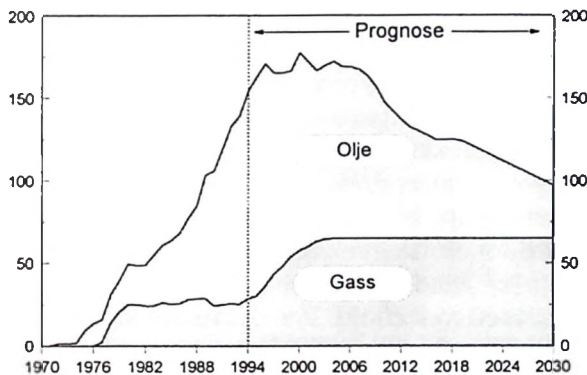
- Dersom de langsiktige rentene ikke faller tilbake til et nivå som er bedre i samsvar med vekst- og inflasjonsprognosene, er det fare for at oppgangen etter hvert kan bli dempet i styrke. Med en inflasjon på om lag 2½ prosent er de internasjonale realrentene nå forholdsvis høye.

Figur 2. *Petroleumsinvesteringer og petroleumsproduksjon fram til år 2030*

a. Påløpte oljeinvesteringer. Milliarder faste 1994-kroner. 1971–2003.



b. Produksjon av olje og gass. Millioner tonn oljeekvivalenter.



Figur 2.a viser at investeringene i oljesektoren nå befinner seg på et historisk høyt nivå. Dette nivået representerer imidlertid et toppunkt, og oljeinvesteringene anslås å gå kraftig ned i årene fremover. Som illustrert i figur 2.b vil produksjonen av olje og gass holde seg på et høyt nivå de nærmeste ti til femten årene, for så å falle gradvis. Gassproduksjonen vil etterhvert få større betydning, både absolutt og relativt i forhold til oljeproduksjonen.

Kilde: Regjeringens langtidsprogram og Nærings- og energidepartementet.

- De finanspolitiske tiltakene som er planlagt i mange land kan virke dempende på den økonomiske oppgangen på kort sikt. Styrking av de offentlige finansene er imidlertid en viktig forutsetning for å få til en nedgang i de langsiktige rentene.

En nærmere omtale av vekstutsiktene for internasjonal økonomi ble gitt i forrige num-

mer av Penger og Kreditt. En ny omtale vil komme i neste nummer – dvs. i første kvartal 1995.

Forutsetninger om oljevirkosomheten

Oljeprisen er forutsatt å være reelt uendret fra nivået i 1996, noe som innebærer en realpris på 120 kroner regnet i faste 1995-priser. Den økonomiske veksten utover på 1990-tallet tilsier en fortsatt økning i etterspørselen etter olje. Det er usikkert om produsentlandene vil fortsette å øke produksjonen i takt med etterspørselen, eller om en i stedet vil legge seg på en linje som gir en viss oppgang i oljeprisen. I denne situasjonen har vi valgt å forutsette at oljeprisen holder seg reelt sett uendret.

Petroleumsproduksjonen og investeringene i oljevirkosomheten er antatt å utvikle seg i samsvar med anslagene i Nasjonalbudsjettet. Dette innebærer en fortsatt økning i produksjonen og om lag uendrede investeringer fra 1995 til 1997. Mot slutten av 1990-tallet og inn i år 2000 vil imidlertid de påløpte petroleumsinvesteringene igjen falle sterkt.

Forutsetninger om den økonomiske politikken

Fremskrivningene er basert på at *finanspolitikken* utformes i samsvar med opplegget i Salderingsproposisjonen og i Langtidsprogrammet. For årene 1996-98 innebærer dette i grove trekk at gjeldende regler og retningslinjer videreføres og at det ikke gjennomføres noen nye store kostnadskrevende reformer. Offentlig etterspørsel etter varer og tjenester anslås å øke med godt under 2 prosent pr. år. Sysselsettingen i offentlig forvaltning vil med slike forutsetninger øke med anslagsvis ½ prosent pr. år i årene fremover, mot et årlig gjennomsnitt på hele 3½ prosent i de foregående 20 årene.

Når det gjelder *pengepolitikken*, har vi lagt til grunn to rent tekniske forutsetninger for å kunne lage fremskrivningene. For det første har vi forutsatt at de norske pengemarkedsrentene følger utviklingen i de tilsvarende europeiske rentene. For det andre er beregningene basert på at kronekursen holder seg om lag uendret. Dette er i tråd med retningslinjene for pengepolitikken.

Med hensyn til *inntektspolitikken og lønnsoppgjørene*, har vi basert oss på at en lykkes i å forhindre en utvikling der oppgangskonjunkturen leder til en ny svekkelse av den kostnadmessige konkurranseevnen. Hvilke utfordringer dette gir for den økonomiske politikken, er et hovedpunkt i drøftingen nedenfor.

Resultater av den mellomlangtsiktige frem-skrivningen

I denne rapporten baserer vi oss på at den markerte konsumdrevne oppgangen vi nå er inne i avtar, og at etterspørselen i norsk økonomi i større grad drives av investeringer i fastlandsøkonomien og av eksport. Samlet gir dette en nedgang i BNP-veksten i fastlandsøkonomien fra 4 prosent i 1994 til 2½ i 1995.

For årene 1996-98 tror vi at denne utviklingen fortsetter – veksten vil i hovedsak være investerings- og eksportledet, mens privat konsum og offentlig etterspørsel gir mer beskjedne etterspørselsimpulser. Påløpte oljeinvesteringer gir etter hvert kraftige negative etterspørselsbidrag, men denne effekten kommer først mot slutten av fremskrivningsperio-

Tabell 1. Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år der ikke annet er angitt

	1994	1995	1996-98 ¹⁾
Eiterspørsel fra Fastlands-Norge	4%	3	2%
Privat konsum	4%	2½	1%
Offentlig konsum	2%	1	1%
Realinvesteringer	4%	8%	4%
Påløpte oljeinvesteringer	0	-10	-6
Eksport	9	4½	2
Olje og gass	14	5%	-½
Tradisjonelle varer	13%	6%	5%
Import	7	3%	3%
Tradisjonelle varer	14	5%	5%
BNP	5%	2%	1%
BNP, Fastlands-Norge	4	2%	2
Memo:			
Arbeidsledighetsrate			
(AKU, årsgjennomsnitt)	5%	5	4½ ²⁾
Sysselsatte personer, prosentvis vekst	1½	1	½
Driftsbalanse, milliarder kroner	23	36	37 ²⁾
Konsumprisvekst, årsgjennomsnitt	1½	2%	2%

1) Årlig gjennomsnitt.

2) Ved utgangen av perioden.

den. Samlet sett innebærer dette at den gjennomsnittlige BNP-veksten for Fastlands-Norge blir om lag 2 prosent i perioden 1996 til 1998. Moderat vekst i oljeproduksjonen fører til at totalt BNP som gjennomsnitt over perioden får en vekstrate som er om lag ½ prosentpoeng lavere.

Med en produktivitetsvekst på vel halvparten av BNP-veksten i Fastlands-Norge vil sysselsettingen ventelig stige med 1 prosent i 1995 og deretter rundt ¼ prosent pr. år. En slik økning i sysselsettingen vil erfaringsmessig føre til økt tilbud av arbeid, men den gir også grunnlag for en svak nedgang i AKU-arbeidsledigheten også etter 1995 – anslagsvis fra vel 5 prosent i 1995 til 4¼ prosent i 1998.

Prisstigningen for årene 1996-98 vil ifølge beregningene bli liggende på 2¼ prosent pr. år. Dette er basert på at lønnsveksten i Norge ikke blir sterkere enn at den kostnadmessige konkurranseevnen kan opprettholdes – dvs. ikke overstiger 3½ prosent pr. år.

Fremskrivningene beskriver dermed et bilde hvor norsk økonomi, etter den sterke oppgangen i inneværende år, kommer inn i en balansert utvikling med en mer moderat vekst. Den økonomiske veksten blir noe svakere enn hos våre handelspartnere. Dette har sammenheng med to forhold. For det første kan det se ut til at norsk økonomi vil passere konjunkturtoppen på et tidligere tidspunkt enn våre handelspartnere i og med den sterke veksten i 1994. De viktigste handelspartnerne er kommet en god del kortere i sitt konjunkturforløp. For det andre vil det lavere nivået på oljeinvesteringene trekke ned etterspørselen i Norge.

Usikkerheten i beregningene

Usikkerheten i denne typen makroøkonomiske fremskrivninger vil alltid være stor, og usikkerheten øker jo lenger fram i tid en går. Som nevnt innledningsvis gir tallsettet i tabell 1 bare ett av mange mulige forløp.

Grovt sett kan vi dele usikkerheten inn i tre kategorier:

- Usikkerhet om utviklingen i forhold vi har liten eller ingen innflytelse over, og da særlig utviklingen i *internasjonal økonomi og oljeprisen*. Endringer i slike forhold er

svært viktige for norsk økonomi. Vi viser til omtalen foran av disse forutsetningene, mens vi i resten av denne rapporten vil konsentrere oss om de andre formene for usikkerhet.

- Usikkerhet om den *økonomiske politikken*, herunder også handelspolitikken og de rammebetingelser norsk næringsliv arbeider innenfor. Selv om EU-avstemningen gav en viktig avklaring i forhold til det siste punktet, er det fortsatt usikkerhet knyttet til hvordan Norges konkurransesituasjon vil være når de viktigste av våre EFTA-partnere slutter seg til EU. Denne typen usikkerhet er også et spørsmål om evnen og viljen til å fatte nødvendige politiske beslutninger. Hovedutfordringene for den økonomiske politikken er tema for siste del av denne rapporten.
- Usikkerhet om *adferden til de økonomiske aktørene* – dvs. husholdningene, bedriftene, arbeidslivets organisasjoner og aktørene i de finansielle markedene. Det modellverktøyet vi har benyttet for å lage fremskrivningene i denne rapporten, er basert på at de økonomiske aktørene oppfører seg på samme måten i årene fremover som de har gjort historisk. Det er det ikke sikkert at de gjør, ikke minst fordi de bør ha lært av de uheldige erfaringene i norsk økonomi – særlig midt på 1980-tallet. Det har dessuten skjedd store strukturelle endringer i norsk økonomi i forhold til den perioden tallfestingen av modellens adferdssammenhenger er basert på. En slik strukturell endring er innfasingen av oljeinntektene og den sterke nedbyggingen av konkurranseutsatt virksomhet som følge av dette. En annen strukturell endring er avreguleringen av bolig- og kredittmarkedene. Vi har i noen grad overstyrt modellen for å ivareta at vi tror at aktørenes adferd er endret i forhold til historien.

Nedenfor vil vi gå nærmere inn på usikkerheten knyttet til anslagene for de viktigste størrelsene i fremskrivningene – lønns- og prisdannelsen, husholdningenes adferd og bedriftenes adferd.

Lønns- og prisdannelsen

Et sentralt siktemål for økonomisk politikk vil ofte være å endre måten økonomien fungerer på. Særlig kan det være behov for dette når det gjelder lønnsdannelsen og arbeidsmarkedet. Både norske og internasjonale erfaringer har vist at det er svært krevende å samtidig få til en lav arbeidsledighet og en lav kostnadsvekst. Spesielt har det vært en tendens til at fallende arbeidsledighet slår ut i økende lønnsvekst. Å unngå en slik utvikling er en hovedutfordring i årene fremover. Fremskrivningene er basert på at myndighetene og partene i arbeidslivet sammen lykkes i å begrense lønnsveksten i årene 1996–98 på en slik måte at den kostnadsmessige konkurranseevnen ikke svekkes.

En slik forutsetning er i tråd med den såkalte hovedkursteorien (også kalt den skandinaviske inflasjonsmodellen), som er basert på at lønnsveksten i Norge på lang sikt blir slik at konkurranseevnen opprettholdes. Med uendret valutakurs, en produktivitetsvekst i Norge som er noe svakere enn hos våre handelspartnere, samt de forutsetningene vi har gjort om lønnsutviklingen hos handelspartnerne, gir dette et tak på 3½ prosent lønnsvekst for årene 1996–98. Denne normen for lønnsveksten er noe lavere enn det vi får om vi legger de historiske erfaringene til grunn, men likevel høyere enn vi har opplevd de siste årene.

Spørsmålet er om det er rimelig å basere seg på en lønnsforutsetning som innebærer uendret konkurranseevne.

Dersom lønnsutviklingen skulle bli mer i tråd med historiske erfaringer, kan lønnsveksten komme opp mot 5 prosent på slutten av perioden. Dette er illustrert i figur 3, som viser lønnsveksten innenfor industri og bygg og anlegg uten overstyring av lønnsrelasjonene i RIMINI-modellen. De økte lønnskostnadene gir i så fall et akkumulert tap av konkurranseevne på 2¼ prosent gjennom perioden.

Det er flere forhold som kan tilsi at det er rimelig å basere seg på at lønnsveksten i årene fremover ikke vil øke slik vi tidligere har sett i oppgangsperioder:

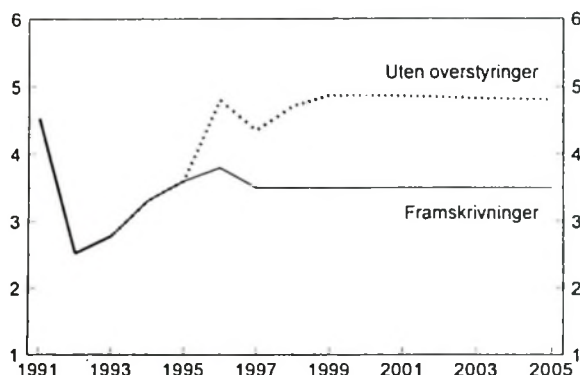
- Arbeidsledigheten er fortsatt stor, og selv med en nedgang i ledighetsraten i årene

fremover vil nivået være betydelig høyere enn under tidligere konjunkturoppganger.

- Det er nå en utbredt forståelse hos arbeidslivets parter for at valutakursen vil bli liggende fast. Aktørene i arbeidsmarkedet må derfor ta hensyn til at høy lønnsvekst fører til svekket konkurranseevne. Høy lønnsvekst fører også til at bedriftene må effektivisere for å overleve, og det blir færre arbeidsplasser igjen.
- Lønnstakerne har erfart gjennom de siste årene at det er mulig å få en god reallønnsutvikling selv om de nominelle tilleggene holdes lave.
- Det var en bred enighet i Sysselsettingsutvalget, hvor både de politiske partier og arbeidslivets organisasjoner var representert, om at lønnsveksten i Norge måtte tilpasses slik at den kostnadsmessige konkurranseevnen gradvis blir styrket. Selv om Sysselsettingsutvalget ikke foreslo noen konkrete endringer i systemet for lønnsdannelse som kunne sikre et slikt resultat, er det rimelig å basere seg på at denne enigheten bidrar til å forplikte partene til å arbeide for at et slikt resultat kan oppnås.
- De erfaringene vi har når det gjelder resultatet av lønnsoppgjørene de siste 20 årene, er kanskje ikke fullt ut relevante for utviklingen fremover. I løpet av denne perioden, som danner grunnlaget for tallfestingen av RIMINI-modellen, ble oljeinntektene tatt inn i norsk økonomi. Konkurransesatt sektor ble dermed bygd ned, bl.a. ved at lønnsveksten i Norge var høyere enn i andre land. Nå har vi tilpasset oss dette, og en videre utvikling i samme retning vil neppe være mulig – i hvert fall ikke i samme omfang.

Andre forhold, som desentraliserte lønnsoppgjør og større trygghet om jobbene når ledigheten faller, trekker i retning av økt lønnsvekst i årene fremover, og det er vanskelig å trekke noen sikre konklusjoner. Hva lønnsveksten blir, vil være avgjørende for hvorvidt det vil være mulig å opprettholde og videreutvikle de konkurransesatte delene av norsk næringsliv. Konsekvensene for den norske prisstigningen blir ikke like dramatiske sett i vårt tidsperspektiv: Med 3½ prosent

Figur 3. Lønnsvekst i industri, bygg og anlegg. Fremskrivning og modellberegning uten overstyring av lønnsrelasjonene. 1991–1998



Den heltrukne linjen viser vårt anslag for lønnsveksten i sektorene industri, bygg og anlegg, mens den stiplede linjen illustrerer hva lønnsveksten kan komme til å bli dersom den blir mer i tråd med historiske erfaringer. For å vise hvilken lønnsvekst RIMINI-modellen gir på lang sikt, har vi forlenget beregningsperioden og lagt til grunn at arbeidsledigheten stabiliserer seg på 4½ prosent.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

lønnsvekst blir prisstigningen om lag 2–2½ prosent årlig i 1996–1998, mens en lønnsvekst stigende opp mot 5 prosent gir en økning i prisstigningen til vel 2½ prosent i 1998.

Lønnsveksten fremover er også kritisk avhengig av de øvrige forutsetninger vi legger til grunn i denne rapporten. Det er flere forhold som kan utløse en tiltakende lønnsvekst i årene fremover. En utdyping av enkelte slike faktorer er gitt i en egen ramme.

Husholdningenes adferd

Den årlige veksten i privat konsum er beregnet til vel 1¼ prosent i årene 1996–98, jf. figur 5.1. Dette innebærer en kraftig avdemping i forhold til den sterke forbruksveksten i innværende år og den anslåtte veksten på 2½ prosent neste år.

Det var først og fremst den sterke rentenedgangen gjennom 1993 som gav støtet til den konsumoppgangen vi nå er inne i. Mye av veksten skyldes gjeninnhentingseffekter, blant

Faktorer som kan utløse lønnspress

I denne rammen vil vi se nærmere på noen faktorer som kan tenkes å utløse lønnspress. Formålet er å belyse noe av den usikkerheten som ligger i lønnsutviklingen fremover.

En type usikkerhet er allerede drøftet i teksten til denne rapporten – nemlig om mekanismene for lønnsdannelse har forandret seg i forhold til hva de har vært historisk, jf. figur 3. Her skal vi drøfte tre andre former for usikkerhet, nemlig hvordan lønnsveksten påvirkes av henholdsvis:

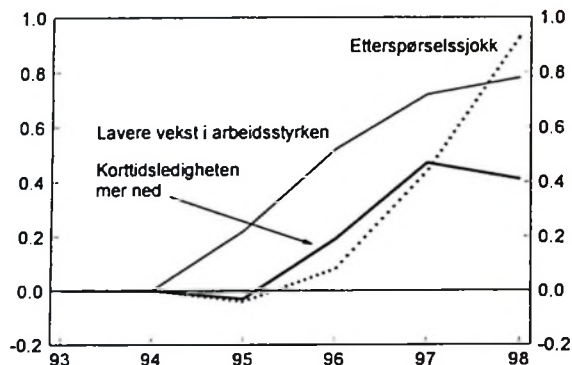
a) *Kraftigere vekst i etterspørselen enn forutsatt i referansebanen.* Her har vi tatt bort de justeringene vi har gjort i RIMINI-modellen av det private forbruket og av husholdningenes låneopptak. Dette leder til en kraftigere oppgang i det private forbruket, særlig i 1995, med en vekst på anslagsvis 4% prosent. Nivået på privat konsum blir ved utgangen av prognoseperioden liggende 4 prosent høyere enn i referansebanen. Husholdningenes lånegjeld øker med over 10 prosent i gjennomsnitt, og lånegjelden er 20 prosent høyere enn i referansebanen i 1998. Dette leder til høyere vekst i bruktboligprisene, og dermed til økt formue i husholdningssektoren. Den stimulerende virkningen høyere formue har på privat konsum fører til at konsumveksten blir betydelig høyere enn inntektsveksten, og spareraten når et bunnpunkt på -3/4 prosent i 1996/1997.

b) *Endringer i forholdet mellom antall korttidsledige og antall langtidsledige.* Her har vi latt hele nedgangen i arbeidsledigheten komme i form av nedgang i antall korttidsledige, definert som personer som har vært arbeidsledige mindre enn et halvt år. Historiske erfaringer viser at endringer i denne typen arbeidsledighet har sterkere virkninger på lønnsveksten enn endringer i langtidsledigheten. Implikasjonen av å la hele nedgangen i ledigheten komme som nedgang i antall korttidsledige er at de langtidsledige skyves ut av arbeidsmarkedet, slik at den reelle arbeidsledigheten blir lavere enn hva den samlede ledighetsraten indikerer. Stramheten på arbeidsmarkedet øker.

c) *Endringer i arbeidstilbudet.* Her har vi forutsatt at veksttaket i arbeidstilbudet er om lag tre fjerdedeler av veksttaket i referansebanen. Arbeidstilbudet blir da redusert med 1 prosent i forhold til referansebanen i 1998. Dette innebærer en reduksjon i arbeidsledighetsraten på 3/4 prosentpoeng i 1998, samtidig som antall personer på arbeidsmarkedstiltak går ned.

Figur 4 oppsummerer virkningen av disse tre sjokkene på lønnsveksten i sektorene industri,

Figur 4 Lønnsvekst i industri, bygg og anlegg. Avvik fra referansebanen i prosentpoeng.



bygg og anlegg. Alle eksperimentene er laget som endringer i forhold til den referansebanen det er redegjort for foran i denne rapporten.

Som det fremgår av figuren er forløpet for lønnsveksten sterkt avhengig av hvilke forutsetninger vi gjør på disse punktene.

Alternativet med kraftigere etterspørselsvekst gir en aksellererende lønnsutvikling, og lønnsveksten ligger nesten 1 prosentpoeng høyere enn i referansebanen i 1998. Den økende lønnsveksten leder til en forverring av konkurranseevnen målt ved relative lønnskostnader pr. produsert enhet. I 1998 er konkurranseevnen 1 1/2 prosent svakere enn i referansebanen, og det er ingen tegn til utflating.

Alternativet med en økning i andelen langtidsledige og en reduksjon i andelen korttidsledige medfører at lønnsveksten ligger rundt 1/2 prosent høyere enn i referansebanen i 1997/1998.

Det tredje alternativet – med lavere vekst i arbeidstilbudet – gir en oppgang i lønnsveksten slik at den blir 3/4 prosent høyere enn i referansebanen i 1997/1998.

Hvor sannsynlige hvert av disse tre utfallene er, er vanskelig å vurdere. De avviker fra den referansebanen Norges Bank legger til grunn, men både myndighetene og partene i arbeidslivet må være forberedt på at dette er utfordringer en kan bli stilt overfor. Felles for de tre alternativene er at de innebærer at den kostnadmessige konkurranseevnen svekkes. Rett nok går arbeidsledigheten ned, men arbeidsplasser som skapes i en situasjon der lønnsveksten er høyere enn det hensynet til konkurranseevnen tillater, kan ikke være av varig karakter. En varig økning i antallet arbeidsplasser krever et forløp der arbeidsledigheten går ned uten at dette utløser et lønnspress som svekker næringslivets konkurranseevne.

annet i form av en kraftig økning i kjøpene av biler og andre varige forbrugsgoder. På samme måte som midt på 1980-tallet har dessuten formueseffekter spilt en viktig rolle. Høyere boligpriser har økt husholdningenes formue, som igjen har skapt grunnlag for at forbruket har kunnet øke sterkere enn husholdningenes inntekter.

Dette har gitt et fall i husholdningenes sparing og særlig i den finansielle sparingen i inneværende år, jf. figur 5.2 og 5.3. Denne utviklingen vil fortsette også i 1995. Ved utgangen av fremskrivningsperioden vil spareraten ligge på knappe 3½ prosent, 2 prosentpoeng lavere enn nivået i 1993.

Usikkerheten i husholdningenes adferd trekker i begge retninger. Momenter som trekker i retning av en lavere konsumvekst og sterkere oppgang i spareraten, er:

- Nivået på husholdningenes sparing er fortsatt lavt i internasjonal sammenheng. Etter den sterke gjeldstilpasningen husholdningene har vært gjennom siden 1987, kan en stille seg noe undrende til hvorfor vi på nytt får en utvikling der spareraten for norske husholdninger faller.
- Realrenten etter skatt er nå vesentlig høyere enn den var på 1970-tallet og tidlig på 1980-tallet da nivået på spareraten lå rundt 5 prosent, og en skulle derfor vente at husholdningene ville ønske et høyere nivå på spareraten i dag enn de fant tilfredsstillende den gangen.
- Husholdningenes nettofinansformue har riktignok økt markert de siste årene, men den er fortsatt ikke vesentlig større enn den var før avreguleringen av kredittmarkedet, jf. figur 5.4. En høyere realrente etter skatt burde tilsi et høyere nivå på den finansielle formuen.

På den annen side er det også momenter som trekker i motsatt retning:

- Husholdningenes kjøp av varige forbrugsgoder øker sterkt både i inneværende år og neste år. Selv om disse godene ofte har mange års levetid, er de definert som konsumvarer og ikke investeringsvarer i nasjonalregnskapet. Figur 5.3 viser at dersom en inkluderer kjøp av varige forbrugsgoder i

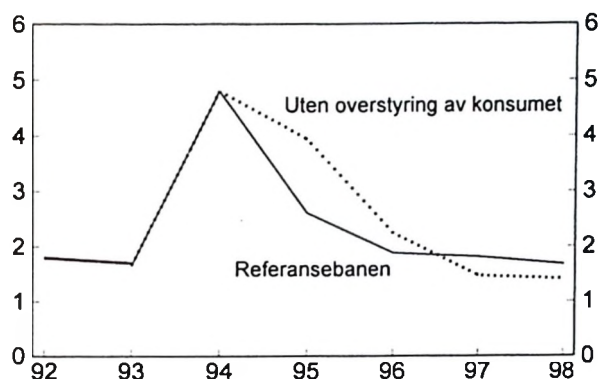
sparebegrepet (og tjenester fra denne kapitalbeholdningen som konsum), ville våre anslag innebære et høyere nivå på sparingen gjennom hele fremskrivningsperioden.

- Vi har allerede lagt inn forholdsvis sterke nedjusteringer av det private konsumet i forhold til hva RIMINI-modellen ville gitt uten overstyring. Dersom konsumatferden utvikler seg i tråd med det en har observert historisk, viser simuleringer på RIMINI et langt kraftigere konjunkturforløp, jf. figur 5.1. Konsumveksten vil i så fall bli om lag 4 prosent i 1995, mens den deretter reduseres markert til 1½ prosent i 1998. Et slikt scenario innebærer at spareraten reduseres til 1¼ prosent i 1995, før den gradvis øker igjen til 2¼ prosent ved utgangen av perioden, jf. figur 5.2.
- I tillegg til nedjusteringer av konsumveksten, har vi også nedjustert utlånsvæksten til husholdningene i forhold til hva RIMINI ville ha gitt. Kredittexpansjonen på 1980-tallet var i stor grad basert på forventninger om verdiøkninger på boligkapitalen. Da konjunkturtilbakeslaget kom, og boligprisene falt, satt husholdningene med en betydelig større gjeld enn de ønsket. Vi har lagt til grunn at både husholdninger og banker har lært av feilene som ble begått den gangen. På den annen side kan en ikke helt utelukke at historien i noen grad vil gjenta seg – og i så fall vil både boligprisoppgangen, utlånsvæksten og spareratefallet kunne bli sterkere enn våre anslag peker mot.
- Vi har basert oss på at realprisen på brukte boliger vil være uendret i perioden 1996 til 1998, etter en reell oppgang på vel 11 prosent i år og knappe 5 prosent neste år. Dette innebærer at realprisene blir liggende betydelig lavere enn før de begynte å falle i 1988. En kan ikke utelukke at realprisen på boliger vil fortsette å øke også etter 1995. I så fall trekker det i retning av en sterkere vekst i privat konsum i årene fremover enn vi har lagt til grunn her.

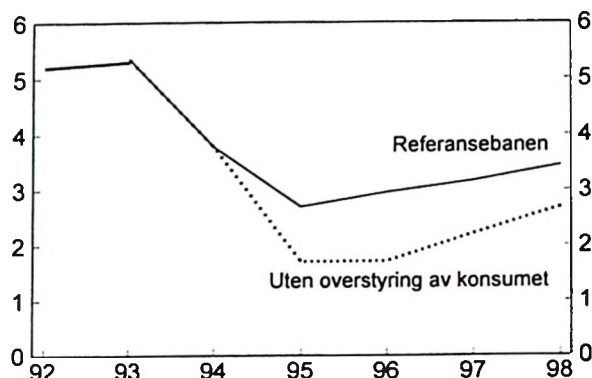
Gjennom perioden 1996 til 1998 er det lønnsveksten som bidrar klart sterkest til veksten i husholdningenes realdisponible inntekt. I snitt vil lønnsinntektene bidra til å øke husholdningenes disponible realinntekt med vel

Figur 5. Husholdningenes tilpasning

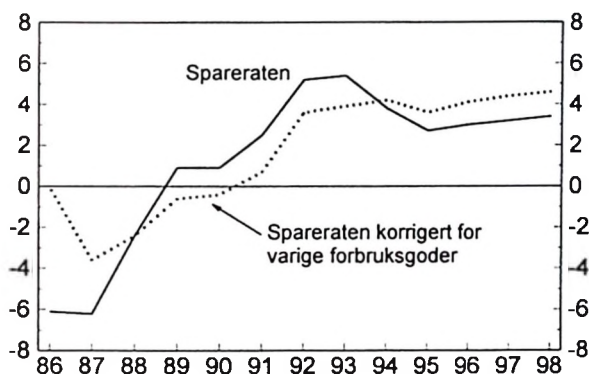
5.1. Privat konsum. Prosentvis vekst.



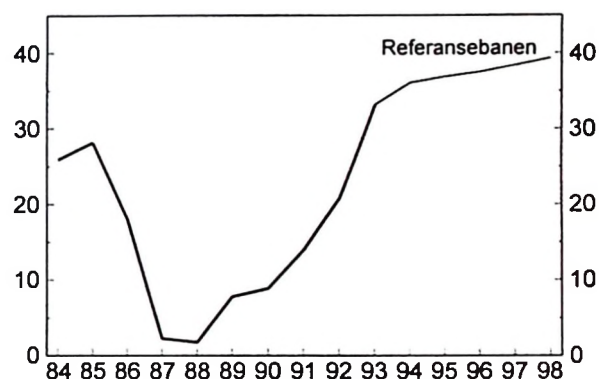
5.2. Spareraten. Husholdningenes sparing som andel av disponibel inntekt. Prosent.



5.3. Husholdningenes sparing korrigert for varige forbruksgoder i prosent av disponibel inntekt.



5.4. Nettofinansformue i prosent av disponibel inntekt.



Etter en kraftig oppgang i privat konsum i 1994, avtar veksten til vel 1% prosent årlig fra 1996. Dersom konsumfunksjonen i modellen ikke overstyres, blir forbruksveksten høyere i begynnelsen av fremskrivningsperioden og lavere mot slutten av perioden (fig. 5.1). Dette reflekteres i spareraten, som faller kraftigere dersom konsumet ikke overstyres, for så å stige mer mot slutten av fremskrivningsperioden (fig. 5.2). I figur 5.3 har vi korrigert referansebanens sparerate, slik at vi får tatt hensyn til at en del av det som i Nasjonalregnskapet blir registrert som privat konsum mer har karakter av å være investeringer. Regnet på denne måten øker spareraten fra 1994 til 1998. Figur 5.4 viser at etter flere år med markert vekst, vil husholdningenes netto finansformue i prosent av disponibel inntekt bare øke svakt i fremskrivningsperioden.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

1½ prosent årlig. Husholdningenes netto renteutgifter vil trolig holde seg om lag uendret gjennom perioden. Samlet innebærer anslagene en vekst i husholdningenes realdisponible inntekt på 2 prosent i årlig gjennomsnitt for 1996-98.

Vi legger også til grunn at den kraftige veksten i boliginvesteringene i år og neste år avtar. Den gjennomsnittlige veksten i boliginvesteringene i fremskrivningsperioden anslås til 5 prosent. Med en viss økning i gjennom-

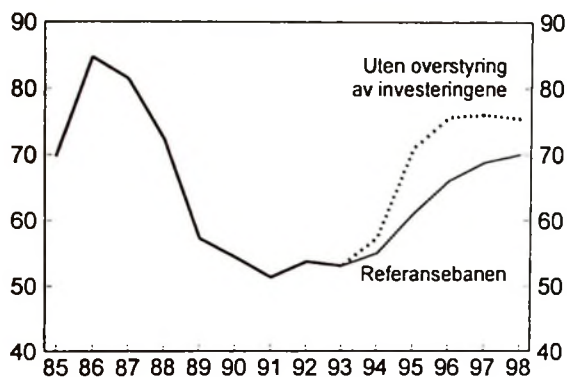
snittlig kvadratmeterstørrelse innebærer dette at det blir igangsatt omkring 23 000 boliger i 1998. I 1986, da byggeaktiviteten sist var på sitt høyeste, ble det igangsatt 29 000 boliger.

Bedriftenes adferd

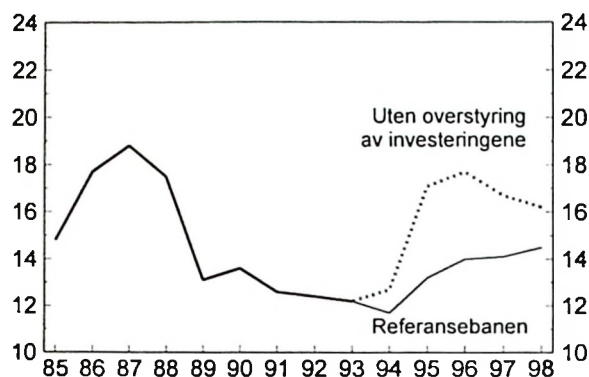
Resultatet av EU-avstemningen innebærer at en viktig rammebetingelse for norsk næringsliv nå er avklart, men det vil fortsatt være

Figur 6. Bedriftenes tilpasning

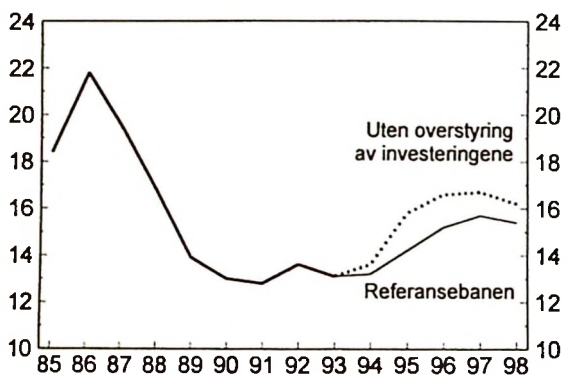
6.1. Investeringer i bedriftene i Fastlands-Norge. Milliarder 1991-kroner.



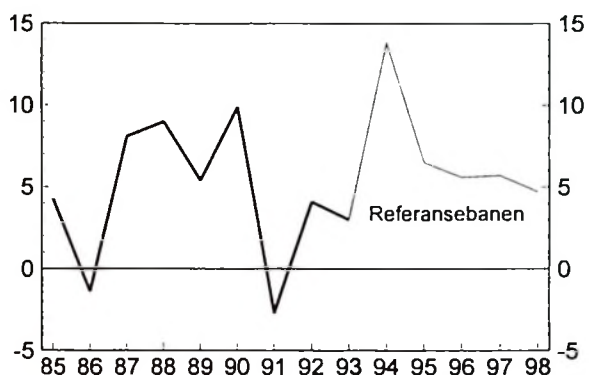
6.2. Investeringsrater innen industri, bygg og anlegg. Prosent.



6.3. Investeringsrater innen privat tjenesteyting og varehandel. Prosent.



6.4. Eksportvekst, tradisjonelle varer. Prosent.



Selv uten overstyring av modellens investeringsrelasjoner, kommer ikke realinvesteringene i bedriftene i Fastlands-Norge opp på det høye nivået fra midt på 1980-tallet. Det lavere investeringsnivået i forhold til forrige konjunkturtopp gir seg også utslag i at investeringene som andel av bruttoproduktet blir lavere. Dette gjelder spesielt i privat tjenesteyting og varehandel, der det var stor grad av overinvesteringer midt på 1980-tallet, jf. figur 6.3. Etter en kraftig vekst i tradisjonell eksport, jf. figur 6.4, får vi en stabilisering av veksten rundt 5 prosent i resten av framskrivningsperioden. Dette reflekterer den internasjonale konjunkturoppgangen vi nå er inne i og som går over i en langvarig, stabil vekstfase. Vekstratene er derfor lavere enn midt på 1980-tallet.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

usikkerhet knyttet til vår konkurransesituasjon når flertallet av våre EFTA-partnere slutter seg til EU. Det ligger en fare for at vårt valg om å stå utenfor EU kan gi uheldige lokaliseringseffekter på investeringene over tid, og dermed føre til lavere norsk produksjon, særlig til eksportmarkedene, enn vi ellers ville ha fått. I utgangspunktet skulle bestemmelsene i EØS-avtalen være tilstrekkelig for å sikre fri markedsadgang til de europeiske markedene for de fleste norske produkter, men det er et åpent spørsmål om næringslivet vil oppfatte EØS-avtalen som en tilstrekkelig garanti for

en like god markedsadgang som landene innenfor EU har.

En må trolig regne med en negativ lokaliseringseffekt som følge av beslutningen om at Norge blir stående utenfor EU. Dette gir lavere investeringer og etter hvert også lavere eksport enn vi ellers ville ha fått. Styrken i denne effekten er usikker. På kort sikt vil utslagene neppe bli svært store, fordi norsk industri er så råvarebasert. Den type industri som vil kunne få det vanskeligere, er virksomhet som ikke er basert på Norges naturlige fortrinn – i form av råvarer eller lave energipriser

– men som driver med videreforedling. Denne typen virksomhet har vi relativt lite av i Norge sammenlignet med andre land, og utfordringen fram mot århundreskiftet er nettopp å legge forholdene til rette for at slik virksomhet kan vokse også hos oss.

Til tross for de langsiktige uheldige effektene på lokaliseringsbeslutningene som følger av at Norge valgte å stå utenfor EU, vil vi trolig de nærmeste par årene få en relativt sterk investeringsoppgang i bedriftene i fastlandsøkonomien, jf. figur 6.1-6.4. Oppgangen er imidlertid i stor grad knyttet til enkelte store prosjekter – metanolanlegget på Tjeldbergodden, en utbygging på Rafnes, en oppgang i investeringene i treforedlingssektoren og investeringer knyttet til utbyggingen av hovedflyplassen på Gardermoen.

Norsk eksport er som nevnt i stor grad råvarebasert og får tradisjonelt leveranser tidlig i en internasjonal konjunkturoppgang. Etter hvert som konjunkturoppgangen hos handelspartnerne når toppen og flater ut, er vi avhengige av å opprettholde konkurranseevnen for ikke å tape eksportmarkedsandeler. Med vår forutsetning om lønnsveksten antar vi at dette lykkes, og vi venter en vekst i tradisjonell vareeksport på vel 5 prosent pr. år i perioden 1996–98 (jf. figur 6.4)

Innenfor alle sektorene i næringslivet har investeringsaktiviteten de siste årene vært relativt lav. Siden forrige konjunkturoppgang er investeringene kraftig redusert, og har de siste årene for en stor del bestått av erstatningsinvesteringer. Investeringsraten (investeringene som andel av bruttoproduktet) ligger nå på et vesentlig lavere nivå enn på 70- og 80-tallet, og det er grunn til å anta at konjunkturoppgangen vil gi behov for kapasitetsutvidelse også ut over de store prosjektene som er nevnt over. Etter 1996 vil imidlertid investeringsveksten avta, slik at det blir beskjeden vekst i slutten av perioden. Det er i denne fasen at usikkerheten knyttet til konsekvensene av vårt valg om å stå utenfor EU vil være størst.

Den historiske erfaringen tilsier en kraftig investeringsvekst i en konjunkturoppgang og lavere vekst i den påfølgende nedgangen, jf. figur 6.1 hvor det vises hva fri simulering av investeringsrelasjonene i RIMINI ville gitt. Under forrige konjunkturoppgang var det

imidlertid en betydelig grad av overinvestering. Vi legger derfor til grunn at bedriftene har lært fra forrige konjunkturoppgang og nå er mer forsiktige i sine investeringsbeslutninger. Ut fra dette venter vi at investeringsveksten i år og neste år blir noe mindre enn den historiske erfaringen tyder på, men også at vi får en mindre markert nedgang i investeringsveksten i perioden 1996-98. Utviklingen i investeringsratene i industri og bygg og anlegg, samt for tjenesteyting og varehandel, er illustrert i figurene 6.2 og 6.3.

Utenriksøkonomien

Utviklingen i utenriksøkonomien i årene etter 1995 vil gjenspeile to forhold. Dels vil etter-spørseffekten fra den internasjonale konjunkturoppgangen avta, og dels vil verdien av oljeeksporten øke. I gjennomsnitt ventes overskuddet å holde seg rundt 1995-nivået på vel 35 milliarder kroner. En svekkelse av den tradisjonelle varebalansen på 13 milliarder kroner motsvares av økte oljeinntekter og en bedring av rente- og stønadsbalansen.

Driftsbalansen er svært følsom for nivået på oljeprisen. Dersom oljeprisen blir 10 kroner lavere pr. fat enn vi har basert oss på, vil driftsbalansen overfor utlandet svekkes med om lag 10 milliarder kroner pr år gjennom fremskrivningsperioden.

Driftsbalansen i slutten av perioden er vesentlig lavere enn anslaget i Penger og

*Tabell 2. Komponenter på driftsbalansen.
Milliarder kroner*

	1994	1995	1998
Eksport	339	366	419
Olje og gass	107	117	124
Tradisjonelle varer	131	146	182
Import	290	307	361
Tradisjonelle varer	184	198	247
Eksportoverskudd	49	60	58
Tradisjonell varebalanse	-53	-52	-65
Rente- og stønadsbalanse	-26	-24	-21
Driftsbalansen	23	36	37
Nettogjeld til utlandet pr. 31.12 ¹⁾ i prosent av BNP	6	2	-10

¹⁾ Ved beregning av nettogjeld overfor utlandet er det tatt hensyn til omvurderinger på grunn av valutakursendringer. Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn uendrede valutakurser fra begynnelsen av desember 1994 og ut 1998.

Tabell 3. Finansinvesteringer etter sektor.
Milliarder kroner

	1993	1994	1995	1996-1998 ¹⁾
Offentlig sektor ¹⁾	- 15	- 6	9	8
Finansinstitusjoner	12	11	12	13
Husholdninger	25	23	10	11
Olje og sjøfart	- 5	5	7	6
Øvrige foretak ²⁾	-10	-10	-2	-2
Totalt	17	23	36	36

1) Inklusive Norges Bank.

2) Inklusive statistiske avvik.

3) Årlig gjennomsnitt.

Kreditt 2/94. Dette skyldes dels lavere anslag for oljeeksporten og dels at vi nå har høyere importvekst. Den gjennomsnittlige veksten i import av tradisjonelle varer ventes å ligge rundt 5½ prosent i 1996-98, mens total import vokser med 3¼ prosent i snitt.

Overskuddene på driftsbalansen vil motsvares av en tilsvarende kapitalutgang. I første del av fremskrivningsperioden vil oljesektoren, og i noen grad utenriks sjøfart, stå for hovedtyngden av denne kapitalutgangen. Med utsikter til en markert reduksjon i kapitalutgangen fra oljesektoren fra 1997, vil fastlandsforetakenes nettoinvesteringer i utlandet måtte øke.

Overskuddet på driftsbalansen tilsvarer summen av det finansielle overskuddet i hver av de innenlandske sektorene i Norge. Tabell 3 viser hvordan finansinvesteringene fordeler seg på sektorene. Det er først og fremst husholdningene og finansinstitusjonene som har positive finansinvesteringer.

Statsfinansene

Utviklingen i statsfinansene i andre halvdel av 1990-tallet påvirkes særlig av den sterke konjunkturoppgangen i år og neste år, i tillegg til en betydelig økning i statens netto oljeinntekter fremover. Våre anslag bygger på den finanspolitiske linjen som ble presentert i Nasjonalbudsjettet og Salderingsproposisjonen for 1995, og vi har ikke lagt til grunn andre diskresjonære tiltak enn de som ble foreslått for 1995.

Statens underskudd før lånetransaksjoner bedres fra 31 milliarder i år til 11 milliarder neste år, og går mot balanse i 1998. For

offentlig sektor samlet, når kapitalinnskuddene holdes utenfor, snus et underskudd på 0,9 prosent av BNP i år til et overskudd på 0,8 prosent neste år. Overskuddet vil deretter øke svakt ut fremskrivningsperioden.

Det er den sterke konjunkturoppgangen vi nå er inne i som først og fremst gir den klare bedringen i budsjettunderskuddene. Høy sysselsetting og høy etterspørsel øker skatteinntektene, samtidig som utgifter til dagpenger og arbeidsmarkedstiltak reduseres. For årene etter 1995 er derimot utviklingen mindre positiv. Den mer moderate BNP-veksten mot slutten av perioden bidrar isolert sett til å svekke statsfinansene, og det oljekorrigerede underskuddet svekkes med 6 milliarder fra 1995 til 1998.

Økende inntekter fra petroleumsvirksomheten bidrar også markert til bedringen i statsfinansene gjennom perioden. Basert på Salderingsproposisjonens tall for oljeinntektene, vil statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten øke fra 27 milliarder kroner i år til rundt 50 milliarder kroner i 1998. Dersom oljeprisen faller med 10 kroner pr fat i forhold til de forutsetningene vi har lagt til grunn, vil dette svekke statsfinansene med om lag 6 milliarder kroner.

Politikkutfordringer

Sammenliknet med andre land er norsk økonomi nå i en gunstig situasjon: Lønns- og prisstigningen er lav, vi har overskudd i utenriksøkonomien, de offentlige budsjettene er i bedring og arbeidsledigheten er på vei ned. Utfordringen består i at denne utviklingen får fortsette.

Dette stiller krav både til partene i arbeidslivet og til den økonomiske politikken.

Den sterke oljeavhengigheten i norsk økonomi bidrar til at disse kravene skjerpes. Oljeavhengigheten kommer til uttrykk på to måter:

- Oppbyggingen av petroleumsaktiviteten i Nordsjøen har gitt sterke direkte etterspørselsimpulser til norsk økonomi. Når investeringsaktiviteten trappes ned i årene fremover, vil disse impulsene ikke bare bortfalle, men bidra til en negativ etterspørselsvekst, jf. figur 2 foran i denne rapporten.

- Statens inntekter fra oljevirkomheten vil fortsette å øke de nærmeste fem årene, men rundt år 2000 vil de begynne å gå ned. Dette vil skje samtidig som statens pensjonsforpliktelser gjennom folketrygden medfører en kraftig svekkelse av statsbudsjettet, jf. figur 7.

De siste årene har vi ikke bare tilpasset oss høye eksportinntekter fra olje og gass. Vi har også tilpasset oss stadig økende investeringsomfang i petroleumssektoren. I fjor var disse investeringene om lag like store som de samlede investeringene i øvrig næringsvirksomhet i fastlandsøkonomien.

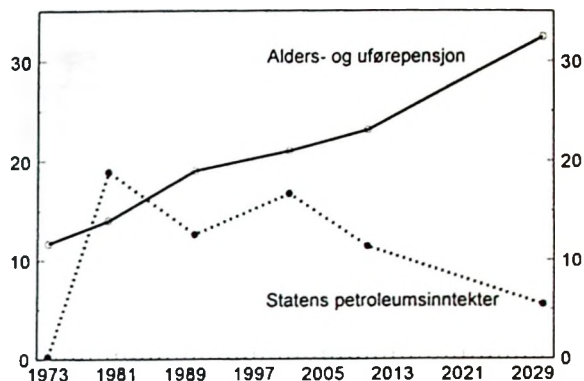
Opptrappingen av oljeinvesteringene har hatt stor betydning for etterspørselen i norsk økonomi og bidratt til vekst og sysselsetting også i næringer utover dem som er direkte berørt. Utfordringen vi står overfor er at denne etterspørselsveksten naturlig nok ikke vil utgjøre noen permanent del av den samlede etterspørselen. Problemet er at disse investeringene ikke bare vil stoppe å vokse, men de vil falle – til dels meget kraftig. Dette fallet starter allerede mot slutten av tiåret. Nå er det riktignok stor usikkerhet knyttet til utviklingen i oljeinvesteringene – historisk er slike anslag stadig blitt oppjustert. Selv om leveranser i form av vareinnsats til virksomheten i Nordsjøen vil utgjøre et mer stabilt element i etterspørselsbildet, vil likevel oljeinvesteringene før eller senere måtte falle forholdsvis kraftig.

Det er fare for at nedtrappingen av petroleumsinvesteringene vil lede til en svakere økonomisk utvikling i Norge enn hos våre handelspartnere. Dersom en skal unngå dette, er vi avhengig av at de negative etterspørselsimpulsene fra petroleumsinvesteringene motvirkes av økning i annen etterspørsel. Å få til dette er en meget krevende oppgave.

Det økende gapet mellom statens forpliktelser og statens inntekter, slik det fremgår av figur 7, gjør at en ikke kan basere seg på at disse negative etterspørselsimpulsene vil kunne motvirkes av ekspansiv finanspolitikk. Tvert i mot må det offentlige systematisk styrke sine finanser for å kunne møte de store forpliktelser som vi vet følger av folketrygdens utgifter til eldre og uføre.

Veksten i norsk økonomi i årene fremover

Figur 7. Statens petroleumsinntekter og statens utgifter til eldre og uføre



Statens forpliktelser til alders- og uførepensjoner øker fra om lag 20 prosent av samlet lønnssum i år til over 30 prosent i år 2030. Dette gjenspeiler at det i årene fremover vil være færre yrkesaktive til å bære trygdeutgiftene. Figuren viser også at statens petroleumsinntekter ikke er tilstrekkelige til å møte utgiftsveksten. Tallene er hentet fra Langtidsprogrammet for 1994-97. Anslagene for oljeproduksjonen er siden oppjustert, mens oljeprisen er nedjustert. For statens inntekter vil imidlertid disse effektene i stor grad motvirke hverandre.

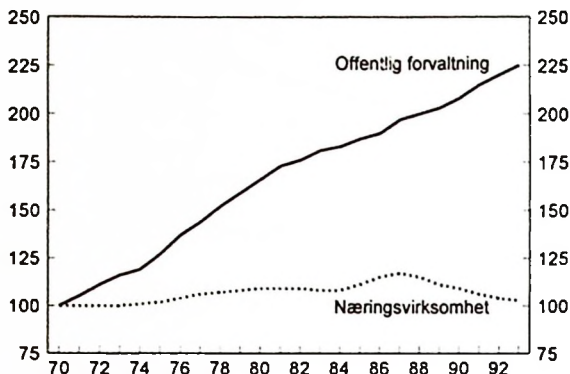
Kilde: Regjeringens langtidsprogram.

vil derfor måtte baseres på en videre oppgang i næringsvirksomheten i fastlandsøkonomien. Skal dette være mulig, krever det at norske bedrifter i det minste klarer å opprettholde sine markedsandeler både på hjemme- og utemarkedene. Helst bør de øke sine markedsandeler, slik at næringsvirksomheten i fastlandsøkonomien kan ekspandere i en takt som gjør at de kan erstatte etterspørselsimpulsene som faller bort som følge av lavere petroleumsinvesteringer.

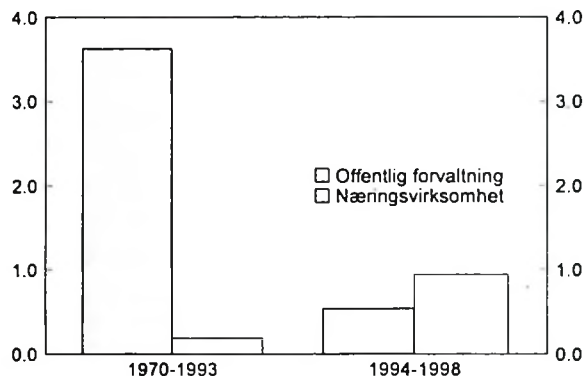
Fra 1970 og fram til i dag er det i all hovedsak offentlig sysselsetting som har økt i Norge, jf. figur 8. Offentlig sysselsetting er mer enn fordoblet over denne perioden, mens sysselsettingen i privat næringsvirksomhet er på om lag samme nivå som i 1970. I årene fremover kan vi ikke basere oss på en slik utvikling. De neste fem årene må det skapes minst like mange arbeidsplasser i privat næringsvirksomhet som i de foregående 25 årene. Får vi ikke til dette, vil arbeidsledigheten i Norge øke i stedet for å gradvis gå ned.

Figur 8. Sysselsetting i privat og offentlig sektor

8a. Sysselsetting i privat og offentlig sektor. 1970–1993. Indeks, 1970=100.



8b. Sysselsetting i privat og offentlig sektor. Gjennomsnittlige vekstrater.



Siden 1970 er sysselsettingen i offentlig sektor mer enn fordoblet, mens sysselsettingen i privat næringsvirksomhet bare har økt med 3 prosent i perioden sett under ett (fig. 8.a). Vi kan ikke lenger basere oss på en slik utvikling, og de kommende årene må vi få til en sterkere vekst i privat næringsvirksomhet (fig. 8b). Lykkes vi ikke med dette, vil vi heller ikke lykkes med å få ned arbeidsledigheten.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Den kraftige konjunkturoppgangen vi nå er inne i, gir oss muligheter til å legge et godt grunnlag for varig vekst i norsk økonomi. Dette krever at sysselsettingsoppgangen og nedgangen i arbeidsledigheten ikke får slå ut i tiltakende lønnsvekst.

Vi har imidlertid dårlige erfaringer med å oppnå dette i Norge. Tidligere konjunkturoppganger har skapt en overopphetet økonomi med høy lønns- og prisvekst, som har gjort påfølgende nedganger enda vanskeligere. Nå blir utfordringen å trekke lærdom både av våre egne og andre lands erfaringer og utnytte den muligheten vi har.

Utfordringene er særlig knyttet til følgende tre forhold:

- Finanspolitikken må innrettes slik at den ikke bidrar til at oppgangen blir for sterk, slik vi så under forrige konjunkturoppgang midt på 1980-tallet. Situasjonen gir nå mulighet til å bringe de offentlige finansene tilbake i overskudd uten at veksten i økonomien kveles. I Salderingsproposisjonen er det finanspolitiske opplegget for 1995 justert i en slik retning, og det fremmes forslag om tilstramninger tilsvarende ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge. Dette kommer i tillegg til de tilstramninger som

ble foreslått i Nasjonalbudsjettet. Den største risikoen er likevel at den finanspolitiske tilstramningen ikke går langt nok, i lys av den sterke oppgangen norsk økonomi nå er inne i. En stram finanspolitikk er også nødvendig for å sikre tilliten til norsk økonomi, slik at en kan unngå en unødig ekstrakostnad på rentesiden for norsk næringsliv og for norske husholdninger. Tilstramningen må dessuten følges opp av en systematisk styrking av budsjettet også i årene fremover, for å gjøre de norske statsfinansene mer robuste overfor nedgang i oljeinntekter og økende utgifter til folketrygden.

- Partene i arbeidslivet må ta et ansvar for at redusert arbeidsledighet ikke gir økt lønnsvekst. Erfaringsmessig vet vi at lavere arbeidsledighet bidrar til større press i arbeidsmarkedet. Ledigheten er imidlertid fortsatt på et høyere nivå enn under tidligere konjunkturoppganger, noe som burde bidra til svakere lønnspress. Lønnstakerne har dessuten de siste årene fått erfaring for at moderat nominell lønnsutvikling sammen med lav prisstigning har gitt god utvikling i kjøpekraften.
- Myndighetene må sørge for at arbeidsmarkedet er i stand til å møte økt etterspørsel etter arbeidskraft. En må derfor sikte mot å

avvikle strukturer som hindrer folk i å komme inn i arbeidsmarkedet. Det har ofte vært fokusert på at rammeverket i arbeidsmarkedet kan bidra til at bedrifter er avventende med å ansette personer fordi det i en usikker periode medfører en varig kostnadsøkning. En innstramning i mulighetene for midlertidige ansettelser kan være et eksempel på dette. Myndighetene må også sørge for at de midlertidige arbeidsmarkedstiltakene som er satt inn de siste årene trappes ned, slik at de ikke blir en permanent del av arbeidsmarkedet.

At Norge valgte å stå utenfor EU, bidrar til å forsterke de kravene som må stilles både til den økonomiske politikken og til partene i arbeidslivet i årene fremover. Det vil trolig bli krevende å unngå negative lokaliseringseffekter som følge av at næringslivet oppfatter sin markedsadgang som svakere utenfor EU enn den ville vært innenfor. Dette må motvirkes ved at konkurransevilkårene for norsk næringsliv bedres på andre måter – dels ved lavere lønnsvekst enn våre konkurrentland, og dels ved en målrettet økonomisk politikk for å styrke vilkårene for næringsvirksomhet i Norge.

For å styrke tilliten til norsk økonomi og for å understreke at den økonomiske politikken også utenfor EU vil bli gitt en langsiktig og ansvarlig innretning, har Regjeringen i Salderingsproposisjonen fremmet forslag både om tilstramning i statsbudsjettet og en egen næringslivspakke. Tilstramningen fører til en reell nedgang i statsbudsjettets utgifter, men samtidig foreslås det også en økning i momsen. Det er viktig at den demping av kjøpekraften som momsøkningen innebærer ikke motvirkes av økte lønnskrav, og at næringslivspakken går til en langsiktig styrking av bedriftenes konkurranseevne.

Siden 1986 har en stabil valutakurs vært en hjørnestein i norsk økonomisk politikk. Dette må legges til grunn også i årene fremover, noe som er like viktig utenfor EU som det ville vært innenfor. En slik linje er en forutsetning både for vekst i næringslivet og for at det skal være mulig å få til en utvikling der norske renter ikke avviker unødig mye fra rentenivået i de øvrige europeiske land. En grunnleggende forutsetning for å kunne oppnå dette er en pris- og kostnadsvekst som ligger lavere, og i hvert fall ikke høyere, enn de øvrige europeiske land.



Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner

1 Oversikt

Utviklingen i de internasjonale pengemarkedene det siste kvartalet har vært preget av at flere sentralbanker har hevet signalrentene. Økningen i de amerikanske, engelske og svenske signalrentene ble ledsaget av generell renteøkning i pengemarkedet, mens de korte pengemarkedsrentene i ERM-landene og Japan stort sett har holdt seg uendret. Dollaren nådde sin laveste historiske notering mot yen i oktober, før så å styrke seg igjen i andre halvdel av november. I Europa har valutaene i «kjernelandene i ERM» vært stabile, mens italienske lire har svekket seg noe og engelske pund styrket seg noe overfor tyske mark.

Det norske valutamarkedet har det siste kvartalet vært preget av noe større fluktasjoner enn tidligere i år, og Norges Bank har intervenert med både kjøp og salg av valuta for å motvirke kursutslag. Norges Banks signalrenter har vært uendrede. Utviklingen i pengemarkedsrentene avspeilte i stor grad utviklingen i valutamarkedet, med en markert renteoppgang både i september og november. Selv om Norges Bank ved enkelte anledninger strammet til likviditeten, var perioden fra begynnelsen av september til begynnelsen av desember gjennomgående preget av relativt romslig likviditet.

Etter en kraftig renteøkning i september var rentene på norske statsobligasjoner i begynnelsen av desember om lag tilbake på det samme nivået som i begynnelsen av perioden. Avkastningskurven er fortsatt stigende, men vesentlig flatere enn i begynnelsen av september. Omsetningen av obligasjoner i perioden september – november er sterkt redusert både sammenlignet med tidligere i år og sammenlignet med samme periode i fjor. Også omfanget av obligasjonsutstedelser har gått betydelig ned de siste månedene.

Publikums innenlandske bruttogjeld (K1) fortsatte å øke også fram til utgangen av okto-

ber. Det er særlig utlån fra de private kredittinstitusjonene som har bidratt til veksten i det innenlandske kredittvolumet. Publikums bruttogjeld til utlandet (K2) gikk ned de siste 12 månedene fram til utgangen av september. Publikums samlede bruttogjeld (K3) økte. Publikums likviditet (beholdning av sedler, mynt og bankinnskudd, M2) økte sterkt fram til utgangen av oktober. Rentenedgangen på utlån til publikum ser ut til å ha stoppet opp, mens innskuddsrentene økte fra utgangen av juni til utgangen av september.

I bankene fortsatte den sterke reduksjonen i tap på utlån inn i 3. kvartal. I forretningsbankene var nedgangen i bokførte tap betydelig større enn kurstapet på verdipapirbeholdningen, og driftsresultatet etter tap ble forbedret fra 1,3 milliarder kroner (0,47 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital, GFK) etter 3. kvartal 1993 til 3,6 milliarder kroner (1,31 prosent av GFK) etter 3. kvartal 1994. For sparebankene var imidlertid ikke reduksjonen i tap på utlån tilstrekkelig til å veie opp for betydelige kurstap. Sparebankenes¹⁾ driftsresultat etter tap ble derfor redusert fra 2,9 milliarder kroner (1,91 prosent av GFK) til 1,8 milliarder kroner (1,14 prosent av GFK).

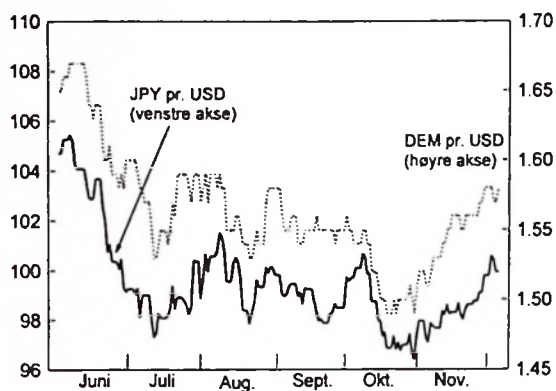
2 De internasjonale penge-, valuta- og kapitalmarkedene

De siste tre månedene har utviklingen i de internasjonale pengemarkedene vært preget av at flere sentralbanker har strammet inn pengepolitikken ved å heve sine signalrenter. Det har samtidig vært en tendens til frikobling mellom amerikanske og tyske obligasjonsrenter ved at de første har økt ytterligere, mens de sistnevnte har falt noe.

I USA økte Federal Reserve både diskonto og federal funds-renten med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng den 15. november til henholdsvis $4\frac{1}{4}$ og $5\frac{1}{2}$

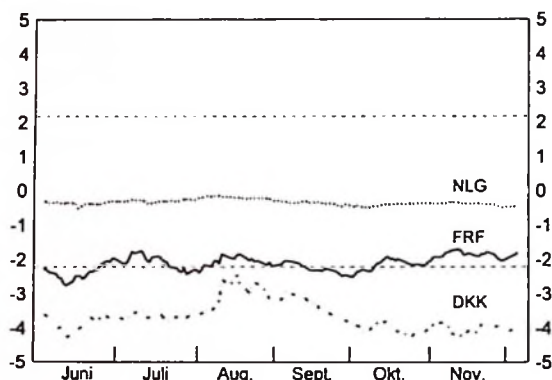
1) De 30 største.

Figur 2.1 Kursutviklingen for hovedvalutaene. Dagstall fra 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



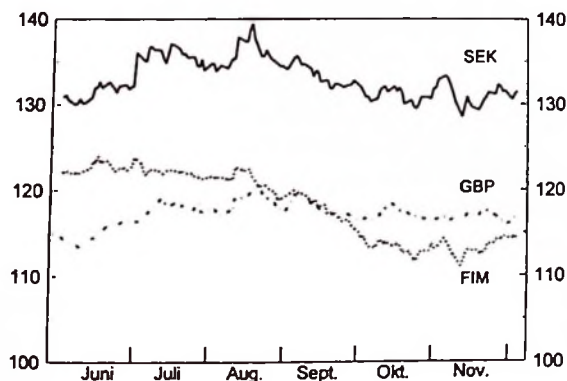
Kilde: Norges Bank

Figur 2.2 Kursutviklingen for noen ERM-valutaer. Prosent avvik fra sentralkursen mot DEM. Dagstall fra 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



Kilde: Norges Bank

Figur 2.3 Kursutviklingen for noen europeiske valutaer utenfor ERM målt mot DEM. 3. januar 1992=100. Dagstall. 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



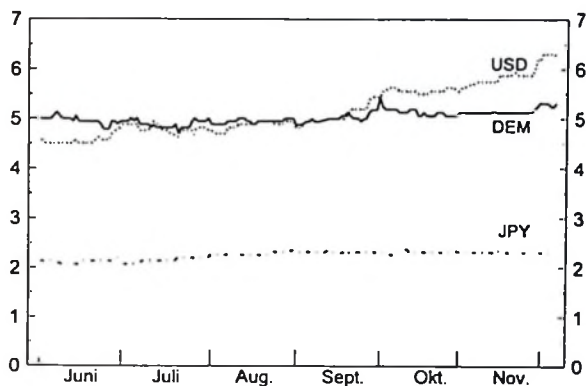
Kilde: Norges Bank

prosent. Både konsum- og produsentprisene har vist meget moderat utvikling hittil i år. Kapasitetsutnyttelsen i økonomien er meget høy, og arbeidsledighetsraten falt i november til 5,6 prosent, mens et ledighetsnivå rundt 5,9–6,0 prosent antas å være forenlig med stabil lønns- og prisutvikling. Federal Reserve har vurdert aktivitetsnivået i økonomien som så høyt at inflasjonen kan øke på ett til to års sikt dersom det ikke blir igangsatt pengepolitiske tiltak som kan motvirke denne utviklingen. Den kraftige oppgangen i de langsiktige rentene de siste 12 månedene kan også antyde at tilstrammingen i pengepolitikken fram til den siste rentehevingen ikke har blitt betraktet som tilstrekkelig for å motvirke eventuelle inflasjonstendenser. Obligasjonsrentene falt imidlertid noe etter den siste rentehevingen, selv om dette også kan skyldes utfallet av kongressvalget og forventninger om strammere finanspolitikk.

Den 7. desember satte *Bank of England* for andre gang denne høsten opp sin viktigste signalrente, base rate, med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng til 6 $\frac{1}{4}$ prosent. Den forrige rentehevingen 12. september, også den på $\frac{1}{2}$ prosentpoeng, kom bare 7 måneder etter at banken satte ned den samme renten med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng. Tilstrammingen i pengepolitikken har kommet til tross for at 12-månedersveksten i konsumprisindeksen eksklusive boligrenter, som regjeringens prismål er knyttet til, viser historisk lave og avtagende vekstrater. Rentehevingene har blitt begrunnet med at den underliggende økonomiske utvikling vil kunne sette målet om å realisere en prisvekst i nedre del av intervallet 1–4 prosent de neste to årene i fare.

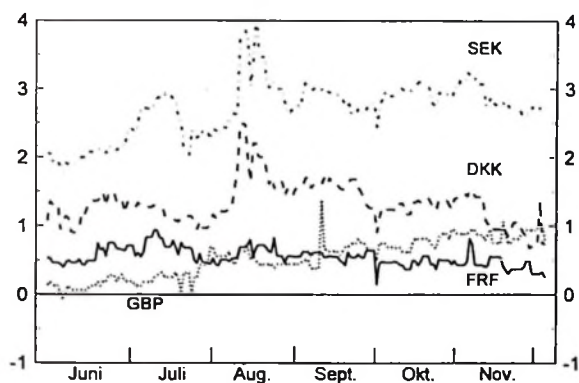
Selv om konsumprisveksten har vært beskjeden, har Riksbanken i *Sverige* siden august satt opp renten på bankens gjenkjøpsavtaler, den såkalte reporenten, tre ganger med til sammen 0,65 prosentpoeng. Tiltakene er begrunnet med faren for tiltakende inflasjon blant annet som følge av den sterke depresieringen av svenske kroner. Kursen på svenske kroner har styrket seg med om lag 5 prosent mot ECU siden bunnivået i august i år, men ligger likevel 25 prosent lavere enn det som var sentralkursen under ECU-tilknytningen. Med den oppgangen eksportindustrien nå er inne i, er det behov for å føre en politikk som

Figur 2.4 Nominelle tremåneders pengemarkedsrenter for hovedvalutaene. Dagstall. 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



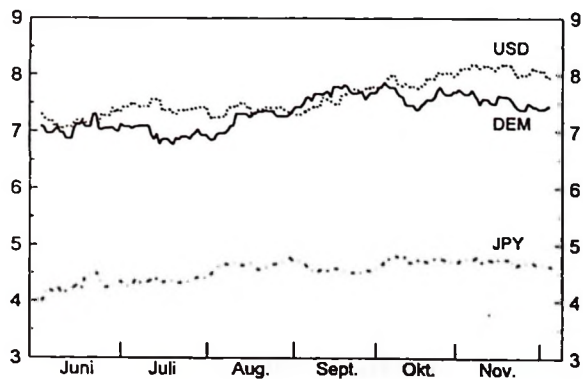
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Rentedifferanser for tremåneders nominelle pengemarkedsrenter mot DEM for noen europeiske valutaer. Dagstall. 1. juni 1994. – 7. desember 1994.



Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Effektive 10-års statsobligasjonsrenter hovedvalutaene. Dagstall. 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



Kilde: Norges Bank

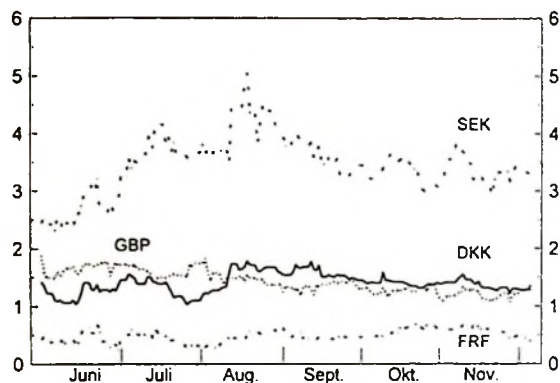
tar sikte på å hindre at lønnsveksten tar seg opp. Utslagene på obligasjonsrenter og valutakurs av økningen i signalrentene har vært vanskelig å identifisere i Sverige, fordi det samtidig både har vært riksdagsvalg og folkeavstemning om EU. Regjeringen har også presentert en finanspolitisk «innstrammingspakke» og en plan for finansiering av EU-kontingenten på 20 milliarder kroner, som skal dekkes uten å øke budsjettunderskuddet.

I ERM-landene og Japan har de kortsiktige pengemarkedsrentene stort sett holdt seg uendret. Til tross for fallende inflasjonsrate og nedgang i pengemengdeveksten, som målt ved M3 var 6,9 prosent i årlig rate fra 4. kvartal 1993 til oktober, har Bundesbank fortsatt å tilby likviditet gjennom gjenkjøpsavtaler (såkalte repoavtaler) til en fast rente på 4,85 prosent. Tre-måneders pengemarkedsrenter har ligget om lag 25–35 basispunkter høyere enn reporenten. De øvrige ERM-landene har grovt sett hatt uendret rentedifferanse mot tyske mark, men med noe avtakende differanse for den danske pengemarkedsrenten. De langsiktige tyske obligasjonsrentene, som i månedsskiftet august/september var høyere enn de tilsvarende amerikanske, har siden midten av september vært lavere enn de amerikanske, og rentedifferansen mellom de to har økt.

Målt mot japanske yen nådde dollaren sin historisk laveste notering i oktober med 96 yen per dollar. I månedsskiftet oktober/november var også kursforholdet til tyske mark det laveste siden den historiske bunnoteringen (på 1,39 mark per dollar) i september 1992. Svekkelsen i dollarkursen må ses i sammenheng med den store ubalansen i handelen mellom Japan og USA; ubalanser som har økt i kjølvannet av den ulike konjunkturutviklingen i USA og Japan, liten fremdrift i handels-samtalene mellom disse landene og frykt for økt inflasjon i USA. Økningen i signalrenten 15. november synes å ha skapt økt tillit til at pengepolitikken vil make å forhindre en merkbar oppgang i inflasjonen, og dollaren styrket seg etter dette. Det skal imidlertid ikke utelukkes at republikanernes seier i kongressvalget også har bidratt til oppgangen i dollarkursen.

I Europa har valutakursene mellom «kjernelandene i ERM», det vil si Tyskland,

Figur 2.7 Rentedifferanse for 10-års statsobligasjonsrenter mot DEM for noen europeiske valutaer. Dagstall. 1. juni 1994 – 7. desember 1994.



Kilde: Norges Bank

Kronologisk oversikt over viktige rentendringer:

- 27. oktober:** Med virkning fra 1. november satte Sveriges Riksbank opp reforenten med 0,20 prosentpoeng til 7,4 prosent.
- 15. november:** Federal Reserve satte opp både diskonto- og federal funds-renten med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng til henholdsvis 4% og 5% prosent.
- 7. desember:** Bank of England satte opp sin viktigste signalrente, base rate, med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng til 6% prosent.
- 13. desember:** Sveriges Riksbank øker reforenten med 0,20 prosentpoeng til 7,6 prosent.

Frankrike, Belgia, Nederland og Danmark vært stabile de siste månedene. Belgiske franc og nederlandske gylden har stort sett holdt seg innenfor de gamle svingningsmarginene på $\pm 2\frac{1}{2}$ prosent mot tyske mark. Franske franc har ligget helt i ytterkant, og tidvis marginalt

utenfor nedre yttergrense. Danske kroner har ligget utenfor de gamle svingningsmarginene og har vært om lag 4 prosent svakere enn den tidligere sentralkursen mot tyske mark. I Italia har den uavklarte politiske situasjonen bidratt til økt usikkerhet om den fremtidige økonomiske politikken, og liren har svekket seg ytterligere den siste måneden. Kursen er nå om lag 28 prosent lavere enn den sentralkursen som gjaldt mot tyske mark før liren ble trukket ut av ERM. Utenfor ERM styrket finske mark seg fram til midten av november, men har siden svekket seg noe igjen, mens svenske kroner har holdt seg om lag uendret siden september. Kursen på britiske pund styrket seg etter rentehevingen i september, noe som kan tyde på økt tillit i markedene til den britiske pengepolitikken.

3 Valuta- og pengemarkedet og Norges Banks operasjoner

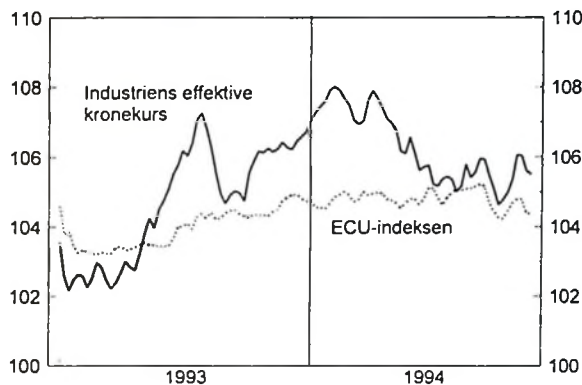
3.1 Valutamarkedet

I perioden fra september til begynnelsen av desember var valutamarkedet preget av større fluktuasjoner enn tidligere i år. Norges Bank har både kjøpt og solgt valuta i perioder for å motvirke store kursutslag. Netto solgte Norges Bank valuta for til sammen 3,1 milliarder kroner i løpet av perioden. Hittil i 1994 har Norges Bank netto solgt valuta for 2,3 milliarder kroner.

Kursen på den norske kronen holdt seg relativt svak, men stabil gjennom hele september. Kronekursen varierte mellom 105,06 og 105,24 mot indeksert ECU, mens gjennomsnittet for indeksen i september var 105,16 og 105,00 i august. I løpet av måneden var det en tendens til at kronekursen svekket seg parallelt med de øvrige skandinaviske valutaene uten å styrke seg tilsvarende når disse valutaene igjen appresierte. Norges Bank gjennomførte ingen intervensjoner i september.

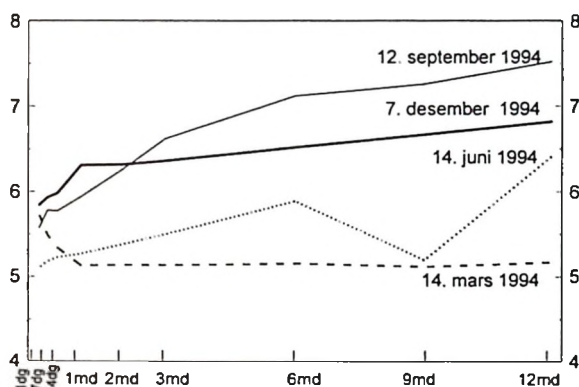
I løpet av oktober appresierte kronen med 0,9 prosent og lå ved utgangen av måneden på 104,22, mens gjennomsnittsverdien for oktober var 104,40. Kronekursen styrket seg markert like før offentliggjøringen av statsbud-

Figur 3.1 Utviklingen i kronekursen målt ved ECU-indeksen og industriens effektive kronekurs.



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Avkastningskurver for Norge. Nominelle pengemarkedsrenter.



Kilde: Norges Bank

sjettet 4. oktober og styrket seg ytterligere noe etter dette. Appresieringen av kronen skyldtes i hovedsak valutainngang fra utlandet. Norske statspapirer ble inkludert i to internasjonale statsobligasjonsindekser fra begynnelsen av oktober, noe som trolig førte til økt etterspørsel etter kroner fra utenlandske investorer. Som følge av den markerte styrkingen av kronen intervenerte Norges Bank i valutamarkedet for første gang siden midten av juli med kjøp av valuta. I alt ble det kjøpt valuta til en verdi tilsvarende 2 milliarder kroner, hvorav mesteparten den 7. oktober.

I november svekket kronekursen seg fra vel 104,2 til ca. 105,0 den 25. november. Den 28.

november – dagen for EU-avstemningen – var indeksen 104,55. Tendensen til svekket kronekurs hadde trolig sammenheng med usikkerheten foran EU-avstemningene i Sverige og Norge og usikkerhet omkring den økonomisk-politiske situasjonen i Norge etter den norske avstemningen. Fram til og med 25. november hadde Norges Bank solgt valuta for til sammen 5,7 milliarder kroner, og midt i måneden ble 2,0 milliarder kroner inndratt fra pengemarkedet ved en valutaswap for å presse opp de korte rentene. Etter folkeavstemningen styrket indeksen seg til 104,2 (1. desember). Norges Bank kunne da kjøpe tilbake noe av den valutaen som var gått ut i november. Den 7. desember var indeksen på 104,3.

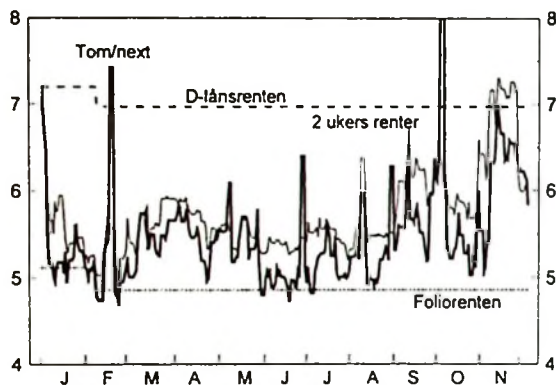
3.2 Pengemarkedet

3.2.1 Renteutviklingen

I løpet av perioden har Norges Bank ikke endret sine signalrenter. Utviklingen i pengemarkedsrentene avspeilte i stor grad utviklingen i valutamarkedet. Rentene steg i perioder med svakere krone, mens de falt i oktober, da kronen styrket seg midlertidig. Gjennomgående var perioden preget av relativt romslig likviditet, jf. omtale nedenfor, selv om Norges Bank enkelte ganger måtte stramme til likviditeten. Renteoppgangen var således i hovedsak drevet av usikkerhet og endrede forventninger blant markedsaktørene.

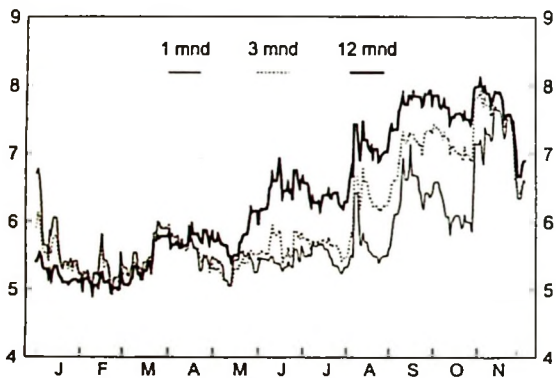
I september steg pengemarkedsrentene betydelig. De lengre pengemarkedsrentene økte alle med om lag ett prosentpoeng, slik at avkastningskurven i eurokronemarkedet nesten ble parallellforskjøvet oppover for løpetider over en måned. Ved utgangen av måneden lå én-, tre- og tolv måneders eurokronerente på henholdsvis 6,4, 7,3 og 7,9 prosent. Også rentene i det innenlandske interbankmarkedet og i statssertifikatmarkedet steg markert. Det meste av renteoppgangen kom i første halvdel av måneden. I midten av september lå de korteste pengemarkedsrentene nærmere taket enn gulvet i båndet mellom Norges Banks foliorente på 4,75 prosent og D-lånsrenten på 6,75 prosent. Differansen mellom norsk tre-måneders eurokronerente og renten på teoretisk ECU økte med 0,9 prosentpoeng i løpet av måneden, til 1,0 prosentpoeng.

Figur 3.3 Utviklingen i de korte pengemarkedsrentene. 1. januar – 7. desember 1994. Effektive renter.



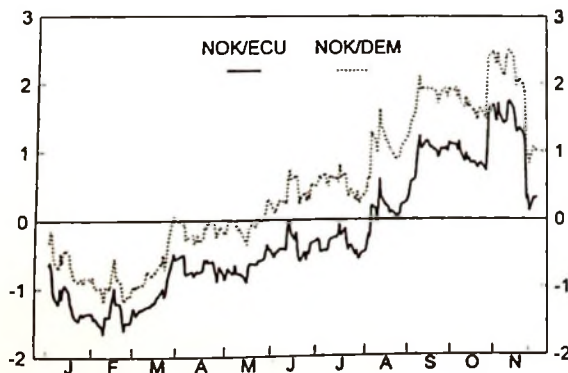
Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Utviklingen i en-, tre- og tolv måneders pengemarkedsrenter. 1. januar – 7. desember 1994. Effektive renter.



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Rentedifferanse for tremåneders pengemarkedsrenter. 1. januar – 7. desember 1994.



Kilde: Norges Bank

I oktober snudde utviklingen, og rentene i pengemarkedet falt over hele løpetidsspektret, men med mindre enn stigningen i september. Rentefallet i første halvdel av måneden må ses i sammenheng med styrkingen av kronekursen. De lengre pengemarkedsrentene falt om lag like mye som de korte rentene, slik at helningen på avkastningskurven ikke endret seg vesentlig gjennom måneden. Rentene i det innenlandske interbankmarkedet og i statssertifikatmarkedet fulgte i store trekk utviklingen i eurokronemarkedet. En-, tre- og tolv måneders eurokronerente lå på henholdsvis 6,0, 6,9 og 7,4 prosent ved slutten av måneden, og rentedifferansen overfor ECU ble redusert til 0,7 prosentpoeng.

Parallelt med fornyet svekkelse av kronekursen steg særlig de korte pengemarkedsrentene igjen kraftig i november. Eurokronerente for løpetider på én måned økte med hele 1,7 prosentpoeng fram til siste handledag før EU-avstemningen, lengre pengemarkedsrenter steg noe mindre. I midten av måneden lå rentene i pengemarkedet over D-lånsrenten for samtlige løpetider, og mot slutten av måneden var pengemarkedsrentene med løpetider fra én uke og oppover fortsatt høyere enn D-lånsrenten, noe som må ses på bakgrunn av stor usikkerhet i markedet. Med bortfall av usikkerhet knyttet til folkeavstemningen og signaler fra Regjeringen om fortsatt stram økonomisk politikk, falt rentene markert i dagene etter folkeavstemningen, men rentenivået er fortsatt relativt høyt sammenlignet med nivået før sommeren. Den 7. desember var tre-måneders eurokronerente 6,6 prosent, mot et gjennomsnitt i mai på 5,3 prosent. Rentedifferansen mot ECU var 7. desember på 0,3 prosentpoeng. Umiddelbart etter framleggelsen av Salderingsproposisjonen, som viste en betydelig reduksjon i underskuddet på statsbudsjettet, falt rentene markert, og den 9. desember var tremåneders eurokronerente falt til 6,3 prosent.

3.2.2 Pengemarkedets likviditet og Norges Banks operasjoner

Gjennom sine likviditetspåvirkende transaksjoner i pengemarkedet motvirker Norges Bank sesongmessige svingninger i likviditetstilførselen til banksystemet med sikte på å sta-

Tabell 3.1. Sentralbankfinansiering ¹⁾

	1994				
	juli	aug.	sept.	okt.	nov.
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr.)	-9,0	-8,6	-11,3	0,5	2,4
av dette					
D-lån	0,4	0,2	0,1	0,3	0,3
F-lån/innskudd	-9,1	-9,8	-11,7	-0,8	1,7
annen finansiering	-0,3	1,0	0,3	1,0	0,5
D-lånsramme, mrd. kr.	2,9	2,9	3,1	3,0	3,1
Bankenes folioinnskudd i Norges Bank	3,0	2,8	3,5	3,1	3,4
F-innskuddsrente (gjennomsnitt) ²⁾ , prosent	5,24	5,29	5,63	5,62	5,92
F-lånsrente (gjennomsnitt) ³⁾ , prosent	5,68	-	-	5,47	5,83

1) Oversikt over bankenes lån i Norges Bank over en lengre tidsperiode finnes bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

2) Gjennomsnitt for F-innskuddrenter med løpetid under en uke.

3) Gjennomsnitt for F-lånsrenter med løpetid under en uke.

Kilde: Norges Bank.

bilisere renten på et nivå som er forenlig med stabilitet i valutakursen. Som det framgår av tabell 3.1 var det i perioden september-november 1994 store variasjoner i sentralbankfinansieringen av bankene, noe som i stor grad avspeiler svingninger i likviditetstilførselen fra staten. I perioden var det bare beskjedne trekk på D-lån, som i hovedsak skyldtes uforutsette endringer i likviditetssituasjonen. Fra 1. september ble det innført en ordning med delvis sikkerhet for D-lån. For andre låneperiode i september hadde forretnings- og sparebankene stilt sikkerhet tilsvarende lånebeløp på henholdsvis 8,2 milliarder og 4,0 milliarder kroner, som langt overskred gjennomsnittlig daglig D-lånsramme for denne og senere låneperioder.

I september siktet Norges Bank mot å holde en relativt stram likviditet for å holde rentene oppe og derigjennom stabilisere kronekursen. Med en likviditetssituasjon som i utgangspunktet var romslig, ble det lagt ut 11 F-innskudd med løpetid fra 2 til 14 dager og med beløp varierende fra 1,7 til 15,9 milliarder kroner. I tillegg til F-innskuddene trakk Norges Bank ved et par anledninger inn likviditet ved bruk av valutaswapper. Likviditetsinndragningen i løpet av måneden ble likevel noe mindre enn det Norges Bank opprinnelig la opp til. På bakgrunn av usikkerhet om fremtidig likviditetssituasjon og renteutvik-

ling var bankene tilbakeholdne med å legge inn bud på F-innskudd med løpetid utover 2-3 dager og satt heller med likvide reserver plassert på foliokonto i Norges Bank.

Med styrkingen av kronen i oktober la Norges Bank opp til en noe rommeligere pengemarkedslikviditet for å legge forholdene til rette for et rentefall. I store deler av oktober hadde banksystemet et plasseringsbehov, men tidvis oppstod også et lånebehov. Norges Bank påvirket likviditeten både ved å tilby F-innskudd og F-lån. Til sammen ble det lagt ut fire F-lån og tre F-innskudd. Løpetiden varierte fra 2 til 6 dager og volumet fra 1,9 til 6,0 milliarder kroner.

I november tilpasset Norges Bank likviditeten til svingningene i valutamarkedet. Fram mot midten av måneden ble likviditeten holdt stram for å holde rentene oppe og stabilisere kronekursen. Det ble trukket inn likviditet fram til midten av måneden gjennom utleggelse av syv F-innskudd som varierte mellom 5,3 og 13,9 milliarder kroner og hadde løpetid fra 2 til 6 dager. Svingninger i kronekursen gjorde at Norges Bank førte en relativt stram likviditetspolitikk også i tiden fram til folkeavstemningen. På grunn av en større skatteinnbetaling var bankene i låneposisjon i Norges Bank fra 17. november og ut måneden. Grunnfinansieringen ble gitt gjennom ett F-lån på 9,0 milliarder kroner med løpetid fra

Tabell 3.2. *Bruttoemisjoner av sertifikater fordelt på utstedere¹⁾. Milliarder kroner*

	1993		1994	
	juli.-okt.	jan.-okt.	juli.-okt.	jan.-okt.
Statssertifikat	22,5	61,0	29,5	44,5
Banksertifikat	4,2	11,6	7,3	16,4
Kreditsertifikat	4,2	8,7	5,8	11,9
Finanssertifikat	0,8	1,5	1,7	4,4
Lånesertifikat	10,6	20,0	15,4	34,5
Utenlandske sertifikater	0,0	0,0	0,2	0,2
I alt	42,3	102,8	59,9	111,9

1) Tabell 19 i tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat utstedt i Norge fordelt på eiersektorer. Tabell 20 viser beholdning av sertifikat etter låntakersektorer.

Kilde: Norges Bank.

17,11–1,12 og en gjennomsnittrente på 6,3 prosent. Dette ble supplert med flere korte F-lån gjennom perioden. Løpetiden på lånene varierte fra tre til seks dager, og størrelsen var mellom 1,8 og 4,3 milliarder kroner.

3.2.3 Sertifikatmarkedet

I sertifikatmarkedet var omsetningen i annenhåndsmarkedet etter årets 11 første måneder om lag 136 milliarder kroner. Av dette utgjorde omsetningen i statssertifikat i overkant av 70 prosent og i lånesertifikat de resterende 30 prosent. Omsetningen falt fra september (13 milliarder kroner) til oktober (10 milliarder kroner) for så å øke betydelig i november, da omsetningen var om lag 22 milliarder kroner.

Statssertifikat utstedes som ledd i finansieringen av statens virksomhet. Emisjoner av statssertifikat bidrar imidlertid også til å trekke inn likviditet fra pengemarkedet, og tilpasses derfor til en viss grad likviditetsutviklingen i pengemarkedet. I september la staten ved ordinær auksjon ut et nytt tre-måneders sertifikat med et volum på 7 milliarder kroner som fikk en veid gjennomsnittrente på 6,7 prosent. Staten utstedte ett nytt tolv-måneders sertifikat i oktober. Samlet auksjonsvolum i markedet var på 6 milliarder kroner, og renten på dette lånet ble 7,2 prosent. I begge disse lånene tegnet Norges Bank seg i tillegg for 500 millioner kroner for å kunne sikre god nok

markedspleie i lånet. Staten utvidet ett sertifikat i november med 2,0 milliarder kroner.

I perioden juli-oktober 1994 ble det utstedt sertifikater til en verdi av 59,9 milliarder kroner. Av dette utgjorde statssertifikatene nesten 50 prosent og lånesertifikatene nesten 26 prosent. Sammenlignet med samme periode i 1993 var økningen i samlet emisjonsvolum på nesten 18 milliarder kroner.

4 Obligasjonsmarkedet

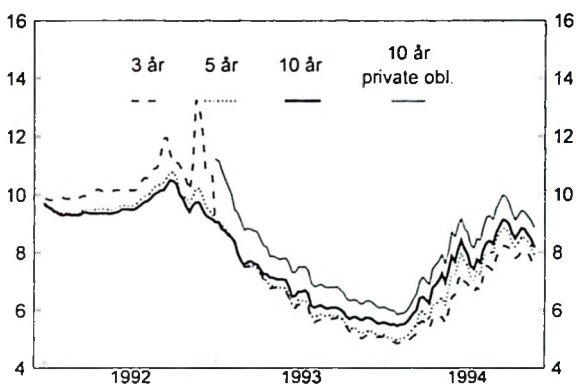
4.1 Renteutviklingen

Rentenivået i markedet for statsobligasjoner økte ganske kraftig i september. Den effektive renten på 5- og 10-års statsobligasjoner steg med henholdsvis 0,8 og 0,7 prosentpoeng til 8,7 og 9,0 prosent i løpet av måneden. Renteøkningen var sterkere i første enn i andre halvdel av måneden og hadde nær sammenheng med renteoppgangen internasjonalt og særlig oppgangen i Tyskland. Det er mye som tyder på at kursene på norske statsobligasjoner og tyske «bund futures» (standardisert terminkontrakt på tysk statsobligasjon) samvarierer i stor grad.

Differansen mellom effektiv rente på en norsk 10-års statsobligasjon og en teoretisk 10-års ECU-obligasjon økte med 0,4 prosentpoeng, til 0,5 prosentpoeng gjennom september. Tilsvarende rentedifferanse mot en tysk 10-års statsobligasjon økte med 0,4 prosentpoeng, til 1,3 prosentpoeng. Økningen kan ha hatt sammenheng med usikkerhet foran EU-avstemningen, men kan også skyldes oppjustering av aktørenes forventninger om fremtidig inflasjon og realrente. I en egen ramme er det sett nærmere på i hvilken grad renteforventninger, slik de framkommer i avkastningskurven, historisk sett har samsvart med faktisk renteutvikling.

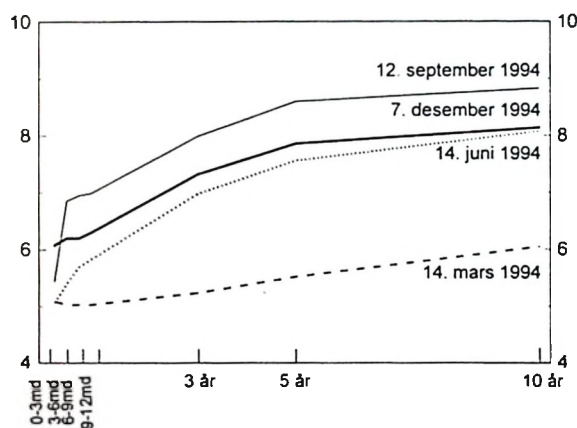
I motsetning til pengemarkedsrentene falt de lange rentene både gjennom oktober og november. I oktober falt renten på 5- og 10-års obligasjoner med henholdsvis 0,4 og 0,3 prosentpoeng til 8,4 og 8,7 prosent. Også i oktober fulgte det norske markedet det tyske, men rentefallet var noe sterkere her enn i Tyskland. Rentedifferansen mellom norske og tyske 10-års statsobligasjoner ble redusert fra

Figur 4.1 Effektive renter på stats- og private obligasjoner. Uketall. 1. januar 1992 – 4. desember 1994.



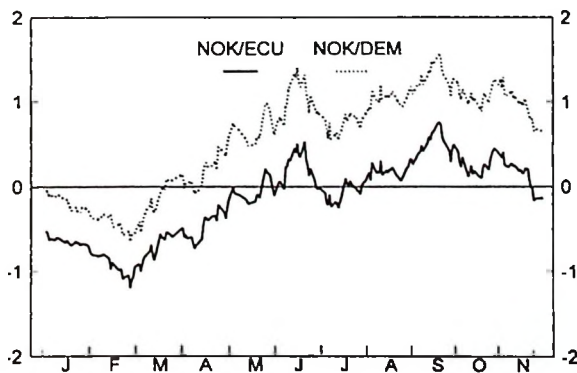
Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Avkastningskurver for Norge. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter.



Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Rentedifferansen for tiårs statsobligasjonsrenter. 1. januar – 7. desember 1994. Effektive renter.



Kilde: Norges Bank

1,3 til 1,0 prosentpoeng i løpet av måneden. I løpet av november gikk effektiv rente på 5- og 10-års statsobligasjoner ned med 0,5 prosentpoeng, til henholdsvis 7,9 og 8,2 prosent. Som i pengemarkedet falt også obligasjonsrentene dagen etter folkeavstemningen om medlemskap i EU. Rentefallet var noe større for obligasjoner med kort gjenstående løpetid enn for obligasjoner med lang gjenstående løpetid, noe som var naturlig sett på bakgrunn av at renteøkningen hadde vært størst i den korte enden av obligasjonsmarkedet. Den 7. desember var rentedifferansen på 5-års og 10-års norske statsobligasjoner mot teoretisk ECU på $-0,1$ prosentpoeng. Rentedifferansen mot tyske 10-års statsobligasjoner ble redusert ytterligere og var i begynnelsen av desember falt til 0,7 prosentpoeng.

Avkastningskurven var i begynnelsen av desember fortsatt stigende, og omtrent parallell med hva den var tidligere i høst.

4.2 Omsetning

Omsetningen av obligasjoner i annenhåndsmarkedet var i september på samme nivå (96 milliarder kroner) som i august, ca. 30 prosent under gjennomsnittlig omsetning pr. måned for de 9 første månedene i år. I oktober falt omsetningen med ytterligere 11 milliarder kroner for så å øke i november til 115 milliarder kroner. Fram til utgangen av november var det omsatt obligasjoner til en verdi av 1431 milliarder kroner, mot 1429 milliarder kroner i samme periode forrige år. Det ser nå ut til at veksten i obligasjonsomsetningen foreløpig flater ut etter at det skjedde en tredobling i omsetningen fra 1992 til 1993.

Det meste av omsetningen skjer i statsobligasjoner. Denne var på 1052 milliarder kroner fram til utgangen av oktober, mot 894 milliarder kroner i samme periode ifjor, og utgjorde nesten 74 prosent av samlet obligasjonsomsetning på Oslo Børs, mens omsetningen av lån fra den såkalte «storlånssektoren» utgjorde vel 24 prosent. Disse andelene har vært stabile den senere tiden. Storlånssektoren består av 10 obligasjonslån, i hovedsak utstedt av kredittforetak og banker. Omsetningen av kredittforetaksobligasjoner utgjorde vel 17 prosent av samlet omsetning. Tilsvarende andel for bankobligasjoner var nesten 5 prosent.

Terminrenter fra 1988 til 1994

De effektive rentene på obligasjoner med lang løpetid har økt sterkt siden begynnelsen av året, jf figur 4.1. Med bakgrunn i dette har vi sett nærmere på den historiske utviklingen i de såkalte implisitte terminrentene, som under visse forutsetninger kan tolkes som forventet fremtidig rente (jf omtale nedenfor). Implisitte terminrenter kan si noe om hva markedsaktørene har trodd om renteutviklingen og kan sammenliknes med faktiske renter for å se om forventningene har slått til.

Implisitte terminrenter beregnes på grunnlag av effektive markedsrenter med ulik løpetid. Vi kan for eksempel med utgangspunkt i markedsrenter med ett og to års løpetid beregne den implisitte terminrenten på obligasjoner med ett års løpetid om ett år. De implisitte terminrentene gir ikke uten videre uttrykk for forventet rente på fremtidige plasseringer. I tillegg kommer en såkalt terminrentepremie. Bare om denne er lik null kan terminrenten tolkes som forventet fremtidig rente.

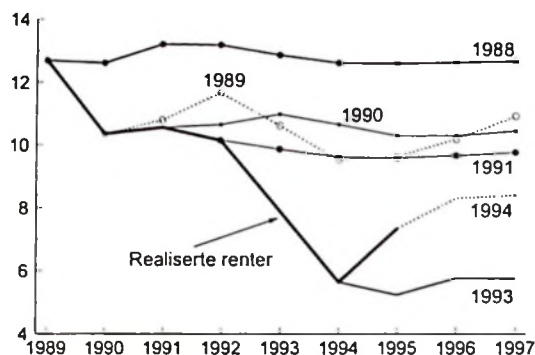
Figur 1 viser implisitte terminrenter for en ett års plassering på ulike tidspunkt beregnet med utgangspunkt i historiske markedsrenter for perioden oktober 1988 til og med oktober 1994. Kurven merket 1988 sier altså hvilken avkastning en investor, i oktober 1988, implisitt ventet å få på en obligasjon med løpetid på ett år fra 1989, hva han ventet å få på en ett års plassering fra 1990 og så videre fram til 1997.

Av figur 1 ser vi at terminrentekurvene beregnet på tidspunktene 1988 til 1993 systematisk er flyttet nedover. Den tykke streken viser hva de realiserte rentene ble. Pr. definisjon er terminrenten og den realiserte renten like for det første året. Vi ser at terminrentene ikke har truffet bra i forhold til den faktiske renteutviklingen. Litt forenklet kan en si at i 1988 forventet markedet at ettårsrenten i 1994 skulle bli ca. 7 prosentpoeng høyere enn det den i virkeligheten ble.

Figur 2 viser konsumprisindeksen i perioden 1988 til 1994. Fra 1988 til 1994 har inflasjonen, målt ved konsumprisindeksen, falt fra ca. 7 prosent til om lag 1½ prosent. Hvis inflasjonsforventningene er basert på historien, vil det ofte være slik at forventet inflasjon overvurderer faktisk inflasjon i perioder med fallende prisstigning. Det medfører igjen at den realiserte realrenten blir høyere enn den forventede realrenten.

Terminkurven viser seg å ikke gi noen god indikasjon på fremtidig utvikling i rentene i den

Figur 1. Terminrenter¹⁾ og realiserte renter. Effektive renter p.a., ettårs plasseringer.

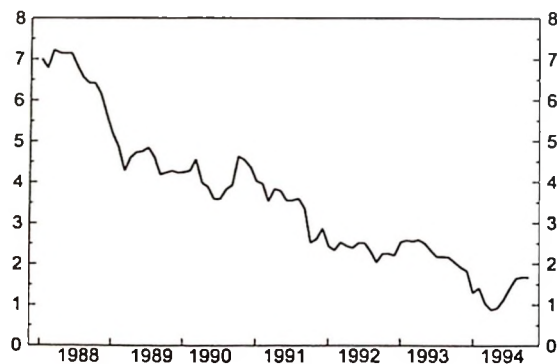


1) Sammenhengen mellom avkastningskurven og terminrentekurven og ulike beregningsmetoder er nærmere beskrevet i Penger og Kredit nr 1/94 og nr 2/94.

Vi har benyttet den rekursive metoden ved interpolasjon for beregning av implisitte terminrenter og implisitte nullkupongrenter. Det er brukt statssertifikat- og statsobligasjonsrenter for å interpolere avkastningskurver.

Kilde: Norges Bank

Figur 2. Konsumprisvekst. Tolv månedersvekst. Januar 1988-oktober 1994.



Kilde: Norges Bank

perioden vi har sett på. Det trenger ikke å bety at forventningshypotesen er feil. Noe forenklet kan forventet nominell rente betraktes som summen av forventet realrente og forventet inflasjon. Det er mulig at markedet etter hvert som tiden gikk, løpende nedjusterte sine forventninger om fremtidig inflasjon. Antar vi at forventet realrente er tilnærmet konstant, kan vi

tolke skift i terminrentekurvene som resultatet av endrede inflasjonsforventninger.

Det at faktisk inflasjon er blitt lavere enn forventet inflasjon kan indikere at myndighetenes pengepolitikk ikke har vært oppfattet som troverdig av markedsaktørene. Med dagens sterke vektlegging av lav pris- og kostnadsvekst i den økonomiske politikken kan troverdighetsproblemet være mindre enn før. På den annen side ser det nå ut til å være forventninger om økende renter, jf terminrentekurven for 1994, som er stigende. Dette avspeiler imidlertid ikke nødvendigvis bare forventninger om stigende inflasjon, men kan også være en indikasjon på at markedsaktørene venter en høyere realrente og at risikopremien har økt.

Det er viktig å være klar over at denne analysen representerer en tilnærming til et komplisert emne. For det første er forutsetningene som gjø-

res enkle. Tolkningen ovenfor forutsetter at terminrenten gir uttrykk for forventet fremtidig rente, men den eksakte forventningshypotesen har fått liten støtte i empiriske analyser. Hvis forventningshypotesen ikke gjelder, kan skift i terminkurven også skyldes endringer i terminrentepremien. Det er ikke usannsynlig at terminrentepremien varierer over tid.

For det andre er det metodiske problemer knyttet til selve beregningen av implisitte terminrenter. Vi antar at statspapirene er såkalte *parobligasjoner*, noe som ikke er tilfellet i dag. Det er også et problem at statspapirmarkedet i Norge er tynt, slik at små utslag i en rente kan få stor effekt på resultatene.

For det tredje var prisdannelsen i obligasjonsmarkedet i perioden før 1991–92, da staten igjen begynte å emitte obligasjoner, trolig lite effektiv.

Tabell 4.1. *Bruttoemisjoner av ihendehaverobligasjoner fordelt på utstedersektorer¹⁾. Milliarder kroner.*

	1993		1994	
	juli-okt.	jan.-okt.	juli-okt.	jan.-okt.
Statsforvaltningen	12,0	34,0	3,0	13,0
Statsbanker og statsforetak	3,7	10,3	0,0	3,4
Private banker og forsikringselskap	8,5	23,5	0,4	15,4
Kredittforetak	6,5	16,8	2,0	11,7
Private og kommuner	6,8	14,6	1,8	9,0
Utenlandske låntakere	0,0	0,0	0,0	0,5
I alt	37,5	99,2	7,2	53,0

1) Tabell 16 i tabellvedlegget viser beholdning av obligasjoner i VPS fordelt på eiersektorer.

Kilde: Norges Bank.

4.3 Emisjoner

I perioden juli–oktober ble det utstedt obligasjoner for 7,3 milliarder kroner, mot 37,4 milliarder kroner i de samme månedene i fjor. Fram til utgangen av oktober i år ble det emitert for 53 milliarder kroner, mot vel 99 milliarder kroner i den samme perioden forrige år. Det er trolig relativt stor usikkerhet om fram-

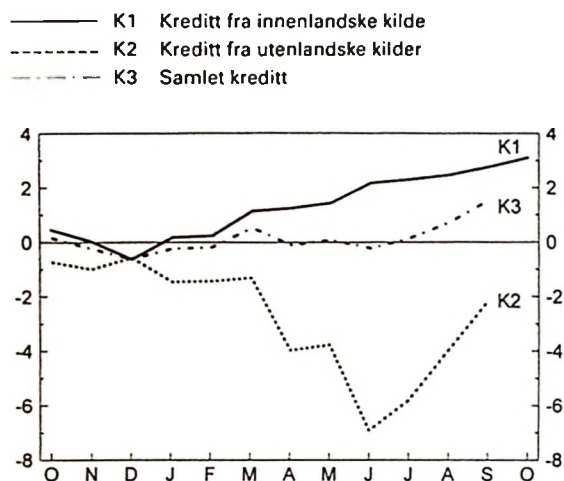
tidig rentenivå kombinert med sterk økning i obligasjonsrentene i år som er de viktigste årsakene til den sterke volumreduksjonen i førstehåndsmarkedet. Samtlige låntakergrupper, med unntak av sparebankene og utenlandske låntakere, har redusert emisjonsvolumet så langt i år sammenlignet med samme tidsrom forrige år. Statsforvaltningen står bak nesten 25 prosent av emisjonsvolumet hittil i år, mens forretningsbankene og kredittforetakene hver hadde en andel på i overkant av 20 prosent.

I september ble statsobligasjonslånet S465 (forfall i år 2004) utvidet med 3 milliarder kroner. Det kom inn bud for 7,6 milliarder kroner, og den effektive renten ble 9,2 prosent. I oktober utstedte ikke statsforvaltningen obligasjoner, mens et lån med en gjenstående løpetid på vel fire år ble utvidet med 3 milliarder kroner i november. Samlet kom det inn bud for 9,3 milliarder kroner, og renten ble 8,3 prosent.

4.4 Eierstruktur

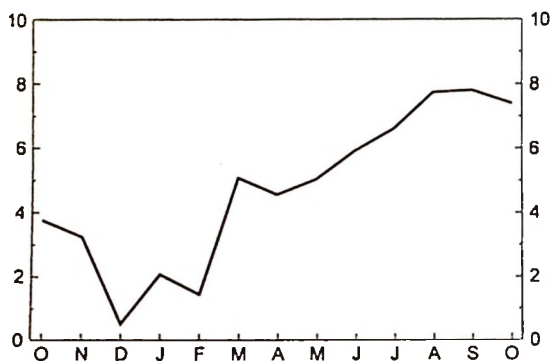
Ved utgangen av september stod forsikringselskapene som den største eieren av norske obligasjoner, med en eierandel på nesten 37 prosent av samlet markedsverdi på 320 milli-

Figur 5.1 Norges Banks kredittindikatorer.
 Vekst i kreditt til næringsliv, husholdninger og kommuner.
 (Prosentvis vekst siste 12 måneder)
 Oktober 1993–oktober 1994



Kilde: Norges Bank

Figur 5.2 Vekst i publikums likviditet.
 (Prosentvis vekst siste 12 måneder). Oktober 1993–oktober 1994



Kilde: Norges Bank

arder kroner. De private bankene hadde en andel på 14 prosent, mens stats- og trygdeforvaltningen hadde en andel på 13 prosent. Eierandelene til de ulike sektorene har vært relativt stabile de to siste årene, med en viss økning for forsikringsselskapene og et fall for bankene, men har endret seg vesentlig i forhold til for 5 år siden. I 1989 hadde forsik-

ringsselskapene en andel på 28 prosent, bankene 24 prosent og stats- og trygdeforvaltningen 15 prosent.

5 Publikums fordringer og gjeld

I løpet av 1980-tallet økte både husholdningenes, bedriftenes og kommunenes gjeld sterkt. Mot slutten av 10-året falt prisstigningen samtidig som skattesystemet ble lagt om slik at realrenten etter skatt økte betydelig. I 1990-årene har sektoren gjennomført en betydelig finansiell konsolidering som ser ut til å ha fortsatt også i første halvår 1994.

5.1 Kredittindikatorene

Kredittindikatoren (K1) som viser publikums innenlandske bruttogjeld, økte med 3,1 prosent de siste 12 månedene fram til utgangen av oktober. Dette var den tiende måneden med positiv og ikke-avtakende 12-månedersvekst, etter at den var -0,6 prosent ved årsskiftet. Også den underliggende veksttaket var negativ ved årsskiftet, men økte etter det hver måned fram til og med juli. Etter det har veksttaket avtatt. I mer enn halvannet år er det utlån fra de private kredittinstitusjonene, og da i hovedsak fra bankene, som har bidratt til veksten i det innenlandske kredittvolumet. Veksten i disse utlånene har stort sett vært tiltakende og har i de siste månedene vært betydelig høyere enn for resten av det innenlandske kredittvolumet. Ved utgangen av oktober var bokført verdi av utlån fra de private bankene nesten 5 prosent høyere enn ved årets begynnelse, mens publikums obligasjonsgjeld var om lag 6,5 prosent høyere. Det er i hovedsak lønnstakere som står for veksten i utlånene fra de private bankene. Kommuneforvaltningen har redusert sin gjeld, mens utlån til næringslivet har økt svakt. Den største relative utlånsøkningen stod finansieringsselskapene for. Veksten var på om lag 22 prosent, men fra et lavt nivå. Utlån fra statsbankene, livselskapene og kredittforetakene gikk ned.

K2, eller summen av publikums bruttogjeld direkte til utlandet og publikums innenlandske valutagjeld, gikk ned med 2,2 prosent de siste

Tabell 5.1. Endringer i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner ¹⁾

		1989	1990	1991	1992	1993	1. halvår	
							1993	1994
1.	Økning i fordringer	124	69	5	66	102	53	26
1.1	Økte innenlandske bankinnskudd	30	21	9	34	-6	-3	9
1.2	Økning i andre innenlandske fordringer	27	39	19	52	52	25	18
1.3	Økte fordringer på utlandet	11	22	1	-8	-5	-4	3
1.4	Omvurdering av fordringsposter	56	-13	-24	-12	61	35	-4
2.	Økning i gjeld	165	40	-53	60	111	61	14
2.1	Økt lånegjeld til innenlandske finansinstitusjoner	59	69	-5	46	-13	-9	5
2.2	Økning i annen innenlandsk gjeld	23	10	-6	-4	34	14	25
2.3	Økt gjeld til utlandet	13	5	6	18	10	16	-14
2.4	Omvurdering av aksjegyld	79	-5	-19	-18	67	36	-10
2.5	Omvurdering av andre gjeldsposter	-9	-39	-29	18	13	4	8
3.	Netto fordringsøkning (1-2)	-41	29	58	6	-9	-8	12
3.1	Bidrag fra transaksjoner (netto finansinvestering)	-27	-2	34	18	10	-3	14
3.2	Bidrag fra kursgevinster og andre omvurderinger	-14	31	24	-12	-19	-5	-2
Memo:								
4.	Netto fordringsøkning utenom omvurdering av aksjegyld	38	24	39	-12	58	28	2

1) Omfatter private, statlige og kommunale foretak, samt husholdninger og kommuneforvaltning. Tallene er delvis basert på anslag.

12 månedene fram til utgangen av september. Publikums samlede bruttogjeld (summen av K1 og K2) økte med vel 16 milliarder kroner i samme tolv månedersperiode. Dette tilsvarte en vekst på 1,5 prosent.

5.2 Pengemengdeveksten

M2, som viser utviklingen i publikums likviditet, dvs. beholdninger av sedler og mynt og bankinnskudd, økte med 7,4 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av oktober. Ved årsskiftet var tolv månedersveksten i M2 nesten lik null, mens den både i august, september og oktober var høyere enn maksimalverdiene for 1993. Den underliggende veksttakten i pengemengden steg uavbrutt fra årsskiftet til og med juli, da den nådde 17,4 prosent for deretter å avta de neste månedene. I oktober var den underliggende veksten falt til 7,4 prosent.

Sedler og mynt er den komponenten i pengemengden som har vokst sterkest. Fra oktober 1993 til oktober 1994 økte publikums

beholdning av sedler og mynt med 10 prosent, mens innskudd på anfordring og tid steg med henholdsvis 4,3 og 6,4 prosent.

5.3 Endringer i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld

Statistikk over utviklingen i private og kommuners finansielle fordringer (tabell 5.1) viser at sektoren i første halvår 1994 plasserte midler i både innenlandske bankinnskudd (9 milliarder kroner), andre innenlandske fordringer (18 milliarder kroner) og fordringer på utlandet (3 milliarder kroner).

Det at en stor del av fordringsøkningen kom i form av innenlandske bankinnskudd er en markert forskjell fra samme periode forrige år, da private og kommuner foretok en omplassering av midler fra bankinnskudd til obligasjoner og verdipapirfond. Denne omplasseringen ble sett i sammenheng med rentefallet i 1993, og det er naturlig å foreta tilsvarende vurdering for inneværende år. I løpet av første halvår 1994 stoppet nedgangen i bankenes innskuddsrenter samtidig som

Tabell 6.1. Hovedtall for resultatene til forretningsbankene (morbank).
Milliarder kroner ¹⁾²⁾

	1993	1994
	1.-3. kvartal	1.-3. kvartal
Netto renteinntekter	8,4 (3,0)	8,0 (2,9)
Andre driftsinntekter	4,1 (1,5)	2,4 (0,9)
Driftskostnader	6,3 (2,3)	6,5 (2,4)
Driftsresultat før tap	5,5 (2,0)	3,8 (1,4)
Tap	4,2 (1,5)	0,2 (0,1)
Driftsresultat etter tap	1,3 (0,5)	3,6 (1,3)

1) Tall i parentes er prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital omregnet til årlig rate.

2) Eksklusive Oslobanken og prosjektbanken i Fokus Bank.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 6.2. Hovedtall for resultatene til sparebankene (morbank). Milliarder kroner ¹⁾²⁾

	1993	1994
	1.-3. kvartal	1.-3. kvartal
Netto renteinntekter	7,0 (4,6)	6,5 (4,2)
Andre driftsinntekter	2,2 (1,5)	0,4 (0,3)
Driftskostnader	4,5 (3,0)	4,6 (2,9)
Driftsresultat før tap	4,7 (3,1)	2,4 (1,5)
Tap	1,8 (1,2)	0,6 (0,4)
Driftsresultat etter tap	2,9 (1,9)	1,8 (1,1)

1) Tall i parentes er prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital omregnet til årlig rate.

2) Største 30 banker.

Kilde: Norges Bank.

obligasjonskursene falt og rentene økte utover våren. Dette er sannsynligvis de viktigste årsakene til at publikum nå ønsker å opprettholde og kanskje også øke bankinnskudd som andel av fordringsporteføljen.

Over 60 prosent av økningen i brutto fordringer skyldes imidlertid økning i andre innenlandske fordringer enn bankinnskudd. Av dette kan en vesentlig del tilskrives økte forsikringskrav, mens både beholdningene av obligasjoner og sertifikater og av aksjer og andeler i fond er redusert. Reduksjonen i obligasjons- og sertifikatbeholdningen skyldes etter alt å dømme den sterke renteøkningen siden årsskiftet.

Samlet ser det ut til at publikumssektoren økte sine netto finansinvesteringer (se post 3.1) fra første halvår 1993 til samme periode i år. Dette er noe i strid med hva man kunne vente på bakgrunn av den sterke etterspørselsveksten, jf omtale i inflasjonsrapporten. Norges Banks beregninger av finansinvesteringene for publikumssektoren er imidlertid beheftet med betydelig usikkerhet.

Husholdningenes netto finansinvesteringer etter første halvår 1994 er anslått til om lag 24 milliarder kroner. Dette er en nedgang på vel 10 milliarder kroner sammenlignet med samme periode i fjor.

6 Utviklingen i finansinstitusjonene

6.1 Bankene

6.1.1 Renteutviklingen

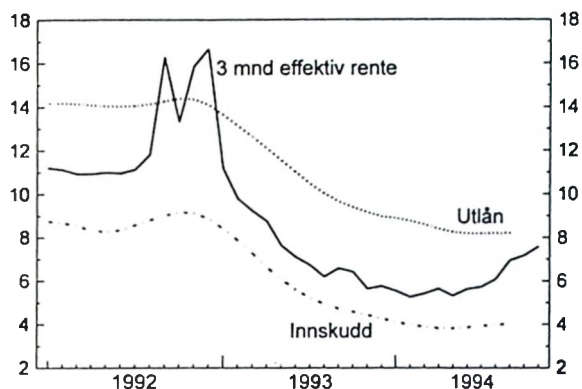
I forretningsbankene har rentemarginen sunket fra 5,2 til 4,2 prosentpoeng, mens marginen i sparebankene har falt fra 5,0 til 4,3 prosentpoeng fra 3. kvartal i fjor til 3. kvartal i år. Ved utgangen av 3. kvartal var bankenes gjennomsnittlige utlånsrente til publikum 8,0 prosent, mens den gjennomsnittlige innskuddsrenten var 4,0 prosent. Tilsvarende tall for 2. kvartal var 8,1 og 3,8 prosent.

6.1.2 Driftsresultater og kapitaldekning

Utviklingen i bankenes²⁾ resultater de tre første kvartalene av 1994 i forhold til samme periode i fjor har vært preget av sterk nedgang i bokførte tap, som har bidratt til å styrke resultatene. På den annen side har overgang fra store gevinster i fjor til kurstap i år på verdipapirer bidratt til å svekke resultatene. Forretningsbankene fikk en betydelig forbedring, og sparebankene fikk en kraftig svekkelse av resultatet etter tap. Forretningsbankenes forvaltningskapital ble redusert, mens sparebankene økte sin forvaltningskapital fra tredje kvartal 1993 til tredje kvartal 1994. Samtlige banker, med unntak av én forretningsbank, tilfredsstilte kravet til kapitaldekning på 8 prosent.

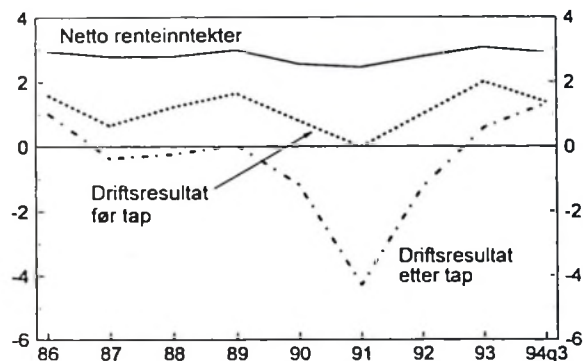
2) Tallene som oppgis er for morbanker. For sparebankene omfatter tallene de 30 største. Oslobanken er ikke medtatt blant forretningsbankene.

Figur 6.1 Effektive renter i alle banker.



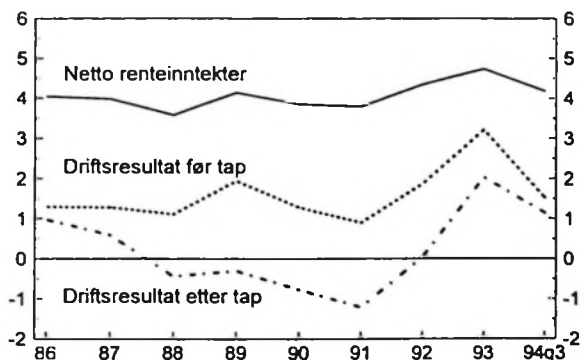
Kilde: Norges Bank

Figur 6.2 Hovedtall for resultatene til forretningsbankene. I prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.



Kilde: Norges Bank

Figur 6.3 Hovedtall for resultatene til sparebankene. I prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.



Kilde: Norges Bank

Etter de ni første månedene av 1994 hadde forretningsbankene et driftsresultat etter tap på 3,6 milliarder kroner. Resultatet innebærer en forbedring på 2,3 milliarder kroner i forhold til samme periode i fjor. Sparebankenes driftsresultat etter tap var ved utgangen av tredje kvartal 1994 redusert med 1,1 milliarder kroner, til 1,8 milliarder kroner.

Driftsresultatet før tap for forretningsbankene ble 3,8 milliarder kroner, en svekkelse på 1,7 milliarder kroner i forhold til tredje kvartal i fjor. Sparebankenes driftsresultat før tap ble 2,4 milliarder kroner, en nedgang på 2,3 milliarder kroner i forhold til tredje kvartal 1993.

Forretningsbankenes forvaltningskapital ble fra utgangen av tredje kvartal 1993 til utgangen av tredje kvartal 1994 redusert med ca. 10 milliarder kroner, til 364 milliarder kroner. Kapitaldekningen har økt i forhold til 30. september 1993 som følge av nyemisjoner av aksjer og egenfinansiering gjennom driftsoverskudd, men har likevel falt 0,4 prosentpoeng til 11,6 prosent i løpet av 1994. Kjernekapitaldekningen var på 6,5 prosent.

Sparebankene økte sin forvaltningskapital med ca. 8 milliarder til 217 milliarder kroner fra utgangen av tredje kvartal 1993 til utgangen av tredje kvartal 1994. Kapitaldekningen gikk ned fra 15,3 prosent ved inngangen av 1994 til 15,0 prosent tredje kvartal 1994. Kjernekapitaldekningen var på 11,6 prosent.

Reduksjonen i kapitaldekningsprosenten i 1994 i begge bankgruppene skyldtes i hovedsak at den del av de uspesifiserte tapsavsetningene som kunne medregnes i den ansvarlige kapital, er blitt redusert til ⅓.

Som følge av kursoppgangen i obligasjonsmarkedet hadde bankene store gevinster på sine obligasjonsporteføljer i 1993. Dette er blitt reversert i 1994. Ved utgangen av tredje kvartal 1994 var akkumulerte beregnede kurstap på verdipapirer 815 millioner kroner for forretningsbankene og 863 millioner kroner for sparebankene. I samme periode i fjor hadde forretnings- og sparebankene kursgevinster på henholdsvis 1274 og 1012 millioner kroner. I sparebankene var kurstapene større enn i forretningsbankene, noe som trolig skyldes at sparebankene har en større andel av forvaltningskapitalen plassert i obligasjoner enn forretningsbankene. Forretningsbankene styrket

sin inntjening på valuta og finansielle instrumenter, mens sparebankene svekket sin inntjening fra et lavere nivå. Dette sett i sammenheng med utviklingen i resultat på verdipapiraktivitetene kan tyde på at forretningsbankene i større grad enn sparebankene bruker finansielle instrumenter for å redusere renterisikoen.

6.1.3 Rentemargin og rentenetto

Netto renteinntekter (rentenettoen) har fram til utgangen av tredje kvartal gått ned i forhold til samme periode i fjor både for forretningsbankene og sparebankene. Rentemarginen, det vil si differansen mellom renten på innskudd og utlån, er blitt redusert fra 5,1 prosentpoeng ved utgangen av tredje kvartal 1993 til 4,2 prosentpoeng ved utgangen av tredje kvartal 1994 for bankene samlet. Det skyldes at innskuddsrentene har økt, mens utlånsrentene har ligget fast.

I tillegg til at rentemarginen påvirker rentenettoen, vil endringer i sammensetningen av bankenes balanser innvirke på netto renteinntekter. Sparebankene hadde en vekst i brutto utlån fra tredje kvartal i fjor til i år som isolert sett gir høyere renteinntekter. Men innskuddsdekningen, det vil si kundeinnskudd i prosent av brutto utlån, er redusert slik at sparebankene nå i større grad finansierer seg i pengemarkedet der rentene har steget. Dette er også i utgangspunktet dyrere finansiering enn kundeinnskudd. I forretningsbankene er innskuddsdekningen og brutto utlån nesten uendret i perioden. Denne forskjellen er trolig forklaringen på at sparebankene hadde en større nedgang i netto renteinntekter enn forretningsbankene. Rentene i pengemarkedet har steget betraktelig siden mai 1994. Normalt vil det ta en viss tid før høyere markedsrente slår ut i den rente publikum står overfor. Den sterke konkurransen i utlånsmarkedet kan ha bidratt til at bankene har vært varsomme med å øke rentene til kundene. Bankene kan også ha betraktet økningen i pengemarkedsrentene som midlertidig slik at de ikke fant det formålstjenlig å øke utlånsrentene. I den senere tid har det imidlertid kommet signaler om at finansinstitusjonene planlegger å øke sine renter, og noen har allerede gjort det.

Netto renteinntekter har også gått ned som følge av at grunninnskuddene fra Norges

Bank falt bort i desember 1993. Dette trekker i retning av høyere rentekostnader, fordi bortfallet må erstattes av dyrere funding i penge-markedet. I motsatt retning trekker nedgangen i beholdningen av netto nullstilte lån, som bidrar positivt til bankenes netto renteinntekter. Nullstilte lån er lån som ikke betjenes av låntaker, og hvor finansinstitusjonene derfor har stoppet inntektsføringen av renter. Nedgangen er på om lag 25 prosent i forretningsbankene, og i sparebankene er nedgangen om lag 42 prosent i forhold til utgangen av tredje kvartal 1993. Den positive effekten av reduserte nullstilte lån utgjør 0,07 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK) i begge bankgruppene.

6.1.4 Bankenes tap

De bokførte tapene har gått betydelig ned i forhold til samme periode i fjor. Forretningsbankene hadde et akkumulert tap i løpet av de ni første månedene i 1993 på 4,2 milliarder kroner. Ved utgangen av tredje kvartal i år var det tilsvarende akkumulerte tapet 182 millioner kroner. I sparebankene var det akkumulerte tapet pr tredje kvartal 1994 584 millioner kroner, en nedgang fra 1,8 milliarder kroner i samme periode 1993.

Konjunkturoppgangen har ført til bedret gjeldsbetjeningsevne hos låntakerne og har bidratt til en verdistigning på bankenes sikkerhet. Dette har forbedret kvaliteten på låneporteføljene og gjort det mulig med forholdsvis store tilbakeføringer på tidligere tapsavsetninger, samtidig som behovet for nye tapsavsetninger har avtatt. Forretningsbankene har negative bokførte tap på henholdsvis 205 og 74 millioner kroner i perioderegnskapene for annet og tredje kvartal i år. Sparebankene har hatt mindre innslag av tilbakeføringer av tapsavsetninger enn forretningsbankene. Det kan skyldes at en tidligere har praktisert tapsforskiftene noe forskjellig.

Etter hvert vil potensialet for store tilbakeføringer forsvinne, og en må forvente at bankenes bokførte tap vil øke. 1994 har også vært et år med ekstraordinært store verdipapirtap. En «normalisering» av resultatene ved å korrigere for de unormalt lave utlånstapene og de uvanlig svake resultatene på verdipapiraktivitetene, vil under rimelige forutsetninger for korreksjonene vise svakere resultater enn de

faktiske for forretningsbankene og sterkere for sparebankene. Egenkapitalrentabiliteten etter tredje kvartal, som faktisk er hhv. 24,0 og 11,5 prosent i forretnings- og sparebankene, ville blitt vesentlig mer lik ved «normaliserte» resultater.

6.2 Andre finansinstitusjoner

Finansieringsselskapene fikk et bedre resultat etter skatt for tredje kvartal 1994 enn for sam-

me periode i 1993. Tapene har blitt halvert, og netto renteinntekter har økt. Kredittforetakenes utvikling i perioden har i hovedsak vært lik sparebankenes utvikling. Lavere bokførte tap motvirket bare delvis effekten av reduserte gevinster på verdipapirer og lavere rentenetto. Ved utgangen av tredje kvartal var livsforsikrings-selskapenes og kredittforetakenes gjennomsnittlige utlånsrenter henholdsvis 6,8 og 8,6 prosent, omtrent uendret fra utgangen av andre kvartal.

Penger og Kreditt nr. 4/1994

Del B

Artikler
Tabellvedlegg



Hvor ser Norges Bank utfordringer i den fremtidige betalingsformidling?

Visesentralbanksjef Kjell Storvik

Nedenfor gjengis, med noen mindre endringer, en tale som visesentralbanksjef Kjell Storvik holdt på Bankenes Betalingssentrals konferanse om betalingsformidling den 13. og 14. oktober 1994. Betalingsformidling og betalingssystemer er et interessefelt det blir rettet stadig større oppmerksomhet mot. Både internasjonalt og nasjonalt nedlegges det mye arbeid for å effektivisere betalingsformidlingen og redusere risikoen i systemene. I talen la Storvik vekt på den sentrale funksjonen som betalingssystemene spiller i det finansielle system. Stadig større aktivitet både innenlands og på tvers av landegrensene setter store krav til de enkelte lands betalingssystemer. Han pekte også på det samarbeid som er igangsatt mellom bankene og Norges Bank for å redusere risikoen i de norske betalingssystemene.

Innledning

Tema for denne talen er sentralbankens syn på de utfordringer vi står overfor i den fremtidige betalingsformidling. Jeg vil benytte anledningen til å dele med dere noen synspunkter og vurderinger vi gjør oss i Norges Bank om forholdet mellom aktørene i betalingsformidlingen på den ene side og myndighetene på den annen, og også se på dette i det perspektiv som den internasjonale utvikling bringer med seg.

Økt fokusering på betalingsformidling

Betalingsformidling og betalingssystemer er løftet opp fra den tekniske sfære til å bli temaer og utfordringer som engasjerer de store private aktører og sentralbanker verden over i en ganske annen grad enn for bare få år tilbake. Det sies ofte at oppmerksomheten rundt betalingsformidlingen er flyttet fra «back office» til «board room». Konsernsjef Finn Hvistendahls og adm.direktør Borger Lenth's deltakelse som foredragsholdere på konferansen her i dag, gir en klar indikasjon om dette.

Den internasjonale utvikling og det grunnleggende arbeid i BIS og innen EU¹⁾ har formentlig brakt oss et langt skritt ut av den fore-

stillingsverden som var preget av at betalingsformidling og betalingssystemer var en næringsvirksomhet som burde og kunne drives på rent forretningsmessig grunnlag og uten noen form for myndighetsinnblanding, styring og tilsyn.

Det er flere grunner til dette.

La meg først og fremst feste oppmerksomheten ved den økonomiske risiko som er forbundet med betalingsformidling, med betalings-, avregnings- og oppgjørssystemer.

Den enkleste form er den kredittrisiko som er knyttet til at en enkeltaktør innenfor betalingssystemene ikke er i stand til å dekke sine forpliktelser på oppgjørstidspunktet, med de konsekvenser det har for vedkommende institusjons kontraktspartnere.

Vesentlig mer alvorlig er den risiko som består i at en enkelt stor aktør ikke kan prestere oppgjør med de konsekvenser det har for alle aktører i systemet, såkalt systemrisiko.

Slike problemer kan være knyttet til det innenlandske betalingsoppgjør, men konsekvensene kan bli vesentlig større via smitteeffekter gjennom det internasjonale betalingssystem. I en verden preget av stadig større økonomisk integrasjon hvor begrensninger på det frie vare- og tjenestebytte over landegrensene er opphevet, hvor valutarestriksjoner synes avvirket, med fri bevegelighet av kapital og finansielle tjenester over landegrensene som konsekvens, vil slike risikoproblemer forsterkes. I et slikt internasjonalt integreert system vil manglende betalingsevne hos aktører i ett land kunne spre seg med smittevirkninger

1) Bank for International Settlements (BIS) har blant annet utgitt «Red Book» (beskrivelse av G-10 landenes betalingssystemer) og Lamfalussy-rapporten (krav til netting-betalingssystemer). I EU har European Monetary Institute (EMI) nedlagt betydelig arbeid – som har resultert i flere rapporter om betalingsformidling, bl.a. vedrørende avregning og oppgjør av store betalinger, samt minimumskrav til EU-landenes betalingssystemer.

over til andre land, for eksempel av den type som Herstatt-tilfellet anskueliggjorde for oss allerede tilbake i 1974²⁾.

Med den omfattende verdipapirisering som har funnet sted, og med den voldsomme vekst i transaksjonsmengden i verdipapirmarkedene står en overfor økonomisk risiko i verdipapir-omsetningen og de tilknyttede økonomiske oppgjør. På vår hjemlige arena er det grunn til å minne om tvisten blant annet mellom Bærum Kommunale Pensjonskasse og Noka Securities for kort tid siden, som kunne ha fått konsekvenser for gjennomføringen av verdipapiroppkjøret.

Nå kunne en jo lene seg fortrøstningsfullt tilbake og si: Visstnok er det risiko i betalingsoppkjøret, i avregnings- og oppgjørssystemene, i verdipapiroppkjøret og i oppkjøret over landegrensene, men hva i all verden har vi sentralbanker til – med et «lender of last resort»-ansvar – hvis det ikke er disse som til slutt skal absorbere den økonomiske risiko som avdekkes i form av mulige kriser i de nasjonale og internasjonale betalingssystemer. Har sentralbanker først et ansvar for finansiell stabilitet, så må de også ha evne og vilje til å avverge kriser som kan true stabiliteten i det finansielle system.

Heller ikke denne type tankegang er gangbar mynt i det internasjonale arbeid med betalingssystemer.

Risikoreducerende tiltak i betalingsformidlingen

Man må ha forståelse for at sentralbanker har en vel utviklet sans for risikoaversjon, og samtidig også en vel utviklet sans for å identifisere risiko i det finansielle system og plassere risikoen der den hører hjemme ut fra en vurdering av virkningene av incentivstruktur og såkalte «moral hazard»-holdninger.

Som oppgjørsbank i megleroppkjørene har vi stilt krav om bankgaranti for at meglere til enhver tid har tilstrekkelig økonomisk styrke til å gjøre opp for seg overfor Norges Bank. Hvis et meglerselskap nærmer seg grensen for garantistillelse, utløses automatisk varselklok-

2) Den tyske banken Herstatt Bankhaus fallerte i 1974. Dette medførte store uroligheter i oppgjørssystemene i USA på grunn av at banken, etter å ha mottatt oppgjør av tyske mark, ikke klarte å innfri sine forpliktelser i amerikanske dollar.

ker som i neste omgang leder til krav om ytterligere sikkerhet.

I den løpende pengepolitiske styring sørger Norges Bank for en rimelig tilpasset likviditetsforsyning til pengemarkedet gjennom lån til banksystemet. Utlån fra sentralbanken er i dag belagt med krav om sikkerhet utover den sikkerhet som måtte ligge i at samfunnet har stilt krav om kapitaldekning, likviditetsreserver og felles sikringsordninger for henholdsvis forretnings- og sparebanker i tillegg til Statens Banksikringsfond.

Gjennom den finanskrisen vi har vært vitne til over de senere år i Norge, har Stortinget trukket opp klare retningslinjer som skiller mellom de redningsaksjoner som er forbundet med innsats av risikokapital, og de redningsaksjoner som utelukkende skal bidra til å styrke likviditeten i selskaper som står overfor problemer. Stortinget forutsetter at økonomisk bistand med sikte på direkte redningsaksjoner som følge av at kapitalbasen er undergravet, skal skje på ryddig vis over offentlige budsjetter og bevilget av Stortinget. Når angjeldende finansinstitusjon således har fått en solid forankring i form av en reetablert kapitalbase, har sentralbanken en viktig oppgave i å sørge for tilstrekkelig likviditet også til finansinstitusjoner i krise, men da under den klare forutsetning at det ikke er forbundet med økonomisk risiko.

Er det så noe merkelig og uvanlig i at man fra myndighetenes side stiller krav om garantiordninger mot den økonomiske risiko som aktører i finansmarkedene står overfor og som kan lede til tap for kontraktspartner eller uskyldig tredjemann?

Så langt derifra.

La meg peke på det enkle forhold at vi som bilførere har en obligatorisk ansvarsforsikring fastlagt av samfunnet.

Eiendomsmeglere, advokater, fondsmeglere, ja endog reisebyråer, må stille sikkerhet med sikte på å holde sine kontraktspartnere eller uskyldig tredjemann skadesløs overfor den økonomiske risiko som er forbundet med deres virksomhet.

Det er ikke bare enkle forestillinger om å beskytte tredjemann mot den økonomiske risiko forbundet med slik næringsvirksomhet som ligger bak tanken om forsikrings- eller garantiordninger.

Incentivvurderinger og moral hazard-overveielser er vel så viktige. Den som er aktør i spillet, skal i første rekke bære det økonomiske ansvar som er forbundet med virksomheten. Kostnadene ved å bære denne økonomiske risiko må ligge hos aktøren selv. Hvis ikke, vil det oppmuntre til lettsindighet i den løpende forretningsvirksomhet som andre aktører og samfunnet i stort ikke kan tolerere. Incentivstrukturen må bidra til å legge ansvaret der hvor det rettelig hører hjemme, og noen form for moral hazard vil ikke kunne tolereres.

Hva betyr så en slik prinsipiell tilnærming for betalingsformidling og for betalingssystemene?

Den type risiko jeg innledningsvis skisserte, må etter disse tanker plasseres hos aktørene i betalingsformidlingen og søkes avdekket gjennom garanti- eller forsikringsordninger.

Internasjonalt arbeid for å begrense risikoen

Uansett hva vi måtte mene om en slik tankegang og en slik tilnærming til løsning av problemene internt i vårt eget land er vi nødt til å ta høyde for de internasjonale utviklingstrekk på dette området i BIS-regi og i EU-regi. De standarder som er trukket opp i den såkalte Lamfalussy-rapporten, og som nå søkes lagt til grunn av sentralbankene i de forskjellige land, er nettopp basert på disse prinsipper.

Jeg finner ingen grunn til å legge skjul på at vår egen tankegang klart går i samme retning som utviklingen innenfor EU, og da etter disse linjer:

- De enkelte aktører i betalingssystemene må selv absorbere den kredittrisiko som er forbundet med en banks manglende inndekning på oppgjørstidspunktet.
- Det må fastsettes grenser for hver enkelt deltakers eksponering mot systemet, det vil si hvor stor risiko en enkelt aktør får lov til å påføre de andre.
- Som oppgjørsbank vil sentralbanken kreve sikkerheter som innebærer at oppgjøret kan gjennomføres selv om den banken som er størst netto skyldner, ikke kan gjøre opp for seg.

Våre oppfatninger på dette området gjelder hva enten vi er medlem av EU eller ikke, av to viktige grunner:

- «Annet bankdirektiv» gjelder for oss som EØS-medlem. Direktivet gir spesielt adgang for EØS-banker til å delta i vårt betalingssystem.
- Dessuten: Vi kan ikke være tjent med mindre sikre systemer enn andre land det er naturlig å sammenligne oss med.

Forklaring av noen begreper:

Avregning: Avstemming og tilrettelegging for belastning og godskrift av kundekonti i forbindelse med betalingsoverføringer. Partenes transaksjoner motregnes via avregningen (nettes), og det beregnes et nettoresultat for hver av partene. Avregning eller netting kan skje enten bilateralt eller multilateralt.

Oppgjør: Regulering av formidlernes konti slik at fordringsforholdet utlignes. Dette skjer i første rekke i Norges Bank.

Netto-oppgjør: Oppgjør basert på at transaksjonene blir nettet (motregnet) før oppgjør.

Brutto-oppgjør: En og en transaksjon tas til oppgjør hver for seg.

Realtids brutto-oppgjør (RTGS): Umiddelbart oppgjør av brutto transaksjoner.

Systemrisiko: Risiko for at betalingsproblemer hos en aktør forplanter seg til andre aktører og på den måten skader hele betalingssystemet.

Herstatt-risiko: Grensekryssende risiko som oppstår på grunn av at oppgjør av valuta i ulike land skjer til forskjellige tider. (Oppkalt etter hendelsen med den tyske banken Herstatt Bankhaus som fallerte i 1974.)

Banklovkommisjonen: Regjeringsoppnevnt kommisjon med mandat til å gjennomgå finansinstitusjons- og kredittlovgivningen med sikte på modernisering, samordning og revisjon, og å vurdere behovet for lovregler om betalingsformidling og for å beskytte forbrukernes interesser i avtaler om banktjenester, og å foreslå slike regler som den finner behov for på disse områdene.

Som en liten oppsummering av disse hovedsynspunkter føler jeg behov for å sitere lederen for EMI's arbeidsgruppe for betalings-systemer og for Basel-komiteen, den italienske sentralbankrepresentanten Tommaso Padoa Schioppa, som i et foredrag i Washington i mars i år uttalte det slik (Norges Banks oversettelse):

«Sentralbanken har selvfølgelig alltid mulighet til å fremskaffe nok likviditet til systemet for å unngå at en krise inntreffer. Men dersom stabiliteten og sikkerheten i systemene er basert på forutsetningen om at sentralbanken alltid vil gjøre dette, vil risikoen til slutt øke istedenfor å bli redusert – og den pengepolitiske styringen vil bli svekket. Mengden sentralbankpenger³⁾ vil i så fall da ikke lenger være eksogent bestemt, og sentralbankens rolle ville bli undergravet.

Moralsk hasard og de ytre betingelser ved netting-systemer, krever derfor at sentralbankene omvurderer og forsterker sin rolle innen betalingsformidling. Sentralbankenes reaksjon på disse utfordringene utvikles langs to fronter. For det første arbeider sentralbankene med å fremme tiltak som øker sikkerheten i de innenlandske netting-systemene ved å bruke sin autoritet som oversynsorgan for betalingsystemene.

Sentralbankene ekspanderer også sin operasjonelle virksomhet gjennom å tilby bedre tjenester og ved å utvikle realtids brutto-oppgjørssystemer (real-time gross settlement systems – RTGS).»

Jeg nøler ikke med å si at den generelle holdning som kommer til uttrykk i disse synspunkter, deles av Norges Bank i arbeidet med våre betalingsystemer.

Utviklingen innenfor betalingsformidling har gått med stormskritt over de senere år. Sentralbanker verden over har først relativt sent, etter min vurdering, kommet til en klar erkjennelse av den risiko som er forbundet

3) Sentralbankpenger er definert som summen av utestående sedler og mynt, og finansinstitusjonenes innskudd på folio-konto i sentralbanken. Padoa Schioppa brukte den engelske betegnelsen «outside money», som adskiller seg noe fra sentralbankpenger-definisjonen.

med betalingssystemer, og har tilsvarende sent fått et grep på utviklingen så vel nasjonalt som internasjonalt.

Norges Banks rolle innenfor betalingsformidlingen

Til tross for at man i arbeidet med den nye sentralbankloven klart påpekte behovet for overordnet styring og kontroll med betalingsformidling og betalingssystemer, og til tross for at Norges Bank i 1985 fremholdt behovet for reguleringskompetanse for sentralbanken og en lovfestet plikt til å overvåke og føre tilsyn med betalingssystemene, har ikke Norges Bank noen formell hjemmel til å gripe inn og regulere betalingsformidlingen.

Likevel gir sentralbanklovens § 1 Norges Bank et klart mandat til å «fremme effektive betalingsystemer innenlands og overfor utlandet». I sitt arbeid på dette området har Norges Bank lagt til grunn at effektive betalingsystemer ikke bare betyr kostnadseffektive, men også sikre og hurtige betalingsystemer. Dette er basis for sentralbankens engasjement på dette felt.

Selv om den siterte lovbestemmelse ikke gir oss noen posisjon som konsesjonsmyndighet eller adgang til direkte å gripe inn, må den oppfattes slik at sentralbanken har et lovbestemt ansvar og plikt til å følge nøye med i utviklingen og på passende vis intervensere når det gjelder utviklingen av betalingsystemer så vel innenlands som overfor utlandet.

Det er i første rekke dette lovpålagte ansvar for å «fremme effektive betalingsystemer» som har ledet til at Norges Bank har engasjert seg så sterkt i prissettingen av betalingstjenester. Jeg tror det er riktig å si at Norges Bank, mer enn noen annen statsinstitusjon i Norge, har virket som pådriver i retning av å få en mer kostnadsriktig prissetting i betalingsformidlingen ved at de ulike gebyrer fastsettes ut fra tjenestenes kostnader. Her er viktige barrierer brutt. For nok en gang å vende tilbake til en riktig incentivstruktur: Gratistjenester leder til et overforbruk som representerer sløsing med samfunnsressurser. De signaler og incentiver forbrukerne får gjennom et kostnadsrelatert prissystem leder til en mer rasjonell ressursbruk og en riktigere anvendelse av samfunnets ressurser.

Selv om jeg ikke skal forskuttere Banklovkommisjonens innstilling, er det grunn til å tro at myndighetene vil bli gitt en videre adgang til å føre tilsyn med utviklingen på betalingsformidlingsområdet. Så vidt jeg forstår, er det endog antydning at Norges Bank vil kunne bli dette myndighetsorgan og da en slags konsesjonsmyndighet på området ved at systemenes organisering og drift skal godkjennes av Norges Bank.

Som jeg så vidt har berørt, er imidlertid hele vår internasjonale integrasjon inn i EØS-avtaleverket og en mulig EU-tilknytning av en slik karakter at den direkte og umiddelbart bringer myndighetene inn i betalingsystemene i en ganske annen grad enn tidligere.

Dessuten har vi det meget enkle forhold at det endelige oppgjør finner sted i sentralbanken, som er oppgjørsbank så vel for betalingsystemene som for megleroppgjørene. Sentralbanken er derfor i en situasjon hvor den også har adgang til å stille visse krav for sin deltakelse på toppen av pyramiden i betalingsystemene.

La meg her peke på at det er et naturlig grensesnitt mellom sentralbankens oppgave som oppgjørsbank i betalingsformidlingen og sentralbankens oppgaver i den generelle pengepolitikk, det vil si i likviditetsstyringen. Overtrekk over natten i sentralbanken kan være nødvendig for å smøre og få til et smidig betalingsoppgjør. Men slike trekk på likviditet i sentralbanken bringer oss straks over i den pengepolitiske sfære og over i sentralbankens løpende styring av likviditetstilførselen til banksystemet. I andre land er denne sammenhengen enda klarere. Særlig gjelder det de land som har stilt krav til reserver i sentralbanken ut fra pengepolitiske overveielser, og hvor slike reserver kan benyttes som sikkerhet for eventuelle overtrekk i betalingsoppgjøret.

Fremtidige oppgjørssystemer i Norge

I den nåværende fase er det innledet samarbeid mellom bankene, BBS og Norges Bank med sikte på å finne fram til effektive løsninger på de utfordringer vi nå står overfor. Vi legger til grunn samarbeidsløsninger med bankene i tiden fremover, heller enn å arbeide for et hjemmelsgrunnlag for retningslinjer og forskrifter. Jeg vil imidlertid understreke at i de

avtaler Norges Bank eventuelt vil inngå, vil det bli fastlagt klare forutsetninger i tråd med de generelle holdninger og synspunkter jeg har gitt uttrykk for, og som også er i samsvar med de internasjonale utviklingstrekk vi står overfor.

Vi er selv i ferd med å etablere et reeltids brutto-oppgjørssystem. Etter vårt syn vil et slikt system være et viktig skritt mot lavere risiko i betalingsformidlingen. Det er da også en av anbefalingene fra EMI. I et slikt brutto-system er det naturlig at sentralbanken stiller likviditet for å øke effektiviteten i systemet. En slik trekkadgang i Norges Bank vil imidlertid måtte være beskyttet ved blant annet sikkerhetsstillelse. Introduksjonen av et reeltids brutto-oppgjørssystem i Norges Bank vil kunne fremstå som en konkurrent til de løsninger bankene selv finner for nettosystemer innenfor rammen av BBS eller i tilknytning til BBS.

Det vil formentlig ha fremgått av mitt innlegg at vi i Norges Bank vektlegger risikoreduksjonen i bruttosystemene meget sterkt. Bankene vil på sin side være opptatt av kostnader og effektivitet og vil derfor i utgangspunktet ha en preferanse for nettosystemene fremfor et bruttooppgjørssystem i sentralbanken.

Sentralbanker og de private banker har forskjellige siktemål og lever i forskjellige sfærer i det økonomiske liv. Sentralbanker har i medhold av lov til oppgave å beskytte pengeverdien og sikkerheten i den finansielle sektor. Private finansinstitusjoner har sin virksomhet i en markedsøkonomi med det siktemål å maksimere fortjeneste.

Metodene de to typer av institusjoner arbeider etter, er forskjellige. I et brev som ble sendt fra European Monetary Institute (EMI) til Fédération Bancaire de la Communauté Européenne (Den Europeiske Bankforening) for noen få dager siden, heter det om dette tema blant annet følgende:

«Sentralbankenes initiativ vil av og til stå i konflikt med bankenes interesser og av og til være til fordel for dem. De er imidlertid aldri motivert av et ønske om å overta virksomhet fra bankene. Introduksjon av RTGS-systemer kan for eksempel øke sentralbankenes engasjement i betalings-

systemene. Dersom dette er tilfellet, bør det gjøres klart at dette ikke er et mål, men et resultat av myndighetenes ønske om å bidra til etablering av sikrere mekanismer i betalingsformidlingen.»

Sentralbanker vil, som alle andre institusjoner, kunne stå overfor interessekonflikter. Brevet fra EMI, som vi i Norges Bank gir vår tilslutning til, slutter imidlertid med følgende: «Vi ser ingen reelle interessekonflikter for sentralbankene i deres rolle som oversynsor-

gan, operatør eller deltaker i betalingssystemene.»

Det vil være de forannevnte overordnede hensyn som vil være ledesnoren for sentralbankers engasjement på betalingsformidlingsområdet. Selv om vårt ambisjonsnivå når det gjelder konkurranseflaten overfor bankene er preget av disse prinsipielle overveielser, og er forholdsvis moderat, har vi et høyt ambisjonsnivå når det gjelder sikkerhet og effektivitet i betalingssystemene.

Immunisering av statens utenlandsgjeld

Helge Eide, kontorsjef i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Bakgrunn

Gjennom hele 80-tallet var statens låneaktivitet i utenlandske valutaer forholdsvis beskjeden. I perioden 1991–93 ble imidlertid mye av statens budsjettunderskudd finansiert i de internasjonale kapitalmarkedene gjennom lån i fremmed valuta. Dette ble gjort fordi man ønsket å styrke Norges Banks valutareserver. Fra mai 1993, da man hadde lagt om kurspolitikken og bankenes resultater viste klar bedring, har budsjettunderskuddene igjen blitt finansiert i det innenlandske markedet.

I perioden hvor statens utenlandsopplåning økte, hadde Finansdepartementet og Norges Bank hver sine rammer for valutaforordelingen i henholdsvis gjeldsporteføljen og valutareservene. Disse har vært fastsatt ut fra hensyn til blant annet diversifisering av risiko og likviditeten i markedene.

Norges Banks overskudd tilfaller staten. Reservenes valutaforordeling påvirker dette overskuddet. Tilsvarende vil statsgjeldens valutaforordeling på sikt få konsekvenser for statsregnskapet. Sett i sammenheng er det imidlertid bare størrelsen og valutaforordelingen på «nettoreservene¹⁾», dvs. Norges Banks valutareserver fratrukket statens gjeld, som bestemmer hvilken valutarisiko Norges Bank og staten totalt står overfor. Med separat styring av valutaforordelingen i de to institusjonene, vil en endring av valutaforordelingen i gjelden eller i reservene også påvirke nettoposisjonen. Endringer i størrelsen av gjelden eller reservene vil også påvirke nettoreservenes valutaforordeling.

1) I denne artikkelen har begrepet «nettoreserver» en annen mening enn slik det normalt defineres i Norges Banks regnskap. I regnskapet defineres «netto valutareserver» som totale valutareserver justert for netto terminposisjon i valuta. I denne artikkelen vil en med «nettoreserver» mene den del av valutareservene som ikke har sitt motstykke i stallig låneopptak i utlandet.

Siden valutaforordelingen på nettoreservene har fremkommet som en residual bestemt av valutaforordelingen for gjelden og for de totale valutareserver, har denne forordelingen endret seg betydelig over tid. Ut fra et mål om å diversifisere statens netto valutakursrisiko og å opprettholde reservenes internasjonale kjøpekraft, ville det vært nærliggende å fastlegge en risikonøytral forordeling på nettoreservene, som for eksempel de effektive konkurransevektene, ecu-indeksen eller en indeks beregnet ut fra importvektene.

I tabell 1 vises størrelsen og sammensetningen på valutareservene i årene 1990–94²⁾. Tabell 2 viser den tilsvarende sammensetning av statens gjeld. I tabell 3 sammenlignes den resulterende forordeling av nettoreservene med gjeldende konkurransevekter ved utgangen av hvert år.

2) Sammensetningen 31.12.1990-93 og 30.9.1994. Tallene er hentet fra Norges Banks offisielle resultatregnskap og balanse.

Tabell 1. Valutareservenes forordeling (%) og størrelse (kroner) 1990–1994

Valuta	1990	1991	1992	1993	1994
USD	27,0	17,5	20,0	17,9	19,7
CAD	–	–	–	–	1,0
JPY	16,5	8,6	6,9	7,0	8,7
DEM	20,0	20,2	28,2	30,6	33,3
NLG	4,0	4,0	4,5	0,5	0,4
BEF	–	–	–	–	0,3
FRF	8,3	15,6	18,5	16,1	10,0
GBP	9,9	18,0	13,9	17,2	14,6
ECU	12,3	15,8	7,8	10,0	9,0
CHF	2,0	0,3	0,2	–	–
SEK	–	–	–	–	2,0
DKK	–	–	–	0,7	1,0
Størrelse	82090	80081	66663	141970	134542

Tabell 2. Utenlandsgjeldens valutafordeling og størrelse 1990–1994¹⁾

Valuta	1990	1991	1992	1993	1994
USD	25,8	19,7	19,8	23,1	21,2
CAD	–	–	–	–	1,9
JPY	12,8	14,6	10,2	17,3	18,6
DEM	30,9	19,3	42,2	41,2	39,4
NLG	–	–	0,6	1,0	1,0
BEF	2,2	1,7	1,8	2,2	1,8
FRF	–	–	–	–	0,7
GBP	3,4	2,6	1,1	0,8	0,7
ECU	8,0	24,4	10,5	6,0	7,4
CHF	16,9	17,8	13,8	8,4	7,3
Størrelse	16844	21992	47335	69404	66461

1) Sammensetningen 30.9. hvert år, slik den fremkommer i de årlige lånefullmaktsproposisjoner.

Initiativ til samordnet forvaltning

Høsten 1993 ble det besluttet at valutareserve-
ne skulle deles inn i:

- en immuniseringsportefølje som skulle ha samme størrelse, valutafordeling og renterisiko som statens utenlandsgjeld,
- en likviditetsportefølje som buffer mot valutastrømmer og en investeringsportefølje med lengre plasseringshorisont. Likviditetsporteføljen og investeringsporteføljen vil til sammen utgjøre nettoreservene.

I desember 1993 ble det nedsatt en arbeidsgruppe med representanter fra Finansdepartementet og Norges Bank. Gruppens mandat var å utrede ulike sider ved en samordning av statens gjeld og immuniseringsporteføljen, og hvordan en slik samordning mest hensiktsmessig kunne gjennomføres. Arbeidsgruppen har utarbeidet en rapport som har vært grunnlaget for den videre behandling av saken i Finansdepartementet og i Norges Bank. På bakgrunn av denne rapporten har Norges Bank og Finansdepartementet blitt enige om et regelverk for den fremtidige samordnede forvaltning av utenlandsgjelden og immuniseringsporteføljen.

Retningslinjer for samordning

Immunisering. Ved årsskiftet 1994/95 vil den norske stat ha utestående i alt 13 lån utstedt i utenlandske valutaer. Disse lånene er omsettelige i kapitalmarkedene. I tillegg har Norge mindre låneforpliktelser i form av såkalte private plasseringer. Dette er lån rettet direkte mot en investor, og lånet er ikke omsettelig. De fleste lånene er utstedt med fast rente i hele låneperioden og forfaller i årene 1996–98. Ett lån forfaller allerede i 1995, mens det lengste lånet ikke forfaller til betaling før i år 2003. Når Norge innfrir lån, eller betaler renter, vil dette dekkes fra valutareserve-
ne.

Tabell 3. Nettoreservenes fordeling og konkurransevekter 1990–1994

Valuta	1990		1991		1992		1993		1994	
	Netto- res. forde- ling	Effek- tive konk. vkt.	Netto- res. forde- ling	Effek- tive konk. vkt.	Netto- res. forde- ling	Effek- tive konk. vkt.	Netto- res. forde- ling	Effek- tive konk. vkt.	Netto- res. forde- ling	Effek- tive konk. vkt. ¹⁾
USD	27,3	11	16,7	10,7	20,5	10,7	12,9	10,9	18,2	10,9
CAD	–	1,5	–	1,4	–	1,3	–	1,4	–	1,4
JPY	17,5	8,6	6,3	8,6	–1,2	9,6	–2,9	10,8	–1,0	10,8
DEM	17,2	14,9	20,5	14,6	–6,1	14,8	20,5	14,1	27,3	14,1
NLG	5,0	5,9	5,5	6,9	14,1	5,8	–	6,2	–0,2	6,2
BEF	–0,6	3,0	–0,6	3,0	–4,4	3,0	–2,1	3,1	–1,2	3,1
FRF	10,4	7,5	21,5	7,5	63,8	7,5	31,5	7,4	19,1	7,4
GBP	11,6	12,0	23,8	11,9	45,2	11,8	32,9	13,1	28,2	13,1
ECU	13,4	–	12,5	–	1,2	–	13,8	–	10,6	–
CHF	–1,8	2,1	–6,3	1,8	–33,1	1,8	–8,0	1,8	–7,1	1,8
SEK	–	15,1	–	14,6	–	14,2	–	12,7	4,0	12,7
DKK	–	4,5	–	5,3	–	5,6	1,0	4,8	2,0	4,8
Størrelse	65246		58089		19328		72566		68081	

¹⁾ Effektive konkurransevekter for 1994 offentliggjøres tidlig i 1995. I denne tabellen er vektene for 1993 benyttet også i 1994.

I forbindelse med låneopptaket, eller i løpet av et låns løpetid, kan Finansdepartementet knytte valutabytteavtaler til lånet. Gjennom en valutabytteavtale vil Finansdepartementet bytte gjeld i en valuta mot en fordring på en annen valuta. Slik kan utenlandsgjeldens valutafordeling endres over tid. Gjeldens valutarisiko er derfor ikke knyttet til den valutaen som lånet er tatt opp i, men til den eller de valutaer som staten har gjeldsforpliktelser i etter valutabytteavtalene. På tilsvarende måte er det forskjell mellom lånenes løpetid og gjeldens gjennomsnittlige rentebindingsperiode. Gjennom rentebytteavtaler kan departementet velge mellom en fast rente over et låns løpetid eller en flytende rente som justeres for eksempel hver 6. måned på basis av eksisterende pengemarkedsrenter.

Når Norges Bank immuniserer gjelden, er det et mål å velge investeringer som minimerer valuta- og renterisikoen samlet. Har departementet for eksempel gjeld i tyske mark med en fast rentebinding over 5 år, vil den beste immuniseringsstrategien være å kjøpe tyske statsobligasjoner med samme gjenværende løpetid. Gjeld utstedt med fast rente, og med varighet over ett år, vil normalt kunne immuniseres ved å kjøpe statsgaranterte obligasjoner i de respektive valutaer. Gjeld utstedt med flytende rente kan immuniseres enten ved å kjøpe obligasjoner med flytende rente, eller ved å investere i pengemarkedsinstrumenter, og rullere disse investeringene ved forfall.

Norges Bank og Finansdepartementet har forutsatt at utenlandsgjelden skal være fullt immunisert ved utgangen av 1994. I løpet av 1994 har Norges Bank og Finansdepartementet foretatt tilpasninger av de respektive porteføljer, for å nå målet om full immunisering innen årsskiftet. Mens Finansdepartementet har inngått flere nye valuta- og rentebytteavtaler, har Norges Bank vekslet om valuta og investert i verdipapirer for å dekke gjeldsforpliktelser som i utgangspunktet ikke var immunisert.

Valutafordeling. Når valutafordelingen er lik i Finansdepartementets gjeldsportefølje og i Norges Banks immuniseringsportefølje, og disse er like store, vil det ikke være noen valutarisiko i porteføljene samlet. I utgangspunktet er det derfor mindre viktig å diversifisere

gjelden og de motsvarende investeringer på flere valutaer. Så lenge gjeld i en valuta motsvares av en fordring, er det ikke så viktig hvilken valuta som benyttes til opplåning.

Likevel er ikke valutafordelingen i gjelds- og immuniseringsporteføljen uinteressant. For det første ønsker man at hele valutareserven - også immuniseringsporteføljen - kan benyttes til intervensjoner for å støtte kronkursen. I en situasjon med store intervensjoner er det en realistisk mulighet at flere valutaer er under press, samtidig. Det vil være vanskelig for Norges Bank å selge valutaer som er under press, for å støtte kronen. Derfor vil det være en fordel å ha diversifisert investeringene på de store valutaene amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen. Det er svært usannsynlig at disse valutaene er under press samtidig.

De store valutaene er også de valutaer hvor det er lettest å handle store beløp. Både i valutamarkedet og i obligasjonsmarkedet kan betydelige beløp omsettes uten å påvirke prisene som stilles. Ved gjennomføringen av en immuniseringsstrategi, hvor man gjerne ønsker å foreta større transaksjoner på kort tid, vil god likviditet i markedet være en fordel.

Hovedstyret i Norges Bank har derfor bestemt at følgende rammer skal gjelde for valutafordelingen i immuniseringsporteføljen:

Valuta:	Ramme:
Tyske mark	20-50 %
Amerikanske dollar	20-50 %
Japanske yen	5-30 %
Andre valutaer	5-25 %

Disse rammene sikrer en tilfredsstillende diversifikasjon, samtidig som de er fleksible nok til å kunne utnyttes til å finne valutaer med gunstige låne- og plasseringsvilkår.

Likviditet og sikkerhet. For Norges Bank er det viktig at investeringene i immuniseringsporteføljen ikke må stride mot de krav til likviditet og sikkerhet som gjelder for valuta-reservene. Dette innebærer at immuniseringsporteføljen kan investeres i statsgaranterte verdipapirer, i obligasjonslån utstedt av internasjonale organisasjoner, i kortsiktige innlån i store internasjonale banker med høy kredittverdighet, eller som innskudd i investerings-

banker mot sikkerhet i verdipapirer i låneperioden. Investeringene må være så likvide at verdiene kan realiseres i løpet av kort tid.

En viktig konsekvens av dette er at det ikke kan eksistere gjeldsforpliktelser i valutaer eller i løpetider hvor det ikke finnes likvide markeder for kjøp av obligasjoner. Dette har gjort det nødvendig for Finansdepartementet å gjennomføre valutabytteavtaler for å endre valutassammensetningen av gjelden. Men dette utelukker likevel ikke at Norge kan låne i mindre likvide markeder.

Muligheter for å minimere Norges lånekostnad. Når en gjeldsforpliktelse i en valuta er dekket ved kjøp av en fordring i samme valuta og tilnærmet samme gjenværende løpetid, har man samtidig lukket inn en netto lånekostnad for perioden. Lånekostnaden vil være den renten Finansdepartementet betaler långiverne, fratrukket den avkastningen Norges Bank mottar på motsvarende investering. Når en gjeldsforpliktelse med fast rente er immunisert ved kjøp av en obligasjon med fast rente, er netto lånekostnad kjent over hele lånets løpetid. Hvis et lån med flytende rente immuniseres ved kjøp av pengemarkedsinstrumenter som reinvesteres ved forfall, vil netto lånekostnad ikke være kjent med full sikkerhet. Forskjellen mellom den pengemarkedsindeksen som Finansdepartementets flytende rente er knyttet til, for eksempel LIBOR³⁾, og den avkastning som Norges Bank mottar på pengemarkedsinstrumentet, for eksempel et statssertifikat, kan variere over tid.

Ved en eventuell utleggelse av nye lån i fremmed valuta, vil Finansdepartementet og Norges Bank i fellesskap forsøke å finne valutaer og løpetider hvor marginen mellom lårenten og avkastningen på kjøp av obligasjoner er mest gunstig.

Over tid vil marginene i de enkelte valutaer endre seg. Den valutaen og løpetiden hvor marginen var gunstigst ved låneopptak, trenger ikke være den gunstigste valutaen ett år etter låneopptak. Selv om en netto lånekostnad er lukket inn over et låns løpetid gjennom immunisering, kan lånekostnaden likevel endres. Hvis det er beviselig lønnsomt å endre sammensetningen av gjelds- og immunise-

3) London InterBank Offered Rate, den rente som bankene i London betaler for et innskudd fra en annen bank. LIBOR noteres daglig i London.

ringsporteføljene, for eksempel ved å flytte en gjeldsforpliktelse og en obligasjonsinvestering fra en valuta til en annen, kan Finansdepartementet og Norges Bank i fellesskap gjennomføre slike transaksjoner. I et slikt tilfelle vil Finansdepartementet foreta en valutabytteavtale, samtidig som Norges Bank selger obligasjonene som dekket gjeldsforpliktelsene, veksler om til den nye valutaen og kjøper obligasjoner med samme gjenværende løpetid i denne valutaen.

En regnskapsmessig avregning mellom Norges Bank og Finansdepartementet

Når staten i dag tar opp gjeld i utlandet, vil valutabeløpet øke Norges Banks internasjonale reserver, og altså øke aktivasisden på Norges Banks balanse. Motverdien av valutabeløpet i norske kroner vil godskrives statskassens innestående i Norges Bank, som inngår på passivasisden på Norges Banks balanse.

Avkastningen på valutaeservene inngår som en del av Norges Banks inntekter. Avkastningen er gitt ved summen av løpende renteinntekter, prisendringer på verdipapirene og valutakursreguleringene. Samtidig vil statskassen godskrives en rente på innestående i Norges Bank. Renten fastsettes hovedsakelig på grunnlag av innenlandske faktorer. Avkastningen på valutaeservene vil bare i beskjeden grad påvirke den renten som godskrives statskassen årlig. De årlige resultater vil over tid tilfalle staten i form av overføringer fra Norges Bank. Norges Bank vil altså oppleve resultatmessige svingninger på grunn av utenlandsgjeldens størrelse, en faktor som i utgangspunktet er utenfor bankens kontroll.

Fra 1.1.95 skjer det en omlegging av denne strukturen på Norges Banks balanse. Et beløp tilsvarende verdien av statens utenlandsgjeld vil da skilles ut fra statskassens øvrige innestående i Norges Bank. Dette beløpet anvendes til å opprette en egen konto i Norges Bank, statens valutagjeldkonto. Kontoen er denominert i norske kroner. Ved nedbetaling av gjeld vil beløpet trekkes fra valutagjeldkontoen, og ved nye låneopptak vil motverdien av lånet i norske kroner øke saldoen på kontoen. Internt vil også Norges Bank skille ut immuniseringsporteføljen fra de øvrige valutaeservene.

Den avkastningen staten mottar på årsbasis, vil i fremtiden være todelt. På den del av statskassens totale innestående som ikke er bokført som statens valutagjeldkonto, vil det godskrives en rente etter samme prinsipp som tidligere. Statens valutagjeldkonto vil imidlertid godskrives en avkastning som er lik den avkastning Norges Bank oppnår på immuniseringsporteføljen. I og med at Norges Bank betaler ut i avkastning til staten det samme beløp som banken selv mottar som avkastning på immuniseringsporteføljen, vil ikke utenlandsgjelden lenger påvirke Norges Banks resultat.

Så lenge sammensetningen og størrelsen på immuniseringsporteføljen er lik statens valutagjeldsportefølje, vil også staten være immu-

nisert mot resultatmessige virkninger av utenlandsgjelden. Hvis for eksempel amerikanske dollar skulle stige i verdi mot norske kroner, vil staten isolert ha et valutakurstap på gjeld som er utstedt i amerikanske dollar. Men samtidig vil Norges Bank ha en tilsvarende valutakursgevinst på plasseringer i amerikanske dollar, og på grunn av samordningen vil gevinsten i immuniseringsporteføljen være lik statens tap. Siden en også har gjennomført en resultatmessig avregning av utenlandsgjelden i Norges Banks regnskap, vil denne gevinsten tilfalle staten. Netto vil altså staten ha et valutakurstap på gjelden som nøyaktig motsvares av en godskrivning av statskassens konto i Norges Bank.

Utviklingen i husholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985–1993

Harald Johansen, rådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank

I artikkelen beskrives utviklingen i gjennomsnittshusholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985–1993 for husholdninger i alt og for undergrupper av husholdninger. Tallene viser at evnen til å betjene gjeld bedret seg for alle grupper av husholdninger fra siste halvdel av 80-årene og inn i 90-årene.

Innledning og oppsummering

Formålet med artikkelen er å beskrive utviklingen i gjennomsnittshusholdningenes gjeldsbetjeningsevne i perioden 1985–1993. Som mål på gjeldsbetjeningsevnen nyttes forholdet mellom årlige gjeldsrenter og kontantoverskudd. Kontantoverskuddsbegrepet og forholdstallet som nyttes for å beskrive utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen, omtales i de to etterfølgende avsnittene. Utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen kan blant annet nyttes til å vurdere framtidig utvikling i bankenes tap på utlån til husholdningene. For slike vurderinger kan en beregne hvor følsom gjeldsbetjeningsevnen er for endringer i blant annet rentenivå, lønnsvekst og arbeidsledighet.

Artikkelen redegjør blant annet for utviklingen i gjeldsbetjeningsevnen, gjeldsrenter, årlige kontantoverskudd (husholdningenes kontantstrøm) og gjeld for husholdninger under ett og for ulike grupper av husholdninger. Utgangspunkt for beskrivelsen er lønns- og formuesstatistikken fra Statistisk sentralbyrå. Denne statistikken er ajour fram til og med inntektsåret 1992. Sentrale inntekts- og formuesstørrelser er beregnet for 1993.

Mikrotallene fra inntekts- og formuesstatistikken (IFS) er sammenholdt med makrotall fra nasjonalregnskapsstatistikken (NRS). De to tallsettene viser i hovedsak samme utviklingstrekk. Fordelen ved å bruke mikrotall er at en får fram utviklingen for undergrupper av husholdninger, f.eks. etter sosioøkonomisk gruppe, etter alder og etter inntekt.

Tallmaterialet viser at gjeldsbetjeningsevnen har bedret seg for alle grupper av husholdninger fra siste halvdel av 80-årene og inn i 90-årene. Selvstendig næringsdrivende

og ansatte kommer generelt sett ut med en større forbedring enn pensjonistene. Dette forklares imidlertid av at pensjonistene har liten gjeld og derfor i liten grad har tjent på nedgangen i gjeldsrenter siden 1992. Når en vurderer utviklingen for ulike aldersgrupper mot hverandre, finner en at den største bedringen har funnet sted i aldersgruppen under 25 år, noe som skyldes at de som nå er i denne aldersklassen, har vesentlig lavere renteutgifter enn hva de som var der tidligere, hadde. Deretter følger aldersgruppen 25–34 år. Statistikken viser videre at ansatte med lave disponible inntekter har vært betydelig mer eksponert for endringer i rentenivået enn høyinntektsgruppene, ved at gjeldsrenter utgjør en større del av kontantoverskuddet. Rente-reduksjonen de siste årene, særlig i 1993, har ført til en betydelig bedring i gjeldsbetjeningsevnen for ansatte med lav disponibel inntekt. Beregningene bekrefter videre at arbeidsledighet sterkt reduserer lavinntektsgruppenes gjeldsbetjeningsevne.

Norske lønsmottakere vil som følge av at de har netto rentebærende gjeld, fortsatt bli negativt påvirket av en økning i rentenivået. Gjeldseksponeringen har imidlertid avtatt betydelig de siste årene. I tillegg vil sannsynligvis finansinstitusjonenes kredittrisiko på lån til husholdningene fortsette å avta fordi husholdningene investerer 3–4 prosent av årlig inntekt i finansielle eiendeler. Dette vil gi husholdningene en større «buffer».

«Husholdningenes kontantoverskudd»

For vårt formål har vi funnet det hensiktsmessig å la «husholdningenes kontantoverskudd»

gi uttrykk for evnen til å betale for varer og tjenester og betjene gjeld i form av renter og avdrag. Kontantoverskuddet for husholdningene, basert på IFS-tall, har vi definert (og beregnet) som:

$$\begin{array}{r}
 \text{Yrkesinntekt} \\
 + \text{Renteinntekter} \\
 + \text{Overføringer} \\
 - \text{Skatter} \\
 \hline
 = \text{Kontantoverskudd}
 \end{array}$$

Husholdningenes utgifter til konsum er ikke trukket fra. Det betyr at kontantoverskuddet skal dekke både konsumutgifter og renter og avdrag på gjeld. Av praktiske årsaker har vi ikke forsøkt å beregne en størrelse for husholdningenes faste konsumutgifter. Dersom det var mulig å beregne en slik størrelse, kunne en trukket den fra i beregningen av kontantoverskuddet. Det overskuddet en da satt igjen med, ville vært et mål på det maksimale beløp som husholdningene kunne bruke til å betjene renter og avdrag.

«Husholdningenes kontantoverskudd» gir ikke et fullgodt bilde av husholdningenes gjeldsbetjeningssevne. Denne påvirkes i tillegg av husholdningenes mulighet til å ta opp lån, som igjen avhenger av formuesutviklingen og da spesielt av utviklingen i boligpriser. Muligheten til å ta opp lån varierer sterkt med hvilken sosioøkonomisk gruppe husholdningen tilhører. Det er vanskelig å kvantifisere virkningen av slike muligheter. Også de finansielle fordringene til husholdningene representerer en likviditetsreserve som i mange tilfeller lett kan realiseres, og som det derfor kunne vært naturlig å ta hensyn til ved beregning av gjeldsbetjeningssevnen. Av praktiske årsaker er det heller ikke tatt hensyn til disse faktorene i beregningene.

Videre påvirkes husholdningenes kontantoverskudd i sterk grad av utviklingen i arbeidsledigheten. Kompensasjonen ved arbeidsledighet er på 68 prosent opp til inntekter på 6 ganger grunnlaget i folketrygden (217 000 kroner i 1992). Utover dette kompenseres det ikke for inntektsbortfall. Arbeidsledighet reflekteres i våre tall som en forskyvning fra lønnsinntekt til ytelser fra folketrygden.

Et mål for gjeldsbetjeningssevnen

Forholdstallet «gjeldsrenter dividert på kontantoverskudd», eller gjeldsbetjeningsraten, gir strengt tatt kun uttrykk for husholdningenes rentebelastning. Vår tolkning av det går litt videre enn dette. En reduksjon (dvs. bedring) i forholdstallet er en indikasjon på at husholdningenes evne (om ikke vilje) til å betjene gjelden er bedret. Et høyt nivå på forholdstallet betyr at en stor del av kontantoverskuddet går med til å dekke gjeldsrenter. Da blir en mindre del igjen til kjøp av varer og tjenester og til betaling av avdrag.

Hva sier tallene?

Tabell I viser utviklingen i gjennomsnittshusholdningens kontantoverskudd i perioden fra 1985 til 1993¹⁾. Husholdningenes kontantoverskudd, slik vi har definert det, økte i perioden fra 138 200 kroner til 214 900 kroner målt i løpende kroner. Relativt sett var økningen størst i 1986 og 1987, da veksten var på henholdsvis 15 og 13 prosent. I 1989 ble husholdningenes kontantoverskudd redusert med 2 prosent. Etter dette har det igjen økt. For 1992 og 1993 er nominell vekst beregnet til 1,4 og 0,9 prosent.

Gjennomsnittshusholdningens gjeldsrenter økte fra 17 400 kroner til 35 600 kroner målt i løpende kroner i perioden fra 1985 til 1988. Den årlige veksten disse tre årene var på henholdsvis 39, 27 og 17 prosent. Dette førte til svekket gjeldsbetjeningssevne. Ved inngangen til perioden var forholdet mellom gjeldsrenter og kontantoverskudd på ca. 0,13 og ved utgangen av 1988 på 0,19, altså en betydelig forverring.

I perioden fra 1989 til 1991 økte husholdningenes årlige gjeldsrenter fra ca. 33 000 til ca. 35 000 kroner. Som følge av økning i husholdningenes kontantoverskudd og reduksjon i gjeldsrentene i 1992, ble gjeldsbetjeningsraten bedret fra 0,19 i 1988 til 0,15 i 1992. I denne perioden økte husholdningenes yrkesinntekt med ca. 7 000 kroner.

For 1993 har vi anslått en reduksjon i gjeldsrentene på nærmere 24 prosent fra året før. Dette skyldes nesten utelukkende den

1) Tallene for 1993 er basert på framskrivninger av 1992-tallene.

sterke rentenedgangen i 1993. Nasjonalregnskapsstatistikken viser at reduksjonen i husholdningenes gjeld er såpass begrenset at den bidrar kun til et mindre fall i rentebetalningene. Den anslåtte reduksjonen i gjeldsrenter er betydelig større enn fallet i husholdningenes renteinntekter, som henger sammen med at husholdningene har netto rentebærende gjeld. Gjeldsbetjeningsraten anslås bedret til 0,11, dvs. bedre enn i 1985.

Differansen mellom husholdningenes kontantoverskudd og gjeldsrenter (differansen er tilnærmet lik disponibel inntekt) har i løpende kroner økt i hele perioden med unntak av i 1989. Ved å regne om denne differansen til 1993-kroner kommer vi fram til hva vi har definert som husholdningenes «kjøpekraft», som vi kan bruke til å beskrive utviklingen i husholdningenes mulighet til å konsumere

varer og tjenester samt å betale avdrag på gjeld. Fra 1985 til 1987 bedret «kjøpekraften» seg med i gjennomsnitt 3,2 prosent pr. år, mens den forverret seg sterkt etter dette. Bunnivået i 1989 lå 9,2 prosent lavere enn i toppåret 1987. I 1991 bedret kjøpekraften seg i betydelig grad. Bedringen fortsatte i 1992, og anslagene våre viser enda sterkere bedring for 1993. I forhold til bunnåret 1989 anslår vi en økning i husholdningenes kjøpekraft ved utgangen av perioden med 11,3 prosent, og i forhold til toppåret 1987 anslår vi en økning i kjøpekraften med 1,1 prosent i 1993.

Tallmaterialet viser relativt klart at gjeldsbetjeningssevnen for husholdningene i gjennomsnitt er betydelig bedret i løpet av 1990-tallet, jf. figur 1. Dette avspeiles også i utviklingen i bankenes tap på utlån til personmarkedet, jf. figur 2. Sparebankene har i hele peri-

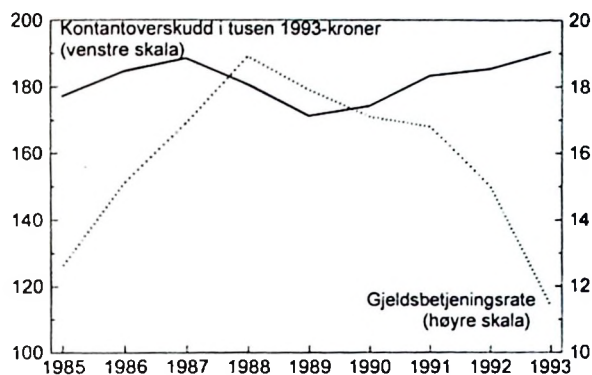
Tabell 1. Inntektsregnskap, utvikling for husholdningene i gjennomsnitt 1985 - 1993, tusen kroner

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993*
I Yrkesinntekt	141	167	193	199	190	197	208	207	215
Lønnsinntekt	123	144	165	173	163	171	181	181	186
II Brutto renteinntekt	7	8	11	13	12	12	12	11	8
III Overføringer	31	33	38	41	44	48	55	57	59
IV Utlignet skatt	41	50	61	65	61	62	65	62	67
Gjeldsrenter	17	24	31	36	33	33	35	32	24
Husholdningenes kontantoverskudd (I+II+III-IV)	138	159	180	189	185	194	210	213	215
Kontantoverskudd minus gjeldsrenter	121	135	150	153	152	161	175	181	190
Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd	12,6	15,1	16,9	18,9	17,9	17,1	16,8	15,0	11,4
Endring fra året før i:									
- kontantoverskudd		15,0%	13,0%	4,7%	-2,0%	4,8%	8,3%	1,4%	0,9%
- gjeldsrenter		38,6%	26,8%	16,6%	-6,9%	-0,0%	6,2%	-9,2%	-23,5%
Kontantoverskudd minus gjeldsrenter omregnet til 1993-kroner (= «kjøpekraft»)	177	185	188	181	171	174	183	185	190
«Justert» kontantoverskudd (I+III-IV)	132	151	169	176	173	182	198	208	207
Netto renter (II-gjeldsrenter)	-11	-16	-20	-23	-22	-21	-23	-21	-16
Netto renter i prosent av «justert kontantoverskudd»	8,2	10,4	11,6	13,0	12,4	11,7	11,7	10,3	7,9

* Anslag.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

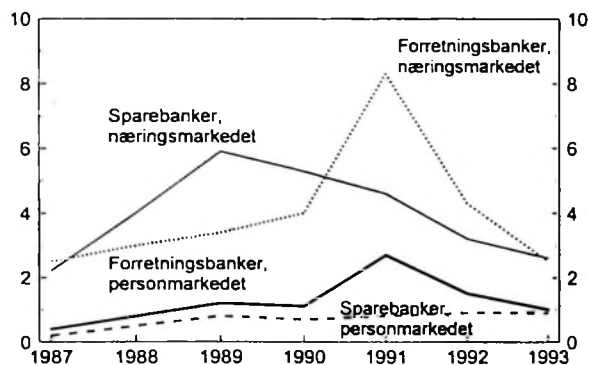
Figur 1. Utviklingen i husholdningenes kontantoverskudd og gjeldsbetjeningsrate



Kilde: SSB og Norges Bank

Gjennomsnittshusholdningens kontantoverskudd i 1993-kroner var i 1987 på 188 000 kroner. Bunnen ble nådd i 1989 da kontantoverskuddet hadde falt til 171 000 1993-kroner. Etter det har husholdningenes «kjøpekraft» bedret seg, og er anslått til 190 000 kroner i 1993. Gjeldsbetjeningsraten nådde maksimalverdien på 18,9 prosent i 1988. Etter dette har raten avtatt og er anslått til 11,4 prosent i 1993.

Figur 2. Tap i prosent av utlån, 1987–1993



Kilde: Norges Bank

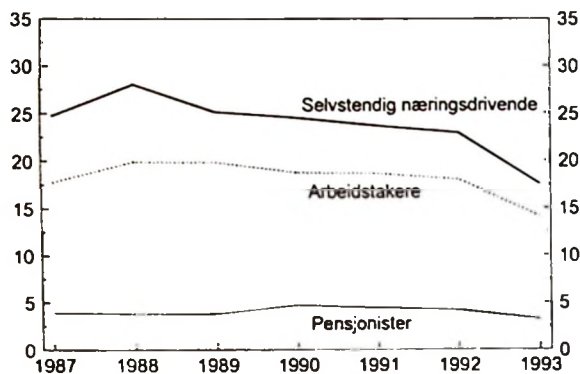
Sparebankene har i perioden 1987–1993 opplevd stigende, men likevel begrensede tap på utlån til personer i prosent av samlede utlån til denne gruppen. Forretningsbankene har i hele perioden hatt relativt større tap på utlån til personer enn sparebankene. Denne forskjellen var særlig stor i 1991 da forretningsbankene hadde store tap på utlån til personmarkedet. Tap på utlån til personmarkedet har imidlertid relativt sett vært betydelig lavere enn tap på utlån til næringsmarkedet for begge bankgrupper.

oden hatt lave tap på utlån til dette markedet. Sett i forhold til samlede utlån til det samme markedet økte imidlertid tapene sterkt fra 1987 til 1989. I 1987 utgjorde tap på utlån i forhold til samlede utlån til personer 0,2 prosent. Dette steg til 0,8 prosent i 1989. I 1993 utgjorde tapene 0,9 prosent. Dette tyder på at bedring i gjeldsbetjeningssevnen først etter et visst tidsetterslep gir utslag i reduserte tap. I forretningsbankene økte de relative tapene fra 0,4 til 1,2 prosent i perioden fra 1987 til 1989. I 1991 steg tapene til hele 2,7 prosent av utlånene. I løpet av de neste to årene ble tapene betydelig redusert, og falt i 1993 til et nivå på 1,0 prosent av utlånene. Forskjellen i tapsutviklingen mellom forretnings- og sparebankene reflekterer sannsynligvis at sparebankene har hatt en relativt god utlånsportefølje i utgangspunktet, mens forretningsbankene under kreditt ekspansjonen i andre halvdel av 80-årene i større grad lånte ut midler til relativt dårlige betalere.

Figur 3 viser utviklingen i husholdningenes gjeldsrenter i prosent av kontantoverskuddet (gjeldsbetjeningsraten) fordelt etter sosioøkonomiske grupper (henholdsvis lønnstakere, selvstendig næringsdrivende og pensjonister) i perioden fra 1987 til 1993. For samtlige grupper er det slik at gjeldsrenter i prosent av «husholdningenes kontantoverskudd» har avtatt i det meste av perioden (for pensjonister først fra 1990). Det er derfor rimelig å konkludere med at samtlige grupper i løpet av 90-årene har fått bedret gjeldsbetjeningssevne.

Videre har alle grupper bedret sin kjøpekraft målt i 1993-kroner. Kjøpekraften til selvstendig næringsdrivende økte med om lag 10 000 kroner fra 1991 til 1993, eller med 3,4 prosent. For ansatte er tilsvarende tall om lag 18 000 kroner og 8,4 prosent. Pensjonistene hadde en økning på om lag 1 800 kroner eller 1,5 prosent, med andre ord en svakere kjøpekraftsutvikling enn ansatte og næringsdrivende. Forklaringen ligger i pensjonistenes relativt lave gjeldsbelastning. Større bankinnskudd enn gjeld gjør at gruppen har positiv netto renteinntekt, med andre ord gruppen taper på en rentenedgang mens andre grupper har fordel av den. I perioden fra 1991 til 1993 er nedgangen i pensjonistenes netto renteinntekter beregnet til 3 400 kroner i løpende kroner.

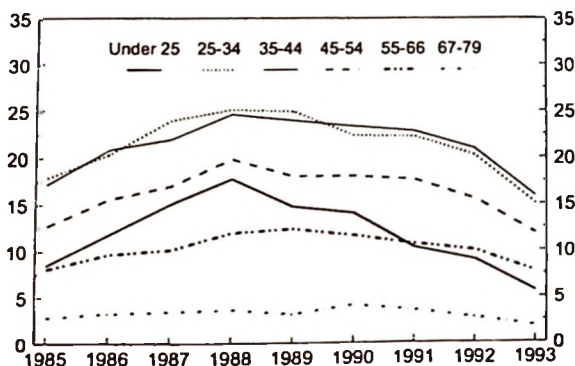
Figur 3. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Sosioøkonomiske grupper. 1987–1993



Kilde: SSB og Norges Bank

For selvstendig næringsdrivende steg gjeldsbetjeningsraten fram til 1988, da den var på 28,0 prosent. Etter dette har gjeldsbetjeningsraten bedret seg hvert år, og er anslått til 15,8 prosent i 1993. Også for lønsmottakere var gjeldsbetjeningsraten svakest i 1988, men har etter det bedret seg og var i 1993 redusert til 12,8 prosent. Gjeldsbetjeningsraten for pensjonister har i hele perioden vært lav og relativt stabil.

Figur 4. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Aldersgrupper. 1985–1993



Kilde: SSB og Norges Bank

Samtlige aldersgrupper med unntak for de eldste har hatt en markert bedring i gjeldsbetjeningsraten fra 1988–1990 og fram til 1993. Den største bedringen har funnet sted i aldersgruppen under 25 år. Deretter følger aldersgruppen 25–34 år.

Figur 4 viser utviklingen i gjeldsbetjeningsraten aldersfordelt for perioden 1985–1993. For alle aldersgruppene opp til 54 år nådde gjeldsbetjeningsraten et bunnivå i 1988. For de to eldste aldersgruppene ble bunnpunktene nådd i 1989 og i 1990. Den største bedringen siden 1988 har funnet sted i aldersgruppen under 25 år. Deretter følger aldersgruppen 25–34 år. For de eldste er forbedringen ubetydelig. Bedringen skrives seg både fra økt kontantoverskudd og lavere rentebelastning. I perioden 1991–1993 økte husholdningenes kontantoverskudd for samtlige aldersgrupper med unntak for de under 25 år. Betalte renter er redusert mest i aldersgruppen 35–44 år, som opplevde en nedgang på ca. 17 500 kroner.

Endringer i gjeldsbetjeningsraten for lønsmottakere som følge av endringer i rentenivå, lønnsvekst og arbeidsledighet

Ut fra IFS-tall for ansatte (lønsmottakere) er det gjort en del enkle følsomhetsberegninger for ansatte i ulike inntektsklasser (disponibel inntekt)²⁾. Resultatet fra disse beregningene er presentert i tabellene 2 og 3. Tabell 2 viser effekten i kroner på kontantoverskuddet av ett prosentpoengs renteendring på henholdsvis fordringer (I står for renteinntekter) og gjeld (K står for rentekostnader). I tillegg viser tabellen virkningen i kroner av ett prosentpoengs endring i lønn og av ett års arbeidsledighet. Tabell 3 viser effekten på gjeldsbetjeningsraten av ett prosentpoengs endring i rentenivået og av ett års arbeidsledighet. Den viser også tall for gjeldsbetjeningsratene slik de var i 1983 (anslag) og i 1992. Det framgår at ansatte med lave disponible inntekter (alle disse kan neppe sies å tilhøre «lavtlønnsgruppen») ifølge selvangivelsen har vært mer gjeldsekspontert enn de med høy disponibel

2) Disponibel inntekt er definert som:

- lønn
- + driftsresultat
- + renteinntekter
- + stønader fra det offentlige
- + stønader fra utlandet
- + andre inntekter
- direkte skatter og trygdepremier
- renteutgifter
- andre utgifter

og samsvarer dermed ikke fullt ut med vårt begrep «kontantoverskudd».

Tabell 2. Effekt på kontantoverskuddet av renteendring, lønnsendring og arbeidsledighet. Lønnsinntakere fordelt etter inntektsklasser. Kroner

Disponibel inntekt	50-100 000	100-150 000	150-200 000	200-250 000	250-300 000	300 000 og over
Effekt på kontantoverskuddet av 1 prosentpoengs endring i renter på fordringer og gjeld, etter skatt	I*: 112 K*:2084 Σ: 1972	I: 253 K: 2002 Σ: 1749	I: 510 K: 2491 Σ: 1981	I: 641 K: 2881 Σ: 2240	I: 787 K: 2890 Σ: 2103	I: 1719 K: 3390 Σ: 1671
Effekt på kontantoverskuddet av 1 prosent endring i lønn	785	1075	1400	1793	2198	3052
Effekt på kontantoverskuddet av arbeidsledighet, 68% kompensasjon opp til 6G, deretter 0% kompensasjon	29 320	37 283	54 031	90 785	126 883	198 654
Memo:						
marginalskattesatser for:						
- renteinnt./kostnader	28%	28%	28%	28%	28%	28%
- lønnsinntekter	30%	35%	37%	40%	42%	45%

*I = renteinntekter

*K = rentekostnader

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 3. Gjeldsbetjeningsrate (gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd) for lønnsinntakere, fordelt etter inntektsklasser. Effekt av renteendring og arbeidsledighet

Disponibel inntekt	50-100 000	100-150 000	150-200 000	200-250 000	250-300 000	300 000 og over
Faktisk rate, 1992	29,5	20,1	19,4	17,8	14,7	12,2
Beregnet ved						
- 1 pp økning i rentenivå	31,3	21,3	20,6	18,8	15,6	13,0
- ett års arbeidsledighet	39,7	26,5	26,1	26,8	24,6	23,0
Estimert rate, 1983	21,4	15,9	15,2	14,3	11,6	9,4

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

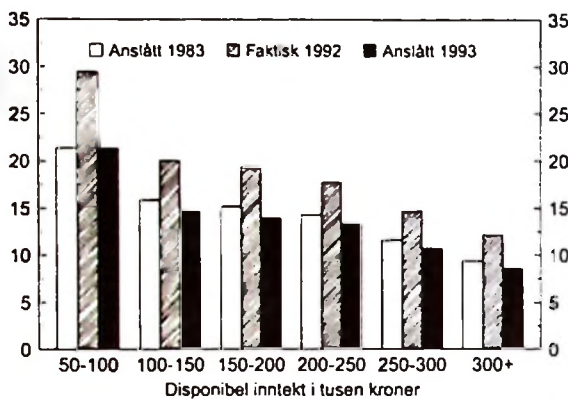
inntekt. I 1992 varierte gjeldsbetjeningsraten for lønnsinntakere fra 30 prosent for lavinntektsgrupper til 12 prosent for høyinntektsgrupper.

Virkingen av renteendringer: De første to linjene i tabell 2 viser effekten på kontantoverskuddet av ett prosentpoengs renteendring på fordringer og gjeld etter skatt. For samtlige grupper av lønnsinntakere er det slik at gjeldsrentene endres med et vesentlig større

beløp enn renteinntektene, en rentenedgang innebærer altså en forbedring for alle gruppene.

Tabell 3 viser blant annet effekten av renteendringer på gjeldsbetjeningsraten, og en ser at effekten er størst for de laveste inntektene. Beregninger viser at fallet i bankenes utlånsrenter på 4,5 prosentpoeng i 1993 bedrer gjeldsbetjeningsraten med ca. 8 prosentpoeng for ansatte i den laveste inntektsklassen og med ca. 3,5 prosentpoeng for ansatte i den

Figur 5. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Lønsmottakere i ulike inntektsklasser. 1983, 1992, 1993.



Kilde: SSB og Norges Bank

Faktisk gjeldsbetjeningsrate er høyere for alle inntektsklasser (av lønsmottakere) i 1992 enn anslått gjeldsbetjeningsrate var i 1983. I 1993 falt bankenes utlånsrenter med i gjennomsnitt 4,5 prosentpoeng. De faktiske gjeldsbetjeningsratene fra 1992 er justert for denne rentenedgangen, og resultatet er vist i søylene for anslått gjeldsbetjeningsrate i 1993. Det framgår at gjeldsbetjeningssevnen etter rentefallet i 1993 (alle andre faktorer er holdt uendret fra 1992) er bedre enn i 1983 for alle inntektsklasser av lønsmottakere unntatt for lønsmottakere i inntektsklassen 50–100 000 kroner.

høyeste inntektsklassen. Dette er illustrert i figur 5.

Virkingen av arbeidsledighet. Den siste linjen i tabell 2 viser virkingen i kroner av arbeidsledighet for den gjennomsnittlige husholdning. Det er forutsatt en kompensasjonsgrad på 68 prosent opp til inntekter tilsvarende 6 ganger grunnbeløpet (G) i folketrygden (217 000 kroner i 1992). Inntekter over dette kompenseres ikke etter gjeldende regelverk.

Marginalskattesatsen er skjønsmessig satt til henholdsvis 30, 35, 37, 40, 42 og 45 prosent for de seks gruppene i tabellen. Beregningene viser at arbeidsledighet har stor betydning for utviklingen i husholdningenes kjøpekraft i alle inntektsklasser.

Effekten på gjeldsbetjeningssevnen av ett års arbeidsledighet er vist i tabell 3. Arbeidsledighet slår spesielt hardt ut for lønsmottakere med lavest disponibel inntekt. Gjeldsbetjeningsraten forverres med ca. 10 prosentpoeng, fra et allerede høyt nivå. For de andre gruppene forverres gjeldsbetjeningsraten med fra 6 til 11 prosentpoeng, mest for grupper med høy inntekt, slik at forskjellen i gjeldsbetjeningsrate mellom disse gruppene blir mindre. Dette skyldes at gjeldseksponeeringen i høyinntektsgruppene blir kraftig skjerpet på grunn av et betydelig fall i inntekt som følge av at kompensasjonsgraden reduseres fra 68 til 0 prosent for inntekter ut over 6 G.

Grunnlagsdataene fra Statistisk sentralbyrå reflekterer det faktiske innslaget av arbeidsledighet i utvalget av husholdninger. Dette kan ikke vi korrigere for i våre beregninger. Denne skjevheten kan bety at vi får noe høye tall for endringen i gjeldsbetjeningsraten når vi anslår virkningen av arbeidsledighet.

Virkingen av endret lønn. Tabell 2 viser effekten på husholdningenes gjennomsnittlige kontantoverskudd dersom lønningene endres med ett prosentpoeng (marginalskattesats som over). Som forventet er beløpet høyere for høye enn for lave disponible inntekter, og forskjellen mellom gruppene er større enn hva den var for en renteendring. En slik, relativt liten lønnsendring har mindre effekt på gjeldsbetjeningssevnen enn de andre faktorene vi har sett på.

Derivatmarkedene

Randi Næs, konsulent i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Den sterke aktivitetsveksten i derivatmarkedene kombinert med svært begrenset informasjon om aktiviteten har økt myndighetenes interesse for risikoen i disse markedene. Rask produktinnovasjon og vekst i et marked vil alltid innebære en fare for «etterslep» både i myndighetenes oppfølgingsrutiner og i aktørenes egne rapporterings- og kontrollsystemer. Derivatmarkedene har ikke skapt nye former for risiko, men enkelte egenskaper ved markedene kan innebære et høyere risikonivå enn i andre finansmarkeder. Oppdaterte kapitaldekningsregler, retningslinjer for risiko-kontroll og bedre regnskapsregler er faktorer som vil bedre myndighetenes muligheter for oppfølging av soliditeten i enkeltinstitusjoner. For å kunne vurdere derivatmarkedenes innvirkning på stabiliteten i finansmarkedene kreves omfattende informasjon om størrelse, struktur og risikoeksponering i derivatmarkedene. Slik informasjon bør også være i aktørenes egeninteresse.

Innledning

Et derivat er en avtale om en framtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av verdien på det underliggende objekt eller variabel som den framtidige transaksjonen gjelder (f.eks. en aksje, en obligasjon eller en valutakurs). Avtalene betegnes derfor derivater («derivatives») eller betingede krav («contingent claims»).

Derivater er svært godt egnet til å styre finansiell prisrisiko, og etterspørselen etter derivater har økt betydelig de siste årene i takt med økende svingninger i valutakurser, rentesatser, aksjekurser og varepriser. På tilbudssiden har det vært en betydelig reduksjon i transaksjonskostnader, dels på grunn av teknologisk utvikling innenfor kommunikasjon og informasjonsbehandling, dels på grunn av de enkelte lands nedbygging av valuta- og kapitalreguleringer.

Sterk aktivitetsvekst kombinert med svært begrenset informasjon om aktiviteten har økt myndighetenes interesse for derivatmarkedene. For eksempel har underliggende kontraktsbeløp i det internasjonale renteswapmarkedet i perioden fra 1989 til 1993 vokst fra 1 503 milliarder USD til 6 177 milliarder USD (over 300 prosent) målt med beholdningstall og fra 834 milliarder USD til 4 105 milliarder USD (392 prosent) målt med trans-

aksjonstall¹⁾. Viktig for myndighetenes interesse er det også at meglerrollen i markedene har endret seg fra ren mellommannsvirksomhet til aktiv handel for egen regning, med en sterkere konsentrasjon av aktivitet som følge. Videre spiller finansinstitusjonene en stadig mer aktiv rolle i markedene både som meglere og sluttbrukere.

Aktiviteten i derivatmarkedene er relevant for tilsynsmessige oppgaver knyttet til oppfølging av soliditet i enkeltinstitusjoner og for myndighetenes overordnede ansvar for stabilitet og effektivitet i det totale finansielle systemet. For sentralbanken er det dessuten av interesse hvordan et omfattende derivatmarked kan påvirke effektiviteten av penge- og valutapolitikken. Dette er imidlertid ikke tema for denne artikkelen.

Finansinstitusjonenes aktive rolle i derivat- og verdipapirmarkedene har så langt medført en oppdatering av internasjonalt gjeldende kredittrisikojusterte kapitalkrav. EUs vedtatte kapitaldekningsdirektiv, som trer i kraft 31.12.1995, pålegger medlemslandenes kredittinstitusjoner (og investeringsforetak) å skille ut sin «handelsvirksomhet» og dekke inn risikoen knyttet til denne med egne kapitalkrav. Norge er forpliktet til å implementere

1) Tallene måler ikke aktørenes risikoeksponering, som i all hovedsak er knyttet til kontraktens markedsverdier. Tallene gjelder underliggende kontraktsbeløp som kun danner bereg-

kapitaldekningsdirektivet i henhold til EØS-avtalen. Baselkomiteens²⁾ forslag til nye anbefalte kapitalkrav for internasjonalt aktive banker (fra april 1993) tilsvarer i all hovedsak EUs kapitaldekningsregler. Baselkomiteen har dessuten nylig (juli 1994) fastsatt retningslinjer for risikostyring vedrørende derivater.

Avgjørende for systemrisikoen i finansmarkedene er faktorer som risikoeksponering, markedsstørrelse og markedskonsentrasjon. Derivatmarkedene har ikke skapt noen nye former for risiko, men faktorer som rask vekst, komplekse instrumenter og utilstrekkelig informasjon kan tale for at risikonivået i derivatmarkedene er høyere enn i de underliggende markeder. Derivater som innebærer høy risiko, leder imidlertid ikke nødvendigvis til høy systemrisiko. På den andre siden kan derivatmarkeder som antas å ha relativt lav risiko, gi betydelige systemeffekter såfremt de er av tilstrekkelig størrelse og har høy konsentrasjonsgrad.

Det er viktig at eventuelle tiltak for å redusere systemrisiko og annen risiko i derivatmarkedene ikke hemmer markedenes risikooverførende rolle i økonomien. Oppdaterte kapitaldekningsregler, retningslinjer for risikokontroll og bedre regnskapsregler er faktorer som vil bidra til bedre muligheter for oppfølging av soliditet i enkeltinstitusjoner. Bekymringen for stabiliteten i finansmarkedene kan trolig reduseres betydelig gjennom bedre informasjon om størrelse, struktur og risikoeksponering i markedene. Bedre informasjon om derivatmarkedene og aktørenes bruk av derivater vil også være nyttig for aktørene selv.

Kort om derivatmarkedene

Det eksisterer et mangfold av ulike derivatinstrumenter som alle er mer eller mindre kompliserte varianter eller kombinasjoner av de to grunnleggende avtaletypene terminer og opsjoner.

2) Baselkomiteen ("Basle Committee on Banking Supervision") arbeider med banktilsynsregler og spørsmål knyttet til bankvesenets soliditet. Komiteen har eget sekretariat i Bank for International Settlements (BIS) og består av medlemmer fra G10-landene og Luxembourg. G10-landene omfatter USA, Canada, Japan, Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia, Belgia, Nederland, Sveits og Sverige.

I en terminavtale har både kjøper og selger rett og plikt til å foreta en framtidig finansiell transaksjon til avtalt pris. Den avtalte prisen settes normalt slik at det ikke foretas betalinger mellom partene på inngåelsestidspunktet, dvs. at verdien av terminen er lik null for begge parter når den inngås.

I en opsjonsavtale har kjøperen en rett, men ikke en plikt, til å kreve avtalen innfridd, mens utstederen har plikt til å innfri opsjonen dersom kjøperen krever det, men ikke rett til selv å kreve innfrielse. I en opsjonsavtale er dermed rettigheter og plikter ulikt fordelt mellom kjøper og selger (utsteder) av kontrakten. Kjøperen betaler et beløp (opsjonspremie) til utstederen ved inngåelsen av kontrakten som vederlag for retten til å utøve opsjonen. Opsjonspremien uttrykker markedsverdien av opsjonen på det tidspunktet kontrakten inngås.

Derivater kan omsettes over børs eller utenom børs i det såkalte OTC («over the counter»)- eller ad-hoc markedet. OTC-derivater er normalt private ikke-standardiserte kontrakter som inngås og gjøres opp bilateralt. Siden kontraktene har en kundespesifikk utforming, er de lite egnet for annenhåndsoversetning. Børsomsatte derivater er standardiserte med hensyn på kvantitet, kvalitet og leveringsbetingelser, de handles åpent gjennom en organisert markeds plass og gjøres opp via en avregningssentral. Avregningssentralen tar ikke selv posisjoner i noen handel, men fungerer som motpart for begge partene i en transaksjon. Avregningssentralen krever at kjøpere og selgere av terminkontrakter og utstedere av opsjonskontrakter skal plassere et beløp (margin) til sikring av kontraktsoppfyllelse. En annen viktig forskjell mellom børs- og OTC-omsatte derivater er at handel over børs er underlagt offentlig regulering, mens derivatvirksomhet i OTC-markedene kun reguleres indirekte gjennom at mange av de aktive institusjonene er underlagt tilsyn.

Derivatmarkedene kan inndeles i fire delsegmenter basert på underliggende objekt/-variable. Disse er rentederivater, valutaderivater, egenkapitalderivater og varederivater, med rente- og valutaderivater som klart dominerende. I en egen ramme er det vist eksempler på derivatkontrakter som omsettes henholdsvis over børs og i OTC-markedene.

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

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

- (1) *Futures* er en betegnelse på standardiserte terminkontrakter som omsettes over børs.
- (2) En *swap* er en finansiell transaksjon der partene avtaler å bytte kontantstrømmer over tid. Swapper kan normalt betraktes som en serie av terminkontrakter (hver betalingstermin representerer en implisitt terminkontrakt). I en renteswap avtaler partene å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter i henhold til forhåndsavtalte regler. En valutaswap er en avtale om å bytte spesifiserte beløp av to ulike valutaer som så skal byttes tilbake igjen til en forhåndsavtalt kurs ved forfall.
- (3) En *FRA* (Forward Rate Agreement) er en terminkontrakt på en rentesats.
- (4) *Caps, floors og collars* er betegnelser for ulike typer opsjoner på en flytende rente. En cap kan betraktes som en serie av kjøpsopsjoner med en kontraktspris som setter «tak» på renten. Tilsvarende kan en floor betraktes som en serie av salgsopsjoner med en kontraktspris som legger «gulv» på renten. En collar er en kombinasjon av en cap og en floor, og sikrer at renten ligger i intervallet mellom de avtalte «gulv»- og «tak»-rentene.
- (5) En *swaption* er en opsjon på en renteswap. Kontrakten gir kjøperen rett til å tre inn i en renteswap på eller innen et bestemt tidspunkt til en forhåndsavtalt pris.

Derivataktivitet i Norge

I Norge har det også blitt økt prisvolatilitet i finansielle markeder, blant annet som følge av liberaliseringen av kredittmarkedet. Dereguleringen av internasjonale markeder sammen med internasjonaliseringen av norsk næringsliv, har gitt norske bedrifter en større eksponering overfor internasjonale prissvingninger. Med unntak av valutaterminmarkedet er de norske derivatmarkedene likevel relativt små. En årsak til dette kan være at brukerne like gjerne handler via mer utviklede utenlandske markeder.

Tilgjengelig statistikk over norske derivatmarkeder og norske aktørers derivataktivitet er ufullstendig, for eksempel finnes det ingen offisiell statistikk som beskriver handelen i rentederivater som ikke noteres på Oslo Børs.

Derivatmarkedet på Oslo Børs. Handel med norske aksjeopsjoner startet i 1986, da Moorgate Options A/S fikk en midlertidig tillatelse av Finansdepartementet til å omsette standardiserte aksjeopsjoner i Norge. I 1989 fastsatte imidlertid verdipapirhandelloven børsplikt for omsetningen, og dette medførte

at all handel ble lagt til Oslo Børs fra 1990. Ved oppstart av handelen på Oslo Børs var det to avregningsentraler, Norsk Opsjonsmarked A/S (NOM) og Norsk Clearing Central A/S. De to sentralene fusjonerte i februar 1991 til Norsk Opsjonsentral (NOS).

Derivatmarkedet på Oslo Børs startet 22. mai 1990 med handel i opsjoner på 5 enkeltaksjer. Handel i opsjoner på OBX-aksjeindeksen startet i juni samme år. OBX er en aksjeindeks som er satt sammen av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. I dag noteres i tillegg futures på OBX-indeksen. Handel i futures på OBX-indeksen startet i september 1992. I juni 1993 ble det introdusert rentefutures på statslånet S463 (1992–2002). I dag noteres det også rentefutures på statslånet S462 (1992–1999). I 1993 ble det omsatt 1,28 millioner opsjonskontrakter mot 471 000 kontrakter i 1990³⁾. Ved utgangen av 1993 var det 44 590 utestående opsjonskontrakter. Dette tilsvarte ca 4,5 millioner aksjer til en underliggende verdi av ca 900 millioner kroner. Totalt ble det omsatt 45 000 futureskontrakter i 1993, hvorav rentefutureskontrakter utgjorde ca 62 prosent. Omsetningen målt i verdi av underliggende objekter var i overkant av 35 milliarder kroner for rentefutures⁴⁾ og beskjedne 5 millioner kroner for futureskontrakter på aksjeindeksen.

Derivataktivitet utenom børs. Den mest fullstendige offisielle statistikk over norske aktørers aktivitet i OTC-derivater finnes for valutaterminmarkedet. Ved utgangen av 1993 utgjorde norske valutabankers utestående valutaterminforretninger med utlandet mot oppgjør i norske kroner brutto 180,6 milliarder kroner. Tilsvarende tall for forretninger med norsk publikum (hovedsakelig foretak) var 62,3 milliarder kroner. I den løpende rapporteringen av valutaterminposisjoner skiller det ikke mellom valutaterminer og valutawap- per.

Valutaswapmarkedet har tradisjonelt spilt en viktig rolle i det norske pengemarkedet. I henhold til en undersøkelse foretatt av Norges Bank av omsetningen i valutamarkedet for april 1992⁵⁾, var om lag 60 prosent av aktivite-

ten i det norske valutamarkedet knyttet til swapforretninger. En viktig årsak til swapmarkedets betydning har vært at bankene i perioden fra 1986 til 1993 var i gjeldsposisjon til Norges Bank. Dermed ble det vanskelig å utvikle et marked for kortsiktige kroneplasseringer i Norge. Etter hvert som pengemarkedet utvikler seg, kan dette føre til endringer i aktiviteten i swapmarkedet mellom norske banker.

Norske valutabanker fikk adgang til å utstede valutaopsjoner høsten 1983, men det var først fra sommeren 1985 at valutabankene fritt kunne utstede slike kontrakter så lenge de holdt seg innenfor reguleringen av bankenes valutavirksomhet. Opsjonsposisjonen må beregnes i henhold til en sannsynlighetsmodell som skal være godkjent av Norges Bank. Valutaopsjoner synes å være lite utbredt i det norske valutamarkedet. I henhold til undersøkelsen for april 1992 utgjorde valutaopsjoner (sammen med valutafutures) kun 0,5 prosent av totalmarkedet.

Det eksisterer ingen offisiell statistikk som beskriver OTC-handelen i rentederivater i Norge. For FRA-markedet har norske «markedet makere» imidlertid sendt inn frivillig månedlig rapportering til Norges Bank siden 1989. Rapporteringen består av beholdningstall for kjøpte og solgte kontrakter ved utgangen av hver måned, fordelt på kontraktsmotpart og kontraktsperiode. I dag handles det primært i FRA-kontrakter som er standardiserte mht. løpetid og kontraktsbeløp. Kontraktsforfall skjer på de såkalte inn-datoene, som er hver tredje onsdag i mars, juni, september og desember. For alle FRA-typer er det regelmessige 3 måneders svingninger i utestående kontraktsbeløp. Dette henger sammen med at inngåelse av nye kontrakter for en gitt FRA-type skjer «jevnt og trutt» helt frem til forfall. Det var en markert økning i aktivitet i 1993 i forhold til 1992. Ved utgangen av august og november 1993 var utestående kontraktsbeløp ca 150 milliarder kroner, mens utestående kontraktsbeløp i tilsvarende måneder i 1992 var henholdsvis rundt 60 milliarder og 90 milliarder kroner. «Market makernes» samlede kjøp er omtrent like stort som deres samlede salg hver måned. Det meste av FRA-

3) En opsjonskontrakt tilsvarer opsjoner på 100 aksjer.

4) Kontraktsstørrelsen på en rentefuture er 1.000.000 NOK.

5) Se Svor; "Kartlegging av valutamarkedene - en undersøkelse

omsetningen er knyttet til handel med innenlandske banker som kontraktsmotpart.

Det norske markedet for renteswapper er trolig blitt større og mer utviklet de siste årene. Det er også mulig å kjøpe og selge obligasjonsterminer og ikke-standardiserte renteopsjoner i Norge, men disse markedene er nok mindre utviklet enn markedene for FRAer og renteswapper.

Derivater og risiko

Tradisjonelle finansielle instrumenter er sammensatt av flere typer risiko. For eksempel innebærer en obligasjonsinvestering både kredittrisiko knyttet til utstederen og renterisiko knyttet til obligasjonskursen. Ved hjelp av derivater kan ulike risikotyper isoleres og styres separat. En obligasjonsinvestering kombinert med et rentederivat kan separere renterisikoen på obligasjonen fra kredittrisikoen knyttet til obligasjonsutstederen. Derivater er derfor svært godt egnet til å styre finansiell prisrisiko. Videre krever derivatplasseringer svært liten kapitalinnsats sammenlignet med plasseringer i de underliggende objekter. Dette gjør derivatene til kostnadseffektive verktøy for overføring og fordeling av risiko.

Selv om derivater gir aktørene en betydelig større fleksibilitet når det gjelder styring av risiko, inneholder disse instrumentene de samme risikokomponentene som tradisjonelle instrumenter som lån, innskudd og verdipapirer. Det vil si markedsrisiko (inkludert likviditetsrisiko), kredittrisiko, operasjonell risiko og juridisk risiko.

Markedsrisiko. Med markedsrisiko menes risiko for verdiendringer som følge av endringer i finansielle priser som renter, valutakurser og aksjekurser. Markedsrisikoen styres normalt ut fra et porteføljeperspektiv, dvs. at fokus settes på nettorisikoen på total portefølje av instrumenter på og utenom balansen. En portefølje vil normalt inneholde mange motgående posisjoner som reduserer risikoen betydelig i forhold til bruttorisikoen. Markedsrisikoen knyttet til en portefølje av derivater kan analyseres med utgangspunkt i risikoprofilen til de to basistypene av derivater porteføljen kan inneholde, dvs. terminbaserte og opsjonsbaserte derivater.

Markedsrisikoen på en *terminkontrakt* er i all hovedsak knyttet til absolutt prisrisiko, dvs. at prisendringer på underliggende objekt gir en proporsjonal endring i verdien av derivatet. En bank som for eksempel har solgt en terminkontrakt til en kunde, kan sikre denne posisjonen med å inngå en motsatt posisjon i underliggende (eller en annen terminkontrakt). Denne sikringen vil, for alle formål, være relativt stabil.

Markedsrisikoen på en *opsjonskontrakt* er mer komplisert enn markedsrisikoen på en terminkontrakt. Verdien av en opsjonskontrakt kan splittes i en egenverdikomponent og en tidsverdikomponent. Egenverdien er verdien dersom opsjonen skulle forfalle øyeblikkelig, mens tidsverdien uttrykker verdien av å kunne vente med å utøve opsjonen (dvs. verdien av at opsjonen kan bli lønnsom eller «mer lønnsom» ved forfall). Egenverdien er lik differansen mellom markedspris og avtalt pris dersom denne er fordelaktig for opsjonskjøperen. Dersom differansen er ufordelaktig, er egenverdien lik null. Tidsverdien påvirkes av en rekke faktorer, blant annet prisen og prisvolatiliteten (størrelsen på prissvingningene) på det underliggende aktivum og opsjonens gjenværende løpetid.

Det kan vises at opsjonens tidsverdi er en ikke-lineær funksjon av prisen på det underliggende aktivum, dvs. at prissensitiviteten til opsjonsverdien endres med endringer i prisen på det underliggende aktivum⁶. I motsetning til terminkontrakter er derfor ikke forholdet mellom endringer i opsjonens verdi og endringer i verdien på opsjonens underliggende aktivum konstant. Opsjoner er dessuten beheftet med volatilitetsrisiko. Endringer i forventet volatilitet til prisen på det underliggende aktivum vil påvirke verdien av opsjonen selv om prisen på det underliggende aktivum er konstant. Desto lengre gjenværende løpetid desto større er mulighetene for at prisen på det underliggende aktivum vil endres i opsjonseierens favør. Verdien av opsjonen vil derfor også påvirkes av at «tiden går». I en egen ramme illustreres risikoprofilen til en europeisk kjøpsopsjon⁷.

6) Se f. eks. Hull, J.: *Options, Futures, and other Derivative Securities*; Prentice Hall, Inc., 1989.

7) En europeisk opsjon kan kun utøves på forfallsdato i motsetning til amerikanske opsjoner, som kan utøves på ethvert tidspunkt mellom kontraktsinngåelsen og forfallsdatoen.

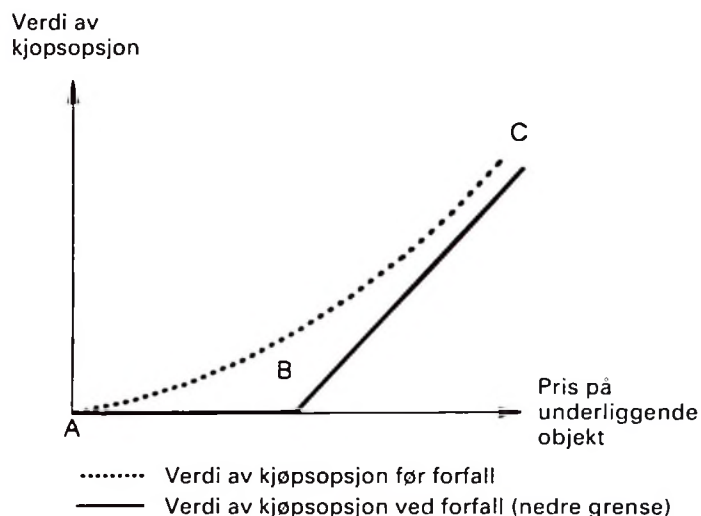
Verdien av en europeisk kjøpsopsjon

Figuren viser verdien av en europeisk kjøpsopsjon før forfall (stiplet linje) og ved forfall (bred linje) som en funksjon av prisen på det underliggende objekt. Figuren gjelder også for amerikanske kjøpsopsjoner så sant underliggende aktivum ikke gir noen fordeler ved eie, f.eks ikke-dividende betalende aksjer.

En *kjøpsopsjon* har positiv verdi ved forfall, dvs er gunstig å innløse, dersom prisen på underliggende objekt overstiger kontraktsprisen. Verdien av en kjøpsopsjon ved forfall er derfor lik null så lenge prisen er lavere enn kontraktsprisen. Ved høyere priser er opsjonsverdien lik differansen mellom prisen og kontraktsprisen.

Verdien *før forfall* vil være høyere enn dette fordi det alltid vil være en mulighet for at opsjonen skal bli verdifull (eller mer verdifull) ved forfall, mens verdien aldri vil kunne bli negativ. Dersom

prisen på underliggende objekt er svært lav i forhold til den avtalte kontraktsprisen, er det lite sannsynlig at kjøpsopsjonen skal bli verdifull (innløst) ved forfall. En marginal prisendring på underliggende objekt vil da gi en liten endring i opsjonsverdien (punkt A i figuren). Dersom prisen på underliggende objekt ligger nær opp til kontraktsprisen på kjøpsopsjonen, vil en tilsvarende prisendring gi en større endring i opsjonsverdi (punkt B i figuren). Dersom prisen på underliggende er svært høy i forhold til kontraktsprisen er det overhengende sannsynlig at opsjonen vil bli verdifull (innløst) ved forfall. Opsjonsverdien vil da nærme seg verdien av underliggende objekt minus nåverdien av kontraktsprisen (punkt C i figuren). (Opsjonseieren har da i realiteten kjøpt det underliggende objekt og implisitt lånefinansiert en del av kjøpesummen.) Før forfall er opsjonsverdien derfor en konveks funksjon av prisen på det underliggende objektet.



Sikring av en opsjon med en posisjon i det underliggende aktivum må justeres kontinuerlig, ettersom tiden går eller prisen på det underliggende aktivum endrer seg, dersom opsjonen fremdeles skal være sikret fullt ut. Prosessen med kontinuerlig å sikre en opsjon med en posisjon i det underliggende aktivum kalles dynamisk sikring.

Likviditetsrisiko er også et element av markedsrisiko og er knyttet til sannsynligheten for at en stor transaksjon i et instrument vil ha merkbare effekter på prisen på instrumentet.

Det eksisterer også en risiko for at et marked plutselig blir illikvid på grunn av en skarp prisbevegelse eller et skift i volatilitet. Likviditetsrisikoen vil normalt være mindre for standardiserte derivater som omsettes i et annenhåndsmarked enn for lite omsettelige ikke-standardiserte derivater. Videre vil likviditetsrisikoen avhenge av størrelsen på derivatmarkedet og graden av markedskonsentrasjon. I en vurdering av likviditetsrisikoen i et spesielt derivatmarked bør man også ta hensyn til at det kan eksistere alternative sikringsprodukter. For eksempel kan en eksponering i

norske renter sikres med FRACr, rentefutures, renteswapper eller posisjoner i obligasjonsmarkedet.

Kredittrisiko. Med kredittrisiko menes risiko for tap som følge av at en motpart misligholder sine forpliktelser. Fordi retningen på finansielle priser er usikker, vil begge partene i en terminkontrakt være eksponert for kredittrisiko. For opsjoner og opsjonsbaserte instrumenter er kredittrisikoen ensidig. Kjøperen av en opsjon betaler for opsjonen ved kontraktsinngåelsen, mens utstederen først må innfri sin forpliktelse hvis og når opsjonen innløses. Kjøperen bærer derfor risiko for at utstederen misligholder forpliktelsen når den skal innfris (eller evt. går fra den på et tidligere tidspunkt).

For derivater som omsettes over børser fungerer avregningssentralen som motpart for begge partene i kontrakten mot at partene stiller sikkerhet i form av margininnbetalinger. I tillegg ompriser kontraktene daglig til markedsverdi og gjøres opp, slik at kredittrisikoperioden er begrenset til en dag. Gitt at avregningssentralen har tilfredstillende sikkerhetsrutiner og reserver vil kredittrisikoen knyttet til børsomsatte derivater derfor være betydelig mindre enn kredittrisikoen knyttet til kundespesifiserte derivater som omsettes i OTC-markedene.

Kredittrisikoen øker med volatiliteten til verdien av det underliggende aktivumet, og med tiden fram til forfall. På forfallsdagen vil kredittrisikoen dessuten avhenge av om det skal foretas faktisk levering av underliggende aktivum (bytte av hovedstol), eller kun en differanseavregning.

Kredittrisikoen i kontraktstiden kan deles i to: gjeldende eksponering og potensiell framtidig eksponering. Gjeldende eksponering er markedsverdien på misligholdstidspunktet (dvs. tapet som oppstår dersom motparten misligholder sin forpliktelse «i dag»). For å beregne gjeldende eksponering på en portefølje av derivater med samme motpart er det av stor betydning om partene har inngått en juridisk bindende motregningsavtale. En motregningsavtale innebærer at betalingsforpliktelser som følger av to eller flere kontrakter mellom partene utlignes, slik at det er nettobeløpet som skal innfris. Såfremt avtalene er juridisk

gjennomførbare i enhver situasjon, vil kredittrisikoen være redusert fra et bruttobeløp (summen av markedsverdier på alle kontrakter med positiv verdi) til et nettobeløp (summen av alle positive markedsverdier minus summen av alle negative markedsverdier). Dersom en parts konkursbo eller administrasjonstyre ikke er bundet av motregningsavtale, kan det velge bare å tre inn i de kontraktene som er til fordel for boet. Det innebærer at avtalepartenes gjeldende kredittrisiko er lik bruttobeløpet, og tapet medkontrahenten lider fordi bo- eller administrasjonsstyret ikke trer inn i de øvrige kontraktene, må meldes inn som uprioriterte krav.

Potensiell framtidig eksponering uttrykker eksponeringen dersom misligholdet inntreffer på et framtidig tidspunkt. Ved mislighold av en derivatkontrakt vil tapet være lik kostnaden ved å gjenanskaffe kontrakten, og denne er lik nåverdien av forventede framtidige kontantstrømmer. For å finne et mål på potensiell framtidig eksponering må man anslå gjenanskaffelseskostnaden dersom de underliggende variable som bestemmer verdien av kontrakten beveger seg i gunstig retning. «Marketmakere» benytter vanligvis simuleringsteknikker eller opsjonsverdimodeller for å anslå to mål på potensiell framtidig eksponering: forventet eksponering og maksimal eksponering («worst case» eksponering).

Potensiell framtidig eksponering på en portefølje av derivater er vanskelig å anslå. Den enkleste metoden er å legge sammen potensiell framtidig eksponering for hver transaksjon. Da tas det hverken hensyn til at transaksjoner i porteføljen kan ha motgående eksponering, eller at maksimal potensiell eksponering kan oppstå på ulike tidspunkter for ulike transaksjoner. Metoden vil derfor i de fleste tilfeller overestimere potensiell framtidig eksponering. Mer kompliserte metoder baseres på simuleringsteknikker for porteføljen.

Kredittrisiko ved forfall (oppgjørskrisiko). For kontrakter der hovedstol byttes ved forfall, vil både størrelsen og fordelingen av kredittrisikoen på oppgjørsdagen være ulik kredittrisikoen i kontraktperioden. I perioden mellom oppgjøret for hvert «ben» i en terminkontrakt kan den part som først innfrir sine forpliktelser, risikere å tape hele hovedstolen dersom motparten misligholder. Den parten

som innfrir sist, vil i teorien kun være eksponert for gjenanskaffelseskostnaden siden han ikke vil innfri sin del av kontrakten dersom motparten misligholder. I teorien er derfor oppgjørslrisikoen asymmetrisk. I praksis er det imidlertid ofte problematisk å kontrollere om korrekt oppgjør har skjedd før egen oppfyllelse av kontrakten.

Operasjonell risiko. Operasjonell risiko er knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer, menneskelig svikt og mangelfull eller feilaktig ledelse/styring. Derivataktiviteter kjenntegnes ved høy grad av kompleksitet og styres ofte av et fåtall spesialister. Dette kan innebære at risikokontrollsystemet blir «hengende etter», f.eks ved at ledelsen ikke vet hva som foregår på derivatområdet. For aktører med store og komplekse derivatporteføljer kan den operasjonelle risikoen være betydelig. Operasjonell risiko må antas å være størst for ikke-standardiserte OTC-derivater med en særpreget instrumentutforming. Børsomsatte derivater kjennetegnes ved høy grad av standardisering som bør gi bedre muligheter til oppfølging av handelen.

Juridisk risiko. Juridisk risiko kan defineres som risikoen for tap fordi en inngått kontrakt ikke kan gjennomføres. Juridisk risiko vil ofte være knyttet til faktorer som utilstrekkelig dokumentasjon, at en motpart ikke har lovlig rett til å inngå kontrakten, usikkerhet om lovligheten av en kontrakt eller kontraktsklausul, og problemer med gjennomføring av en kontrakt i konkurs eller konkurslignende situasjoner. De relevante lover og reguleringer for derivater er ofte fastsatt lenge før derivatene ble utviklet. For derivater har den juridiske risikoen derfor i stor grad vært knyttet til det å foreta nye aktiviteter innenfor et gammelt regelverk⁸⁾. Den juridiske risikoen må antas å være størst for ikke-standardiserte OTC-derivater. For standardiserte derivater er avtaleutformingen generelt mer utprøvet og bør gi opphav til færre rettslige tvister mht. kontraktstolkning.

Oppsummering. Det er generelt større risiko knyttet til OTC-derivater enn til derivater som

8) Et typisk eksempel på juridisk risiko er den usikkerheten som hersker i mange land om motregningsavtaler er juridisk bindende i konkurs- og konkurslignende situasjoner.

omsettes over børs. Produktinnovasjonen skjer hovedsakelig i OTC-markedene, og det er også disse markedene som vokser raskest. En særpreget instrumentutforming innebærer større operasjonell og juridisk risiko enn standardiserte kontraktsbetingelser. Den kundespesifikke utformingen av instrumentene kan dessuten lede til lav likviditet sammenlignet med instrumenter som omsettes i et annenhåndmarked. En kompleks og lite gjennom-siktig risikoprofil kombinert med manglende formelle sikkerhetskrav innebærer videre at kredittrisikoen kan være høy. (Det er imidlertid ingen ting i veien for at partene i en OTC-kontrakt kan avtale ulike former for sikkerhetsstillelse.) Viktig er det også at aktiviteten i OTC-markedene i stor grad er uregulert, mens derivathandel over børs er underlagt relativt streng regulering. Både børsen, avregnings-sentralen og meglerleddet er normalt underlagt offentlig tilsyn⁹⁾.

Derivater og systemrisiko

Med systemrisiko menes risiko for at problemer i et selskap, et markedssegment, et oppgjørssystem, etc. skaper utbredte problemer i andre selskaper, i andre markedssegmenter eller i hele det finansielle systemet.

Forhold som kan medføre systemeffekter, omfatter bl.a. likviditets- eller solvensproblemer hos viktige markedsaktører, forstyrrelser i betalingssystemet, forstyrrelser i kredittallokeringer og illikviditet i viktige markeder. Systemeffekter kan lede til velferdstap fordi økonomiske verdier som ville blitt realisert under normale forhold, går tapt (f.eks ved at selskaper går konkurs).

Fordelen med derivater er at de gjør det mulig å skille ut og isolere ulike risikokomponenter. På denne måten kan risiko fordeles innenfor det finansielle system til dem som har best vilje og evne til å ta på seg risikoen (dvs til minst kostnad). Dette reduserer total-kostnadene ved risikobæring og bidrar til økt effektivitet i økonomien. Dersom derivataktiviteten skaper betydelig systemrisiko, er det imidlertid fare for at de kostnader den private

9) Derivatmarkedet på Oslo Børs er regulert av verdipapirhandelloven §§11 A og 11 B med tilhørende forskrift om handel med opsjoner og terminer. I tillegg foreligger utfyllende standardvilkår godkjent av Finansdepartementet, som igjen utfylles av en rekke standardavtaler utarbeidet av Oslo Børs.

sektor har insentiver til å ta på seg, ikke dekker de totale samfunnsøkonomiske kostnadene ved aktiviteten.

Derivatmarkedene har ikke skapt noen nye former for risiko. Enkelte egenskaper ved derivatmarkedene taler imidlertid for at risikonivået i disse markedene kan være høyere enn i de tradisjonelle finansmarkedene:

- Rask produktinnovasjon og vekst i et marked vil alltid innebære en fare for «etteslep» både i myndighetenes oppfølgingsrutiner og i aktørenes egne rapporterings- og kontrollsystemer. For derivatmarkedene forsterkes dette faremomentet av at aktiviteten gjennomgående er av kompleks natur.
- Svært begrenset informasjon om aktiviteten i derivatmarkedene kan virke forsterkende på eventuelle problemer hos en markedsaktør. Dersom det ryktes at et selskap er i problemer, vil mangel på tidsriktig og nøyaktig informasjon om selskapets faktiske eksponering kunne medføre at andre selskaper trekker seg unna og nekter å handle med/yte finansiering til selskapet. Under slike forhold kan likviditetsproblemer utvikle seg til solvensproblemer. Manglende gjennomskiktighet av eksponeringer kan også lede til at problemer i en institusjon feilaktig antas å være gjeldende for andre institusjoner med tilsvarende aktiviteter.
- Under normale markedsforhold vil økt handel i prisrisiko som følge av tilgang på derivater bidra til økt effektivitet i prisingen av risiko. I perioder med store prisbevegelser kan det imidlertid tenkes at derivatmarkedene påvirker prisdynamikken i de underliggende markedene, samtidig som utviklingen innenfor teknologi og telekommunikasjon har knyttet markedene nærmere sammen. Dette kan ha forsterket finansmarkedenes sårbarhet overfor sjokk, men på dette området kan det ikke trekkes konklusjoner på empirisk grunnlag.

Endret prisdynamikk kan oppstå ved nye mekanismer som virker forsterkende på skarpe prisbevegelser i de underliggende markeder, såkalt «positiv tilbakemelding» (positive feedback). Slike mekanismer har alltid eksistert i finansielle markeder.

«Dynamisk sikring» av opsjoner og opsjonsbaserte instrumenter har imidlertid skapt en tilleggskilde fordi det innebærer kjøp av det underliggende aktivum når prisen øker og salg når prisen faller.

Økende bruk av marginkrav og andre krav om sikkerhetsstillelse kan også bidra til «positiv tilbakemelding» dersom det underliggende aktivum selges for å innfri sikkerheten ved skarpe prisfall. Slike arrangementer er vanlige i børsmarkedene og blir også stadig mer brukt i OTC-markedene.

Ensidig bruk av spesielle produkter eller markeder for sikring av posisjoner kan også lede til mer ustabile priser (såkalt «hedging overhang»). Sterke prisbevegelser kan da utløse sikringsreaksjoner som synes fornuftige for den enkelte markedsaktør men som totalt sett gir en etterspørselsøkning som skaper skarpe prisbevegelser i markedet for det aktuelle sikringsinstrumentet. Slike problemer gjelder særlig for børsmarkedene fordi de på grunn av relativt høy likviditetsgrad og kredittkontroll ofte opptrer som sikringsmarked av «last resort».

- Plassering i derivater krever svært liten kapitalinnsats i forhold til plasseringer i de underliggende markeder. Dette gjør derivatene svært kostnadseffektive som verktøy for styring og fordeling av risiko, men gir på samme tid også betydelig større spekulasjonsmuligheter for gitt kapitalinnsats enn det som er tilfellet for tradisjonelle finansobjekter. Det kan derfor være fare for at derivatmarkedene tiltrekker seg mindre erfarne aktører som prioriterer gevinstmuligheter på (mer eller mindre bevisst) bekostning av risikokontroll.

Høy risiko er ikke i seg selv en tilstrekkelig betingelse for høy systemrisiko. I tillegg må det potensielle tapet være av en slik størrelse og karakter at det kan gi alvorlige smitteeffekter for andre aktører og/eller markeder. Det faktum at en spesiell derivataktivitet innebærer høy risiko leder derfor ikke nødvendigvis til at den er bekymringsfull ut fra et systemrisikoperspektiv. På den andre siden kan derivataktiviteter som antas å ha relativt lav

risiko gi betydelige systemeffekter såfremt de er av tilstrekkelig størrelse og har høy konsentrasjonsgrad.

Meglerrollen i derivatmarkedene har endret seg i takt med den økende etterspørsel etter derivater, fra ren mellommannsvirksomhet til aktiv handel for egen regning. Dette har ført til at derivataktiviteten har blitt sterkere konsentrert. Konsentrasjonen, som i all hovedsak begrenser seg til institusjoner med høy kredittverdighet, skyldes i stor grad stordriftsfordeler i handelssystemet og kostnadmessige fordeler knyttet til sikring av store porteføljer. I tillegg er innslaget av faste kostnader betydelig (høye lønnskostnader og kostnader knyttet til avanserte datasystemer).

Dersom market making i spesielle segmenter av derivatmarkedene er konsentrert blant få aktører og en betydelig «market maker» trekker seg ut, f. eks på grunn av en skarp markedsbevegelse, kan dette tørke ut likviditeten i det aktuelle markedet dersom de gjenværende «market makerene» ikke ønsker en signifikant økning i sine risikoeksponeringer. Fordi de samme aktører ofte er aktive i flere markeder, vil effekter av tilbaketrekkingen raskt kunne spre seg til andre markeder som andre aktører er avhengige av for å kunne avslutte posisjoner på det tidspunkt de ønsker. Dette gjelder spesielt for opsjonsbaserte derivater fordi de normalt krever en dynamisk sikringsstrategi av den underliggende priskeksponering, og dessuten sikring av volatilitetseksponering. Høy konsentrasjon av aktivitet kan derfor ha negative systemeffekter hvis en aktørs beslutninger kan påvirke et helt marked. Dersom transaksjoner mellom market makere utgjør en stor andel av totale transaksjoner, kan dette dessuten innebære at market makerne har så store kreditteksponeringer overfor hverandre at mislighold fra en stor aktør medfører alvorlige smitteeffekter på andre aktører.

En konkret vurdering av systemrisikoen i derivatmarkedene krever en betydelig mer omfattende statistikk enn den som eksisterer i dag, og det arbeides for tiden aktivt interna-

sjonalt med kartlegging av aktivitet og struktur i de globale derivatmarkedene.

En viktig rapport om derivater er utgitt i regi av «the Group of Thirty» (G30) i juli 1993¹⁰⁾. G30-rapporten inneholder en rekke anbefalinger for markedsaktører, lovgivere og tilsynsmyndigheter med hensyn til håndtering av derivatvirksomhet samt en oversikt over sammensetning og aktivitet i derivatmarkedene. Sveriges Riksbank har nylig utført et kartleggingsarbeid av de svenske derivatmarkedene. Utgangspunktet for Riksbankens arbeid har vært derivatmarkedenes innvirkning på det svenske betalingssystemet. I rapporten diskuteres også Riksbankens videre arbeid innenfor derivatmarkedene, der bl.a. oppbygging av en løpende statistikk over derivatmarkedene aktualiseres. I april 1995 skal BIS gjennomføre en omfattende undersøkelse av omsetning og volum i derivatmarkedene som også Norge skal delta i. Denne type undersøkelser foretas hvert tredje år, men tidligere har undersøkelsene kun omfattet valutamarkedet.

Parallelt med dette arbeides det med fastsetting av standardiserte regnskapsregler for derivater. Økende bruk av derivater kombinert med utilstrekkelige regnskapsregler på området har gjort selskapenes eksponering og hele det finansielle systemet mindre gjennomskuttig. I dag kan man ikke ut fra en institusjons balanse danne seg et godt bilde av grad og sammensetning av institusjonens risikoeksponering.

Bedre informasjon om derivatmarkedene og aktørenes bruk av derivater vil være nyttig både for tilsynsmyndigheter og markedsaktører. For myndighetene vil slik informasjon bl.a. kunne bidra til bedre vurderinger av derivatmarkedenes effekter på andre finansmarkeder. For markedsaktørene vil bedre informasjon kunne redusere sannsynligheten for konsentrerte eksponeringer og posisjoner som innebærer uventet risiko i perioder med raske prisendringer.

10) G30 er en internasjonal privat sammenslutning av eksperter fra forskjellige organisasjoner knyttet til finansmarkedene.

Omfattende endringer i reguleringen av forsikring

Vigdis Husevåg, avdelingssjef i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank¹⁾.

Det har vært store endringer i regelverket for forsikring de senere årene. Denne artikkelen gjør rede for EØS-regelverket for forsikring og beskriver hvilke endringer det innebærer for norsk regelverk og konkurranseforholdene for norske forsikringselskaper. EØS-regimet vil trolig øke konkurransen mer mellom selskaper i Norge enn over landegrensene, iallfall på kort sikt. Grensekryssende tjenester og bruk av meglere vil trolig øke gradvis. Internasjonal konkurranse vil antagelig vokse raskere for kommersielle risikoer enn for forbrukerforsikring, og norske selskaper vil sannsynligvis konkurrere mer med andre nordiske selskaper enn med EØS-selskaper utenfor Norden.

Norges Bank har vært høringsinstans for Finansdepartementets forslag om regelendringer for forsikring, og enkelte av Norges Banks synspunkter forklares også i det følgende. I Norges Banks høringsuttalelser er det, ved siden av å sammenholde det foreslåtte regelverket med de relevante direktivene, lagt vekt på hensynet til selskapenes soliditet og på konkurransevilkårene norsk forsikring vil få. Det er dessuten lagt vekt på at norske forbrukere skal ha tilgang til et marked preget av reell konkurranse.

Endringer før EØS

Gjennom nesten 70 år, fra 1911 til slutten av 1980-årene, var regelverket for forsikring i Norge ganske stabilt. Deretter har det skjedd omfattende endringer.

Finansieringsvirksomhetsloven [10] og en ny forsikringslov [11] ble vedtatt 10. juni 1988. Mens forsikringsloven inneholder særlige bestemmelser for forsikring, inneholder finansieringsvirksomhetsloven regler som ut fra konkurransehensyn er felles for alle finansinstitusjoner. Den nye forsikringsloven moderniserte forsikringsregelverket, og et hovedmål ved lovendringen var å fremme konkurransen for å legge press på selskapene til økt effektivitet som kan gi kundene lavere priser og bedre vilkår. Blant de viktigste nyvinningene var innføringen av adgang for kundene til å flytte sine livsforsikringskontrakter, inklusive opparbeidet andel av selskaps overskudd, fra et selskap til et annet. Flyttereglene er viktige for å hindre at kundene låses fast til én tilbyder. Forbrukernes interesser skal også ivaretas ved høye krav til informasjon om hvordan kostnader og overskudd fordeles. Det tas sikte på å gjøre markedet «gjennomsiktig» slik at kundene kan sammenligne vilkår som gis av ulike forsikrings-

selskaper, og også sammenligne med vilkår for andre spareformer, som f.eks. banksparring.

Forsikringsloven er i stor grad en fullmaktslov som hjemler utfyllende forskrifter til mange sentrale lovbestemmelser. Disse utarbeides oftest i Kredittilsynet og vedtas av Finansdepartementet etter omfattende høringer. Som ytterligere supplement kommer Kredittilsynets rundskriv og brev til selskapene. Fra høsten 1989 til høsten 1990 ble det iverksatt omtrent 20 forskrifter. Også i de påfølgende årene kom det flere nye forskrifter. Videre er mange regler blitt endret en eller flere ganger. Det gjelder bl.a. regler om egenkapitalkrav, overskuddsfordeling og flytting.

Innføring av EØS-regler

EØS-regelverket har nødvendiggjort nye omfattende endringer i forsikringsregelverket. EØS-avtalen utvidet EUs indre marked til EFTA-landene Finland, Island, Norge, Sverige og Østerrike. Med EØS-land menes i det følgende EU-land og EFTA-land som er part i EØS-avtalen. EØS-avtalen inneholder alle de viktige EU-lovbestemmelsene for forsikring og andre finansielle tjenester. Sammenlignet med EØS-avtalen ville et norsk EU-medlemskap derfor ikke hatt store konsekvenser for norsk forsikringsregelverk. Det

1) Artikkelen bygger dels på arbeid gjort for pensjonsforsikringsutvalget [8]. Gunnvald Grønvik og Anita Nergård har bidratt med nyttige kommentarer.

er imidlertid visse institusjonelle forskjeller, og EØS innebærer heller ikke noe felles regime overfor tredjeland. EØS-regelverket for forsikring består hovedsakelig av direktiver. Det er opp til hvert lands myndigheter å bestemme hvordan direktivene skal implementeres i nasjonalt regelverk.

I Norge er EØS-tilpasningen for forsikring og andre finansielle tjenester gjennomført dels ved lovendringer, dels ved forskriftsendringer. Den opprinnelige EØS-avtalen ble i mai 1992 ratifisert i Stortinget [25] og de nødvendige lovendringer vedtatt [15]. Med unntak av noen overgangsordninger ble lovendringene iverksatt 1.1.1994, da EØS-avtalen trådte i kraft. EØS-tilleggspakken ble vedtatt av EØS-komiteen 21. mars 1994 og ratifisert i Stortinget i juni 1994 [26]. Samtidig ble nødvendige lovendringer vedtatt [14][12]. Lovendringene ble iverksatt 1.7.1994, da tilleggspakken trådte i kraft. Hvert av de to trinnene med lovendringer er supplert med forskriftsendringer. I begge fasene er arbeidet med forskriftene blitt noe forsinket. Forskriftsarbeidet i tilknytning til tilleggspakken er ennå ikke avsluttet.

Grovt sett kan man si at det indre marked for finansielle tjenester i EØS-området gjennomføres i tre faser: Først for kredittinstitusjoner (primært banker) 1.1.1994 [1]²⁾, deretter for forsikring 1.7.1994 [16][17], og til slutt for verdipapirhandel 1.1.1996 [18] [19]. Implementering av bankreglene er avsluttet, arbeidet med forsikring går mot slutten, mens implementering av reglene for verdipapirhandel står for tur. Norges Bank er involvert som høringsinstans på alle tre områder.

En viktig forskjell mellom det norske regelverket og EØS-reguleringen er at førstnevnte i motsetning til sistnevnte underlegger de ulike tilbydere av finansielle tjenester, inklusive forsikring, visse fellesregler for solvens etc. På områder der norske forsikrings-selskaper skal oppfylle både EØS-regler for forsikring og norske regler felles for alle finansinstitusjoner i Norge, kan det bli tale om en dobbeltregulering som vil bli beskrevet senere.

2) Det indre markeds-regimet for kredittinstitusjoner trådte i kraft i EU 1.1.1993, men mange EU-land har vært forsinket med implementeringen.

Det indre marked for forsikring - hovedtrekk

Gjenforsikring (reassuranse) har tradisjonelt vært internasjonalt preget både i Europa og resten av verden. EF kom derfor tidlig (1964) fram til enighet om indre markedsbetingelser på dette området [20]. Forbrukerforsikring derimot, har i stor grad vært skjermet mot internasjonal konkurranse. Det har derfor tatt mye mer tid å komme fram til et indre markeds-regime for alle typer direkte livs- og skadeforsikring.

Kort oppsummert har det vært *tre trinn på veien mot et indre marked* for forsikring i EU. Det første trinnet ble tatt ved førstegenerasjonsdirektivene [4][5] (for skade i 1973 og for liv i 1979), som omhandler harmonisering av etableringsregler. Etableringshindringer som diskriminerte på grunnlag av nasjonalitet, ble forbudt. Det ble lettere for selskaper fra ett land å etablere seg i et annet, men etableringen stod under vertslandets tilsyn og regler. Neste skritt ble tatt ved annengenerasjonsdirektivene [2][24] (for skade i 1988 og for liv i 1990), som omhandler tjenesteyting over landegrensene. Det ble langt på vei innført et indre marked for visse typer forsikringstjenester som i praksis omfatter profesjonelle kunder; nemlig store risikoer i skadeforsikring og livsforsikring tegnet på kundens eget initiativ. Tredjegerasjonsdirektivene fra 1992 [16] [17] har som formål å ta de siste skritt mot et indre forsikringsmarked. Direktivene utvider det indre marked fra å omfatte profesjonelle kunder til også å omfatte forbrukernes forsikringer.

Hvert EØS-land skal nå godkjenne enhver konsesjon gitt til et forsikringsselskap i et annet EØS-land (prinsippet om *én EØS-konsesjon*). Hvert EØS-land skal anerkjenne tilsynssystemene i hvert av de andre EØS-landene (prinsippet om *gjensidig anerkjennelse*). Selskapets hjemland (der selskapet har hovedkontor) skal ha eneansvar for å føre finansielt tilsyn med selskapets virksomhet, inklusive filialer og tjenesteyting i andre EØS-land (prinsippet om *hjemlandskontroll*). Tilsynet i det indre marked vil med andre ord være desentralisert ved at hvert land har ansvar for «sine» selskaper. Tilsynssystemene er ikke fullstendig harmonisert, men alle må følge visse standarder gitt i direktivene. Det sies i

«forordene» til tredjegerasjonsdirektivene at visse bestemmelser i direktivene definerer minimumsstandarder, der hvert land kan pålegge egne selskap strengere regler. For flere av bestemmelsene fremgår det ikke klart om de kan ansees som minimumsregler. Dette vil kanskje bli klarlagt gjennom avgjørelser av EU- og EØS-domstolene.

I noen tilfeller skal det være tillatt for den enkelte EØS-stat å beholde nasjonale regler. Det gjelder blant annet regler som er nødvendige for å beskytte *allmenne hensyn*. Etter prinsipper fastsatt av EU-domstolen må kravene pålegges alle selskaper som tilbyr tjenester i landet – uten å diskriminere på grunnlag av nasjonalitet innen EØS-området. Videre må reglene være rimelige i forhold til målet, objektivt sett nødvendige og ikke duplisere krav som selskapet allerede oppfyller i hjemlandet. Hvert land kan også opprettholde nasjonale regler for *avtalerettslige bestemmelser*. Hensikten er å beskytte forbrukerne mot å godta en lovgivning de ikke kjenner, og dessuten beskytte dem mot illojal konkurranse (som kan oppstå dersom selskapene generelt vil velge lovgivningen i det EØS-land som har lavest konsumentbeskyttelse). Ved forsikring av store risikoer åpnes det for at partene skal kunne velge loven til et annet land. For å implementere dette har Norge fått en lov om lovvalg ved forsikringsavtaler [13]. I de tilfeller der allmenne hensyn kan trekkes inn og der det er tale om avtalerettslige bestemmelser, er det *rom for skjønn* ved implementeringen av direktivbestemmelsene i de enkelte land.

Nærmere om autorisasjon og tilsyn

Et selskap med konsesjon i ett EØS-land skal stå fritt til å etablere filialer i Norge og til å yte tjenester til norske forsikringstakere fra en base i et hvilket som helst annet EØS-land – uten å måtte søke konsesjon fra norske myndigheter og uten å være underlagt Kredittilsynet angående finansielle forhold. På samme måte vil norske selskaper stå fritt til å etablere filial og drive grensekryssende virksomhet i hele EØS-området fra Norge. Norske myndigheter skal ha enansvar for finansielt tilsyn med norske selskapers virksomhet. Det nye regimet innebærer således *overføring av*

tilsynsansvar mellom EØS-landene: Kredittilsynet mister sitt ansvar for finansielt tilsyn med EØS-filialer i Norge, men får samtidig ansvar for tilsyn med norske filialer etablert i andre EØS-land.

Myndighetene i hvert EØS-land vil likevel beholde en oversikt over utenlandsk virksomhet på deres territorium. Før et selskap kan etablere filial eller starte grensekryssende tjenesteyting må selskapet nemlig gi *melding* til hjemlandets nasjonale tilsynsmyndigheter. Om ikke selskapets soliditet, kompetanse eller andre forhold tilsier innvendinger, kommuniseres meldingen videre til vertslandets tilsynsmyndigheter. Filial og grensekryssende tjenesteyting i annet EØS-land skal kunne startes opp henholdsvis fem måneder og en måned etter at selskapet har gitt melding.

I samsvar med EØS-avtalen er det nå altså lettere å etablere *EØS-filialer* i Norge, og norske myndigheters rett til å intervensere ved insolvens i filialene er redusert. Tilleggs-pakken innebærer fjerning av krav til EØS-filialer om autorisasjon fra norske myndigheter. Dermed kan ikke kapitalkravene og krav om aktuar i EØS-filialer opprettholdes. Det samme gjelder kravet om at daglig leder for virksomheten skal være i Norge. Det holder at lederen enten er statsborger i eller bosatt i et EØS-land.

Første skadedirektiv tillater at kreditt- og annen skadeforsikring drives i samme selskap. Kravet om separasjon av disse aktivitetene er derfor fjernet for EØS-filialer. Forsikringslovens prinsipp om at livs- og skadeforsikring skal drives i separate selskaper, er i tråd med EØS-regelverket, men norsk forskriftsregelverk må justeres slik at EØS-selskaper skal kunne tilby både livs-, ulykkes- og sykeforsikring som fastsatt i tredje livdirektiv.

Restriksjonen i finansieringsvirksomhetsloven om at utlendinger samlet ikke kan eie mer enn 33½ prosent i en norsk finansinstitusjon, fjernes etter en overgangsperiode frem til 1.1.1995. Hovedregelen om at en enkelt eier (norsk eller utenlandsk) skal ha enten 100 prosent eller ikke mer enn 10 prosent av kapitalen beholdes, i og med at denne regelen ikke diskriminerer på grunnlag av nasjonalitet.

Ved avvikling av et livsforsikringsselskap under offentlig administrasjon kunne porteføljen av forsikringskontrakter tidligere overfø-

res bare til norske selskap, men etter at reglene i tredje livdirektiv er innført, kan det skje også til andre selskap med hovedkontor innen EØS-området.

Nærmere om grensekryssende tjenesteyting

Forsikringstakerne skal nå i prinsippet ha anledning til å tegne forsikring med ethvert selskap etablert med hovedkontor innen EØS-området. Kundene skal således ha frihet til å velge innenfor et videst mulig produktspekter. Siden 1988 har nordmenn kunnet tegne all slags skadeforsikring i utlandet. For livsforsikring derimot, har dette vært forbudt siden annen verdenskrig. Forbudet måtte oppmykes ved implementering av annet livdirektiv slik at nordmenn kunne tegne livsforsikring i utlandet på eget initiativ. Implementering av tredje livdirektiv fjerner skillet mellom kjøp på eget initiativ og kjøp som resultat av markedsføring.

Forsikringsselskap med hovedkontor i ett EØS-land har nå lov til å bruke alle normale midler for *markedsføring* av sine tjenester i hele EØS-området. Begrunnet med allmenne hensyn kan det imidlertid kreves at nasjonale regler for form og innhold oppfylles. Hvis et EØS-selskap gir misvisende informasjon i sin markedsføring i Norge, har norske myndigheter dermed rett til å gripe inn på samme måte som de ville ha gjort overfor et norsk selskap.

Også *forsikringsmeglere* kan operere i hele det indre marked [21]. Nordmenn har dermed frihet til å bruke meglere til å slutte alle slags forsikringskontrakter innen EØS-området, og regelen som bare tillot bruk av meglere for visse store risikoer avvikles. Selv om meglere skal ha fri rett til etablering og grensekryssende virksomhet i EØS-området, er gjensidig anerkjennelse av meglerautorisasjoner ikke ansett for nødvendig. Hvert EØS-land kan ha egne regler for meglere, som tilbydere fra andre EØS-land må respektere. EU-kommisjonen har imidlertid understreket at profesjonelle og uavhengige meglere er viktig for å ivareta forbrukerhensyn. I tråd med en anbefaling fra Kommisjonen [7] har Norge i forskrift stilt krav til profesjonalitet og autorisasjon av norske meglere som formidler forsikring utenlands. Norske sikkerhetskrav kan pålegges EØS-meglere i Norge. Hvis de opp-

fyller tilsvarende eller strengere krav i sitt hjemland, tilsier allmenne hensyn unntak fra de norske sikkerhetskravene.

Premier og vilkår

En hjørnestein i EØS-regelverket for forsikring er *produktfrihet*. Gitt at selskapene følger direktivbestemmelsene for forsvarlig solvens og informasjon til kundene, skal de fritt kunne utforme sine produkter og tilby dem for salg i hele EØS-området uten å måtte innhente forhåndskontroll eller gi myndighetene løpende underretninger knyttet til forsikringsvilkår, premietariffer og forsikringsmessige avsetninger. Tredjegenasjonsdirektivene forbyr derfor regler om forhåndskontroll. Med noen unntak forbyr også krav om løpende underretning. Derfor fjernes forskriftskrav og lov-hjemler for forhåndsgodkjenning og -melding om premietariffer og beregning av forsikringsmessige avsetninger innen livsforsikring. (For skadeforsikring har det ikke vært tilsvarende regler). Det nye regelverket skal ikke være til hinder for at det enkelte selskap kan bli pålagt å gi Kredittilsynet alle dokumenter som kan ansees nødvendige for forsvarlig tilsyn.

De norske *flyttereglene* er viktige for å stimulere konkurransen i det norske forsikringsmarkedet. Reglene er laget for å ivareta forsikringstakernes interesser (økt fleksibilitet), og det kan neppe være tvil om at reglene kan opprettholdes for norske selskaper ut fra allmenne hensyn. Det samme gjelder det norske kravet om at *etableringskostnader* for livsforsikringskontrakter skal betales ved kontraktsinngåelsen. Formålet er å synliggjøre disse kostnadene for kunden. I og med at etableringskostnadene tradisjonelt har vært ganske store, vil dette kravet bidra til å stimulere konkurransen.

Nordmenn kan nå fritt slutte livsforsikringskontrakter med EØS-selskaper der forsikringstaker velger (helt eller delvis) graden av risiko på selskapets investeringer av midlene som forvaltes («*unit-linked*»-kontrakter). Dette gjelder selv om EØS-selskapene ikke gir garantert årlig minsteavkastning på denne typen forsikringer. Norske selskaper er pålagt slik garanti. Denne regelen kan opprettholdes, men innebærer en konkurransemessig ulempe

ved å begrense norske tilbyders produktspekter. Det vurderes å fjerne kravet og gi forsikringstakerne ganske stor frihet til å velge risikoprofil [28].

Det er noen unntak fra prinsippet om produktfrihet. Unntakene dreier seg om *obligatoriske skadeforsikringer*, som kan underlegges nasjonale regler ut fra allmenne hensyn. Det er tre typer obligatoriske skadeforsikringer der Norge vil kreve at EØS-selskap oppfyller norske regler; nemlig forsikring som gjelder hhv. arbeidsulykker, farmasøytiske produkter og brann- og naturkatastrofer. Etter endring av naturskadeforsikringsloven skal alle selskaper som tilbyr brannforsikring i Norge, også dekke forsikring mot naturkatastrofer i samme kontrakt og delta med avgift i den norske naturskadepoolen [12]. Det gjelder uavhengig av hva slags legal form selskapene opererer under i Norge. Norske forsikringstakere som tegner brannforsikring med utenlandske selskaper som ikke er medlemmer av poolen, må betale en tilsvarende avgift til poolen. Disse reglene søker å bevare solidariteten mellom norske forsikringstakere, uten å påføre de norske selskapene konkurranseulempe.

Forsikringsmessige avsetninger

Både liv- og skadeselskaper skal ha tilstrekkelige forsikringsmessige avsetninger til å oppfylle forpliktelsene overfor forsikringstakerne. Under førstegenerasjonsdirektivene skulle disse avsetningene oppfylle reglene i det land der virksomheten fant sted. For å komme fram til enighet om det indre marked-regimet, var det nødvendig å fastsette visse felles minstekrav i tredjegerasjonsdirektivene på dette området [16][17].

De norske reglene for forsikringsmessige avsetninger innen livsforsikring er forskjellige fra det som er vanlig i andre EØS-land. Der er det vanlig at avkastningen på kundenes midler avsettes i et bonusfond som dekker selskapets samlede forpliktelser overfor forsikringstakerne. Ved utbetaling av ytelsene får forsikringstakerne en garantert minsteavkastning på innbetalte premier regnet over hele kontraktens løpetid. Dersom selskapet har oppnådd høyere avkastning enn garantert minimum, får kunden i tillegg sin andel av dette overskuddet. Denne ordningen gjaldt også i Norge inntil

den nye forsikringsloven ble iverksatt. Da ble bonusfondene oppløst og fordelt til de enkelte forsikringskontrakter, og det ble innført regler om årlig rentegaranti og årlig fordeling av overskudd til forsikringstakerne.

Når selskapets forpliktelser overfor hver enkelt forsikringstaker nå føres på den enkelte kundes konti, er behovet for «ufordelte» forsikringsmessige avsetninger mindre enn før. Tidligere kunne selskapene bruke det «ufordelte» bonusfondet til å dekke tap både knyttet til forsikringstilfeller og tap ved kapitalforvaltningen. Nå er det ansvarlig kapital, som beskrives nedenfor, som skal utgjøre den siste sikkerhet mot at selskapene ikke greier å innfri rentegarantien til forsikringstakerne. Den ansvarlige kapitalen tjener også som en siste buffer mot eventuelle ekstraordinære tap i forsikringsvirksomheten.

Selv om det norske systemet avviker fra det som er vanlig i andre EØS-land, kan det opprettholdes med visse mindre tilpasninger. Direktivene fastsetter bl.a. at garantert rente skal settes på et «forsiktig» nivå. Dette er spesielt viktig i Norge nå som selskapene gir årlig rentegaranti og ikke lenger har bonusfondet som buffer mot svingninger i avkastningen. Øvre grense for årlig rentegaranti på nye kontrakter ble i tråd med dette senket fra 4 til 3 prosent i desember 1993.

Ansvarlig kapital og solvensmargin (dobbelregulering)

Krav til *ansvarlig kapital*, basert på EUs tilsvarende krav for kredittinstitusjoner [22] [23], ble iverksatt i Norge i mars 1991 for alle typer finansinstitusjoner, inklusive livs- og skadeforsikring, men med en opptrappingsplan for forsikring ut 1997 [9].

I motsetning til de norske reglene, har EØS-regelverket ulike kapitalkrav for kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper. EU har ansett dette for mest hensiktsmessig ut fra den ulike risikoeksponeringen disse institusjonene har.

EØS-selskaper skal i tillegg til de forsikringsmessige avsetningene også ha en kapitalreserve, kalt *solvensmargin kapital*. Denne skal bestå av selskapets frie formue, det vil si «overskuddsmidler» (også kalt «frie aktiva») utover det som er nødvendig for å dekke inn-

gåtte forpliktelser overfor forsikringstakerne. Solvensmarginkravet er inntatt i forsikringsloven sammen med hjemmel for utfyllende forskrifter.

Norske forsikringsselskaper må således oppfylle to sett kapitalkrav: solvensmarginkravet og krav til ansvarlig kapital. Med få detaljunntak kan samme kapital brukes til å oppfylle begge kravene. De to kravene beregnes imidlertid på svært ulik måte: Solvensmarginkravet er beregnet ut fra forpliktelsene på passivasiden, mens kravet til ansvarlig kapital beregnes ut fra kredittrisiko på aktivasiden. Det er derfor i mange tilfeller vanskelig å si noe om oppfyllelse av det ene kravet også innebærer oppfyllelse av det andre. Denne dobbeltreguleringen innebærer derfor et uoversiktlig regelverk.

Dobbeltreguleringen er et resultat av at Norge pålegger forsikringsselskapene både EØS-kravene til forsikringsselskaper, som Norge er forpliktet til etter EØS-avtalen, og EØS-kravene til kredittinstitusjoner. Sistnevnte krav (om ansvarlig kapital) er som nevnt over pålagt også forsikringsselskaper i og med at de gjennom finansieringsvirksomhetsloven er underlagt visse felles regler for alle finansinstitusjoner.

Det er ingen andre EØS-land som har tilsvarende dobbeltregulering. De norske kravene til ansvarlig kapital kan ikke pålegges EØS-selskapers virksomhet i Norge. Det er imidlertid vanlig at EØS-land har strengere kapitalregler enn minimumskravet i EØS-reglene, som er kritisert for å være utilstrekkelig og er under revurdering i Kommisjonen.

Investeringsregler

Forsikringsselskapene skal i prinsippet kunne investere «frie aktiva» nevnt ovenfor, slik de vil, forutsatt at investeringen ikke strider mot forbudet mot forsikringsfremmed virksomhet (spesialiseringsprinsippet).³⁾ Forsikringslovens hovedregel om at et forsikringsselskap bare kan eie en begrenset andel (15 prosent) av aksjene i et bestemt selskap som ikke er forsikringsselskap eller finansinstitusjon, er derfor opprettholdt. Bortsett fra understre-

3) «Frie aktiva» beregnet etter forslag til nye forskrifter, utgjør omtrent en tidel av samlet forvaltningskapital for de fire største norske forsikringskonsernene.

kingen av at spesialiseringsprinsippet også gjelder for «frie aktiva», omhandler direktivenes investeringsregler bare forsikringsmessige avsetninger. De generelle prinsippene for kapitalforvaltning er å forvalte midlene forsvarlig under hensyn til sikkerhet, risikospredning, likviditet og avkastning. Dette er inntatt i forsikringsloven. Videre spesifiserer direktivene visse grenser for eksponering overfor valutarisiko. Dette innebærer at norske forsikringsselskaper for første gang underlegges eksplisitte begrensninger av valutarisiko. Direktivene angir også minimumskrav når det gjelder å begrense risiko knyttet til enkeltengasjementer. Forslag til norske forskrifter om kapitalforvaltning trekker opp strengere grenser enn dette. I tillegg foreslås begrensninger som ikke finnes i direktivene angående investering i verdipapirfond, aksjer og rentebærende papirer som ikke er garantert av stat, sentralbank, finansinstitusjon etc. innen EØS-området. Norges Bank uttalte (1.9.1994) at selskapene først og fremst bør følge de generelle prinsippene nevnt over. De spesifiserte grensene må ha som formål å forhindre klare brudd på disse prinsippene, og bør ikke være så snevre at de hindrer selskapenes normale tilpasning. Etter Norges Banks vurdering er de foreslåtte begrensningene i selskapenes investeringsadgang relativt strenge.

Største enkeltkundeengasjement (dobbeltregulering)

Videre er det foreslått at forsikring skal ha samme regler for største enkeltkundeengasjement som andre finansinstitusjoner. Disse reglene er basert på EØS-regler om bankers største engasjementer. Norges Bank uttalte (1.9.1994) at det synes rimelig å anta at forslaget vil begrense norske livsforsikringsselskapers beholdning av bank- og kredittforetaksobligasjoner. Det kan ikke utelukkes at dette øker innlånskostnadene for enkelte kredittforetak og at slike obligasjoner mister noe av sin likviditet. Etter Norges Banks vurdering er det heller ikke nødvendig med en så streng regulering for å begrense risikoen for forsikringsselskapene. Norges Bank anbefalte derfor at reglene bør gjøres mindre strenge. Dersom norske forsikringsselskaper skal

pålegges dette forslaget som er felles for alle norske finansinstitusjoner, vil forsikringselskapene stå overfor en dobbeltregulering i og med at de også må oppfylle EØS-reglene for forsikring. To krav skal oppfylle samme hensikt: EØS-kravet regnes i forhold til de forsikringsmessige avsetningene, mens det norske forslaget beregnes ut fra krav til ansvarlig kapital.

Regler om flytterett mv. for norske selskaper og andre EØS-selskaper

Det er i de norske regelutkastene foreslått at EØS-selskaper som tilbyr tjenester i Norge gjennom filial eller grensekryssende tjenesteyting, skal oppfylle norske regler for kostnadsfordeling og flytterett for kundene, men unntas fra norske regler om årlig fordeling av overskudd til kundene. Slike regler finnes ikke i andre EØS-land. For at flytteretten skal ha et reelt innhold er det viktig å sikre at kundene som flytter, blir tildelt sin opparbeidede andel av overskuddet i selskapet, fratrukket flyttekostnadene. De norske flyttereglene sikrer dette. Reglene bygger på det norske systemet for årlig fordeling av overskudd og kostnader. Dersom EØS-selskaper skal unntas fra norske bestemmelser om årlig overskuddstildeling, kan det være vanskelig å lage regler for tildeling av overskudd ved flytting som er sammenlignbare og like gode som det norske selskaper er forpliktet til. På den annen side kan hevdes at det bør overlates til forbrukerne å avgjøre om de vil tegne kontrakter med flytterett eller ikke. Da trenger ikke EØS-selskapene pålegges noen av de nevnte norske reglene, og EØS-selskapene slipper å særbehandle norske kunder. Norges Bank ga i sin høringsuttalelse (12.10.1994) under betydelig tvil uttrykk for at det bør legges størst vekt på å sikre reell flytterett, slik at EØS-selskapene bør pålegges alle de nevnte kravene. Norges Bank fremholdt fritak fra alle de nevnte kravene som den nest beste løsningen.

Det er også foreslått at norske selskaper i andre EØS-land kan unntas fra norske regler om flytting og betaling av etableringskostnadene ved kontraktsinngåelse, men at de skal oppfylle norske regler om fordeling av overskudd og kostnader når de ikke strider mot vertslandets avtalerettslige bestemmelser.

Norges Bank anbefalte under tvil at norske selskaper i andre EØS-land bør kunne fritas fra alle de nevnte norske reglene. Det er imidlertid viktig å kontrollere at selskapene som følge av dette ikke taper norske kunder ved sin virksomhet i andre EØS-land.

Samarbeid og fusjoner

EØS-avtalen inneholder konkurranseregler som er felles for alle typer foretak, inklusive forsikring. Hovedmålet er å unngå forstyrrelser i konkurransen for EØS-området sett under ett. *Samarbeidsavtaler* som forstyrrer konkurransen, skal forbys. Visse typer samarbeidsavtaler i forsikringssektoren er imidlertid unntatt [6]. Selskapene skal ikke kunne omgå prinsippet om fri konkurranse ved å inngå *fusjoner* for å oppnå en dominerende markedsposisjon i det indre marked [27]. Norske forsikringselskaper er små sett i EØS-sammenheng, og de utøver hovedsakelig sin virksomhet i Norge. Eksisterende EØS-rammeverk vil neppe sette grenser for fremtidig konsentrasjon i det norske forsikringsmarkedet. Fusjonsrestriksjoner for norske forsikringselskaper vil fortsatt avhenge av norske myndigheters politikk for markedsstruktur og -konsentrasjon.

Nye EU/EØS-regler under vurdering

EU/EØS-rammeverket for forsikring gir ikke full harmonisering, og ytterligere koordinering vurderes. Det gjelder spesielt regler for beskatning av grensekryssende tjenesteyting innen livsforsikring. Det arbeides også med harmonisering av regler for konkurs og bedrageri, samt forvaltning og investering av pensjonskassers midler. Videre vil det kanskje komme nye regler om blant annet solvensmargin, forsikringsmeglere og finansielle konglomerater. Av hensyn til det indre markeds funksjonsdyktighet kan blant annet avtalerettslige bestemmelser bli harmonisert. Videre vil fremtidige domsavsigelser fra EU- og EØS-domstolene kunne klargjøre tolkning og praktisering av prinsipper i direktivene, som f.eks. i hvilke tilfeller allmenne hensyn kan berettiggje særmasjonale regler.

Fremtidsutsikter for internasjonal konkurranse

Tilpasningen til et indre EØS-marked for forsikring innebærer en stor åpning for utenlandsk konkurranse i Norge. Innen en kort tilpasningsperiode (1992–1994) skal alle formelle barrierer mot konkurranse fra EØS-selskaper være fjernet. Dette gjelder restriksjoner knyttet til megling og grensekryssende tjenesteyting så vel som diskriminerende regler for EØS-selskapers rett til etablering og eierskap i Norge. Liberaliseringen vil påvirke de ulike delene av norsk forsikringssektor på forskjellig måte. Effekten for gjenforsikring og forsikring av visse store risikoer innen skadeforsikring (som store marine risikoer) vil bli begrenset, i og med at dette tradisjonelt har vært internasjonalt preget. For resten av forsikringsmarkedet åpner dereguleringen for *et nytt konkurransepress*, både innen Norge og over landegrensene.

Ikke-harmoniserte skatteregler vil imidlertid hemme grensekryssende tjenesteytelser innen livsforsikring. En dom i EU-domstolen (Bachmann-dommen) kan tolkes slik at Norge, ut fra skattehensyn, kan nekte nordmenn fradragsrett for premieinnbetalinger til pensjonsforsikring tegnet i selskap som ikke er etablert med enten datterselskap eller filial i Norge [3]. Gunstig skattemessig behandling har stor betydning for realverdien av premier og ytelser og kan neppe oppveies av lavere priser eller høyere ytelser i andre land. Inntil dette problemet eventuelt løses, er det derfor grunn til å tro på liten konkurranse mellom norske selskaper og selskaper fra andre EØS-land når det gjelder grensekryssende ytelser innen livsforsikring.

Et annet forhold som kan tilsi at livsforsikringskunder velger nasjonale selskaper, er at disse selskapene ofte har kontrakter som er «skreddersydd» som supplement til landets sosiale sikkerhetsnett og til pensjonsordninger som er obligatoriske eller knyttet til bestemte yrker.

Å tegne en livs- eller skadeforsikringskontrakt dreier seg om å kjøpe sikkerhet slik at man beskyttes mot visse risikoer. Tillit til selskapet og tilsynsmyndighetene er derfor avgjørende. Norske forsikringstakere, spesielt forbrukere, kan foretrekke selskaper under

norsk tilsyn fordi regler for forbrukerbeskyttelse kan variere fra land til land, blant annet med hensyn til avtalerettslige bestemmelser og nasjonale regler for forsikringstakernes prioritet ved konkurs. Tilliten til selskaper fra andre EØS-land kan imidlertid tilta etter hvert som informasjon om og erfaring med slike selskaper øker. For forbrukerforsikring vil grensekryssende tjenester trolig øke mest innen Norden, fordi nordiske land har ganske like tradisjoner for forbrukerbeskyttelse og tilsyn. Kulturelle og språklige barrierer er også små mellom disse landene.

Alt i alt er det flere forhold som tilsier at konkurransen mellom norske selskaper og selskaper fra andre EØS-land vil bli begrenset for grensekryssende ytelser innenfor forbrukerforsikring. Konkurransen kan imidlertid stimuleres ved *EØS-selskapers oppkjøp og etableringer* (med datterselskap eller filial) i Norge. Dette er blitt lettere under EØS-regelverket. Skatteproblemene tilsier også etablering. Hvis det åpnes for «unit-linked»-selskaper i Norge, vil muligens slike selskaper bli etablert innen en forsikringsgruppe eller et finansielt konglomerat. Noen slike selskaper vil kanskje bli eid av selskaper fra andre EØS-land der «unit-linked» har vært tillatt i mange år. I slike tilfeller kan utlendingene dra nytte av tilliten som gruppen har bygd opp i Norge, og de norske deltakerne i gruppen kan nyte godt av utenlandsk erfaring og ekspertise. Hvor populære «unit-linked»-kontrakter vil bli, avhenger av skattereglene.

I hvilken grad norske forsikringsselskaper skal lykkes i møtet med konkurransen, avhenger av mange forhold, blant annet tillit, produktspekter og kostnadseffektivitet. Kompetanse i kapitalforvaltning kan også bli en viktigere konkurranseparameter. Norske selskaper har nå frihet til å investere og spre risiko i utlandet i større grad enn før. Dette kan gi økt avkastning og dermed høyere ytelser og lavere premier for forsikringstakerne. EØS-regimet vil på denne måten stimulere konkurransen mellom selskaper i Norge.

EØS-reglene vil øke norske selskapers muligheter til å drive virksomhet i utlandet. Hittil er det bare de største selskapene som har hatt utenlandsvirksomhet av betydning. En stor del av denne virksomheten har hatt mindre god lønnsomhet og er i ferd med å

trappes ned. Det er derfor trolig at norske selskaper, i alle fall i første omgang, vil prioritere virksomheten i Norge.

Andre forhold

EØS-regimet er bare en av faktorene som vil skape nye muligheter og utfordringer for norske forsikringsselskaper. Økonomiske konjunkturer og svingninger i erstatningsutbetalingene vil også være viktige. Trenden mot en høyere andel pensjonister i forhold til arbeidsstyrken forsterkes, og tilliten til Folketrygden kan svekkes. Det kan øke etterspørselen etter livsforsikring og andre former for sparing til alderdommen. En fortsatt utvikling mot lavere pensjonsalder vil ha samme effekt. Sammensetningen av sparing til alderdommen kan imidlertid vris bort fra livsforsikring dersom man gjennomfører forslaget om at langsiktig pensjonssparing i forsikringsselskaper ikke lenger skal bli skattemessig begunstiget i forhold til tilsvarende sparing i bank og verdipapirfond. Dette kan stimulere forsikringsselskaper til å utvide sitt produktspekter ved å overta eller etablere bank og verdipapirfond.

Referanser

1. Annet rådsdirektiv av 15. desember 1989 («Annet bankdirektiv») om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon og om endring av direktiv 77/780/EØF (89/646/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991-92)*, bind 10 side 126-137.
2. Annet rådsdirektiv av 22. juni 1988 om samordning av lover og forskrifter om direkte forsikring med unntak av livsforsikring, om fastsettelse av bestemmelser for å lette den faktiske utøvelse av adgang til å yte tjenester, og om endring av direktiv 73/239/EØF (88/357/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991-92)*, bind 10 side 44-56.
3. Dassel, M. et al (1992), The Bachmann case: A major setback for the single market in financial services? *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, June 1992, 257-262.
4. Første rådsdirektiv av 24. juli 1973 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet innen direkte forsikring med unntak av livsforsikring (73/239/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991-92)*, bind 10 side 5-19.
5. Første rådsdirektiv av 5. mars 1979 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet innen direkte livsforsikring (79/267/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991-92)*, bind 10 side 78-92.
6. Kommisjonsforordning (EØF) nr. 3932/92 av 21. desember 1992 om anvendelse av traktatens artikkel 85 paragraf 3 på visse grupper av avtaler, beslutninger og samordnet opptreden på forsikringsområdet. *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993-94)*, bind 7A side 86-93.
7. Kommisjonsrekommendasjon av 18. desember 1991 om forsikringsformidlere (92/48/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993-94)*, bind 10 A side 128-130.
8. NOU (1994:6): *Private pensjonsordninger*. Oslo: Universitetsforlaget.
9. Nye krav til kapitaldekning i finansinstitusjonene. *Penger og Kreditt 1990/4*, side 158*-168*.
10. *Ot. prp. nr. 41 (1986-87)*: Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (Konkurransen på finansmarkedet). Oslo: Finansdepartementet.
11. *Ot. prp. nr. 42 (1986-87)*: Om lov om forsikringsvirksomhet. Oslo: Finansdepartementet.
12. *Ot. prp. nr. 70 (1993-94)*: Om lov om endringer i forsikringslovgivningen mv. Oslo: Justisdepartementet.
13. *Ot. prp. nr. 72 (1991-92)*: Om lov om lovvalg i forsikring, lov om gjennomføring i norsk rett av EØS-avtalens vedlegg V punkt 2 om fri bevegelighet for arbeidstakere mv innenfor EØS og lov om endringer i enkelte lover som følge av EØS-avtalen. Oslo: Justisdepartementet.

14. *Ot. prp. nr. 77 (1993–94)*, Om lov om endringer i lov 10. juni 1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet mv. (endringer i forbindelse med tilpasninger til Tilleggsavtalen til EØS-avtalen mv.) Oslo: Finansdepartementet.
15. *Ot. prp. nr. 85 (1991–92)*, Om lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning). Oslo: Finansdepartementet.
16. Rådsdirektiv 92/49/EØF av 18. juni 1992 om samordning av lover og forskrifter om direkte forsikring med unntak av livsforsikring og om endring av direktiv 73/239/EØF og 88/357/EØF (tredje direktiv om annen forsikring enn livforsikring). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993–94)*, bind 10 A side 3–24.
17. Rådsdirektiv 92/96/EØF av 10. november 1992 om samordning av lover og forskrifter om direkte livsforsikring og om endring av direktiv 79/267/EØF og 90/619/EØF (tredje livsforsikringsdirektiv). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993–94)*, bind 10 A side 27–48.
18. Rådsdirektiv 93/6/EØF av 15. mars 1993 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad. *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993–94)*, bind 10 A side 86–108.
19. Rådsdirektiv 93/22/EØF av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer. *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 40 (1993–94)*, bind 10 A side 109–127.
20. Rådsdirektiv av 25. februar 1964 om opphevelse av restriksjoner på etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester innen gjenforsikring og retrocesjon (64/225/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 10 side 3–4.
21. Rådsdirektiv av 13. desember 1976 om tiltak for å lette den faktiske utøvelse av etableringsadgang og adgang til å yte tjenester innen forsikringsagenters og forsikringsmegleres virksomhet (næringsshovedgruppe 630 ISIC), særlig om overgangstiltak for disse former for virksomhet (77/92/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 10 side 104–108.
22. Rådsdirektiv av 17. april 1989 om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital (89/299/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 10 side 138–142.
23. Rådsdirektiv av 18. desember 1989 om kredittinstitusjoners kapitaldekning (89/647/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 10 side 143–151.
24. Rådsdirektiv av 8. november 1990 om samordning av lover og forskrifter om direkte livsforsikring, om fastsettelse av bestemmelser for å lette den faktiske utøvelse av adgang til å yte tjenester, og om endring av direktiv 77/267/EØF (90/619/EØF). *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 10 side 93–103.
25. *St. prp. nr. 100 (1991–92)*, Om samtykke til ratifikasjon av Avtale om Det Europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS), undertegnet i Oporto 2. mai 1992, med vedlegg. Oslo: Utenriksdepartementet.
26. *St. prp. nr. 40 (1993–94)*, Om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning nr. 7/94 av 21. mars 1994 om endring av protokoll 47 og enkelte vedlegg til EØS-avtalen, med vedlegg. Oslo: Utenriksdepartementet.
27. Rådsforordning (EØF) nr. 4064/89 av 21. desember 1989 om tilsyn med foretaks-sammenslutninger. *Særskilt vedlegg nr. 2 til St. prp. nr. 100 (1991–92)*, bind 7 side 49–59
28. Unit linked-livsforsikring – en vurdering av utvidet bruk av livsforsikring med investeringsvalg. Rapport levert 14. januar 1994 fra arbeidsgruppe nedsatt av Finansdepartementet. Oslo: Finansdepartementet.

Ny 200-kroneseddel og 20-kronemynt

Den 1. november 1994 satte sentralbanksjef Torstein Moland den nye 200-kroneseddelen og 20-kronemynten i omløp, under en seremoni ved Nordlysplanetarieret i Tromsø.

De to valørene innebærer langt på vei en tilbakevending til det prinsippet for mynt- og seddelrekken som ble lagt til grunn da krone-systemet avløste speciedaleren i 1870-årene, og som i hovedsak bygde på intervallene 1-2-5. «Lov om Pengevæsenet» av 17. april 1875 spesifiserte en mynt- og seddelrekke med 1-2-5-intervaller fra 1 øre til 1 000 kroner, med unntak av at 200 kroner manglet og at 20 øre var erstattet med 25 øre. Loven gav også hjemmel for valøren 40 øre, men en slik mynt er aldri blitt preget. Den nye rekken mangler bare valøren 2 kroner for å være en konsekvent 1-2-5-rekke fra 50 øre til 1 000 kroner.

Svært mange betalingstransaksjoner i dagligvarehandelen dreier seg om høyere beløp enn 200 kroner, og i myntautomater er det ofte bruk for høyere beløp enn 20 kroner. Intervallet mellom 10 og 50 kroner innebærer også et forholdsvis stort antall mynter ved tilbakeveksling i handelen.

Tanken bak de nye valørene er dermed at de vil bidra til å redusere antallet enheter det er behov for i den daglige bruk av kontanter. Norges Banks forventinger er at de skal overta 20-30 prosent av omløpet for 100-kroneseddelen og 10-kronemynten. I dag er det nærmere 70 millioner 100-kronesedler og 100 millioner 10-kronemynter i omløp.

200-kroneseddelen

Av sikkerhetsmessige, produksjonstekniske og andre årsaker er det ønskelig å skifte ut seddelutgavene fra tid til annen, og den nye seddelen er den første i den 7. utgaven av norske sedler etter at loven av 1875 ble vedtatt. De øvrige sedlene blir skiftet ut etter hvert i løpet av de nærmeste årene.

Med sine 144x70 mm, er 200-kroneseddelen 1 mm kortere og 8 mm smalere enn 100-

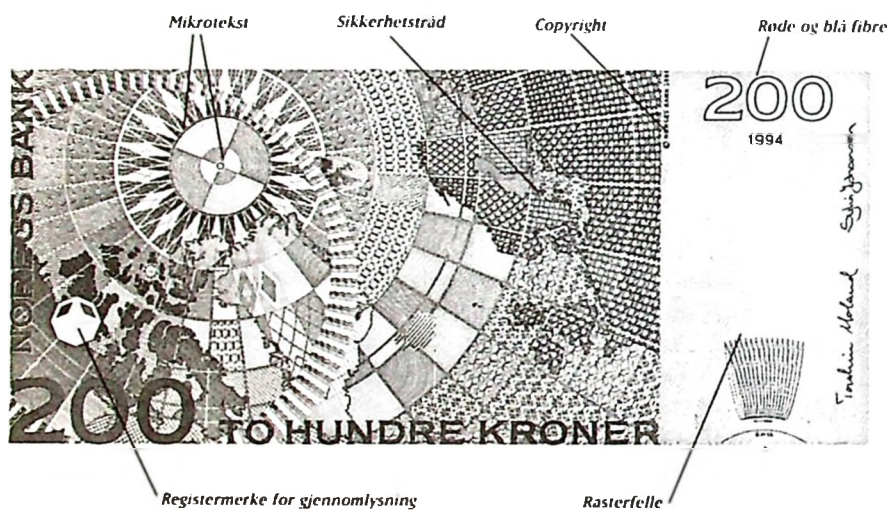
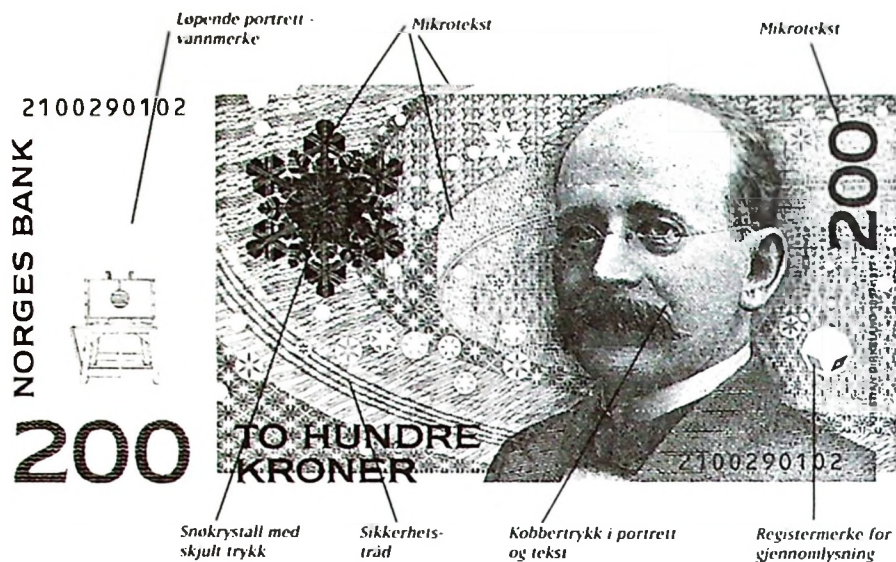
kroneseddelen, og 9 mm lengre og 3 mm bredere enn 50-kroneseddelen. Den er gråblå av farge og bærer portrettet av Kristian Birkeland på advers (forsiden). Seddelens revers er inspirert av nordlys og forskning.

Mye arbeid blir lagt ned i moderne sedler for å gjøre dem mest mulig sikre mot forfalskninger, og den nye 200-kroneseddelen inneholder en rekke sikkerhetslementer. Noen kan observeres med det blotte øyet eller kontrolleres med enkel teknikk, mens andre vil registreres i avanserte sorterings- og tellemaskiner. Det anses utelukket at en falsk seddel vil slippe igjennom slike maskiner.

Bak portrettets nakkeparti er 200-kroneseddelen utstyrt med et såkalt registermerke, en hvit åttekant som er delvis utfyllt av tre geometriske figurer. Merket er gjennomgående, og på seddelens revers fyller tilsvarende figurer ut det som fra advers fortoner seg som åpne felter. Om seddelen holdes opp mot lyset, vil derfor figuren fremtre helt utfyllt og symmetrisk. Mot lyset fremtrer også sikkerhetstråden som går vertikalt gjennom hele seddelen som to kraftige streker med NORGES BANK i mikroskrift mellom dem. Videre kommer kontinuerlige gjengivelser av portrettet fram som vannmerker i det hvite feltet. Den store snøkrystallen til venstre for portrettet inneholder en skjult N som fremtrer når man holder seddelen på skrå opp mot lyset. Papiret er av bomull, som kjennes hardt og «knitrende» når man rister seddelen, i motsetning til vanlig cellulosepapir. På advers er den såkalte kobbertrykkmetoden benyttet, som gjør at deler av seddelen har et følbart relieff.

Dette er alt sammen punkter som kan kontrolleres uten tekniske hjelpemidler. En ekstra kontroll kan også enkelt utføres ved å belyse seddelen under en UV-lampe, f.eks. i en bank eller et postkontor. Det ultrafiolette lyset fra lampen vil få deler av trykkfargene og enkelte fibre til å lyse opp.

Fysikeren Kristian Olaf Bernhard Birkeland (1867–1917) vakte oppsikt allerede



i 1895, 28 år gammel. Han offentliggjorde da et studium av elektromagnetiske bølger som dannet grunnlaget for en teori om nordlyset som han lanserte året etter. Han hevdet at nordlyset skyldes katodestråler som sendes ut fra solen, og som får atmosfæregassene til å lyse opp når strålene blir trukket inn mot de magnetiske polene. Senere bygget han teorien ut ved å lansere ideen om elektriske strømmer i den øvre atmosfæren, som kunne forklare de magnetiske forstyrrelsene som opptrer sammen med nordlys. Disse strømmene ble først

påvist eksperimentelt ved satellitmålinger på 1960-tallet, og kalles Birkelandstrømmer.

Blant allmennheten er vel imidlertid Kristian Birkeland best kjent for sitt samarbeid med Sam. Eyde om fremstilling av salpetersyre og kalksalpeter, og som førte til dannelsen av Norsk Hydro i 1905. Grunnlaget for framstillingsprosessen var Birkelands arbeid med en elektrisk lysbue som ble spredd ut til en flammeskive i et magnetisk felt. Oppdagelsen av denne flammeskiven skjedde for øvrig ved et uhell, da det oppstod kortslutning

i en elektromagnetkanon han skulle demonstrere for landets elite i Universitetets aula.

Som første norske seddel har 200-kroneseddelen begge målformer, med NORGES BANK på advers og NOREGS BANK på revers.

Seddelen er utformet av Norges Banks egne grafikere. Advers er tegnet av 1. grafiker Sverre Morken og revers av 2. grafiker Arild Yttri.

20-kronemynten

I motsetning til sedlene som nå kommer i 7. utgave, er det ikke gjort endringer i myntrekken fra 1875, bortsett fra å fjerne en del valører og å innføre 5- og 10-kronemyntene i henholdsvis 1964 og 1984 (begge myntene ble satt i omløp året etter første pregeår).

I dag er bare 1-kronen og 50-øren igjen fra 1875 når det gjelder størrelsene, men da 5-kronen skulle introduseres på 1960-tallet, måtte man blant annet forholde seg til den «store» 5-øren på 27 mm.

For 10-kronen valgte man å gjøre et «kunstgrep» ved å lage den tykk og med et svært dypt relieff for å unngå forveksling med 1-kronen og 50-øren.

Når det så ble aktuelt å introdusere enda en mynt, fant man det mest hensiktsmessig å konstruere en helt ny myntrekke. Selv om forskjellene i diameter mellom 20-kronen og 5- og 1-kronemyntene bør være akseptable ved at den nye mynten er plassert i «mellomrommet» mellom dem, ville myntrekken fått en svært ulogisk oppbygging om det ikke ble gjort andre endringer. Etter stigende diameter ville man da fått 50 øre, 10 kroner, 1 krone, 20 kroner og 5 kroner. Etter at 10-øren ble tatt ut av sirkulasjon i 1993, ble det dessuten rom for å redusere størrelsen og dermed vekten av alle de øvrige myntene.

Etter at vedtaket om å legge om hele myntrekken var truffet i desember 1992, besluttet banken året etter å utlyse en kunstnerkonkurranse om preget på de nye myntene. Dimensjoner og materialvalg ble fastlagt etter forslag fra et internt utvalg. Resultatet av konkurransen er redegjort for i Penger og Kreditt nr. 1993/4, der også hovedmotivene på de nye myntene er presentert. Førstepremievinner i konkurransen var billedhugger Nils Aas, som



Advers



Revers

fikk i oppdrag å utforme de nye 20- og 10-kronemyntene.

Alle kronevalører av norske mynter siden 1875 har hatt et rikssymbol på begge sider, når man unntar dyreserien fra 1958. Når man nå skulle utforme en helt ny myntrekke, ble konkurransedeltagerne innbudt til å foreslå motiv som gjenspeiler landets kulturelle og historiske egenart. Dette resulterte i at alle myntene får motiver fra gammel norsk bygge- og ornamentalkunst på revers. Motivet på 20-kronemynten er forstevnen på et vikingskip.

De offisielle rikssymbolene blir dermed bare benyttet på adversene på de nye myntene. På 20- og 10-kronemyntene er det kongens portrett som vil bli brukt.

Det er gammel tradisjon at den nye kongens portrett vendes motsatt vei av den forrige etter et kongeskifte. H.M. Kong Harald Vs portrett ses derfor fra høyre på de nye myntene.

Det er små marginer man har å bevege seg innenfor under utforming av mynter. Av hensyn til maskinell behandling bør de ikke være mindre enn 17–18 mm i diameter, og av hensyn til størrelse og vekt som publikum skal bære med seg, bør diameteren ikke overskride 30 mm.

Utformingen av de nye myntene har blant annet vært diskutert med Norges Blindeforbund, som har ansett størrelsesforskjellene og andre karakteristika som akseptable for sine medlemmer. Det er imidlertid ikke til å unngå at de enkelte myntene i den nye myntrekken blir svært nær andre i den eksisterende rekken i størrelse. For å minimalisere de problemene dette vil føre med seg i overgangsperiodene, er det lagt betydelig omtanke i rekkefølgen og tidspunktene for introduksjon av de nye myntene. Hovedtanken er at det alt vesentlige av en gammel valør skal

være ute av sirkulasjon før en ny, omtrent like stor mynt av en annen valør blir satt i omlop.

I utgangspunktet er disse periodene stipulert til 2 år for de enkelte valører, som også vil

gi tid nok til å produsere et tilstrekkelig lager av den nye valøren før den slippes ut.

Gjennomføringen av hele reformen er planlagt å ville ta 6–8 år.

Det økonomiske opplegget for 1995

Norges Bank sendte 19. oktober 1994 nedenstående brev til Finansdepartementet

Imledning

I henhold til lov om Norges Bank skal banken være et utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken. På bakgrunn av den nære sammenhengen mellom disse politikkområdene og de øvrige delene av den økonomiske politikken, vil Norges Bank på vanlig måte i dette brevet gi sitt syn på det samlede økonomiske opplegget for det kommende år.

Norges Banks vurderinger tar utgangspunkt i de særskilte oppgaver banken er tildeelt:

- Norges Bank skal utøve pengepolitikken i samsvar med retningslinjer fastsatt av statsmyndighetene. Det operative målet for pengepolitikken er å sørge for stabilitet i kronens verdi overfor de europeiske valutaene. En forutsetning for at valutakursen over tid skal kunne holdes stabil, er at en viderefører en pris- og kostnadsvekst som er lavere eller på linje med våre handelspartnere. Norges Bank legger i sin rådgivning – både i kvartalsoversikter og i dette brevet – særskilt vekt på å vurdere om denne forutsetningen kan opprettholdes, og å klarlegge de forhold som i denne sammenheng er av særlig betydning.
- Norges Bank har et ansvar for stabiliteten i det finansielle systemet. Erfaringene gjennom det siste tiåret har vist at det er en nær sammenheng mellom stabiliteten i den økonomiske utviklingen og stabiliteten i det finansielle systemet. Ut fra dette vil Norges Bank legge vekt på å vurdere hvorvidt den økonomiske politikken samlet sett bidrar til en stabil økonomisk utvikling.

Hovedmålene for den økonomiske politikken er å sikre et varig grunnlag for full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst. En forutsetning for å få til dette er en lav pris- og kostnadsvekst og en stabil økonomisk utvikling. Dette krever et vellykket samspill mel-

lom pengepolitikken, finanspolitikken, strukturpolitikken og gjennomføringen av inntektsoppgjørene. Dette samspillet vurderes nærmere i dette brevet.

Rentene i pengemarkedet har økt til tross for at Norges Banks renter til bankene har vært uendret i lang tid. Renteøkningen i penge- og obligasjonsmarkedene må dels ses på bakgrunn av internasjonale utviklingstrekk, men har også bakgrunn i særnorske forhold. Renteoppgangen internasjonalt er trolig knyttet til konjunkturoppgangen med forventninger om høyere realrenter fremover som følge av økte realinvesteringer. Renteoppgangen kan nok også tilskrives økt usikkerhet hos investorene som følge av den senere tids svingninger i rentenivået, og den økte usikkerheten har resultert i en høyere risikopremie på langsiktige plasseringer. Men det er også mulig at oppgangen i obligasjonsrentene i noen grad avspeiler økte inflasjonsforventninger blant aktørene i disse markedene. Det synes å være en systematisk tendens til at de landene som historisk har hatt den høyeste inflasjonen, også er de som nå har fått den sterkeste oppgangen i obligasjonsrentene. Videre ser det ut til at renteoppgangen har vært sterkere i land som har fått svekket sin valutakurs eller som har alvorlige statsfinansielle problemer. Den kraftige oppgangen i de langsiktige rentene i Norge gjennom det siste halve året gjenspeiler i hovedsak utviklingen i det internasjonale obligasjonsmarkedet, men rentene har økt mer i Norge enn i Europa ellers med unntak av blant annet Sverige og Finland. En kan heller ikke se bort fra at usikkerhet om fremtidig EU-medlemskap har påvirket rentene i Norge, Sverige og Finland.

Utviklingen det siste halve året har vist hvor følsom prisdannelsen i kapital- og pengemarkedene er for aktørenes forventninger og tillit til den politikk som blir ført. For å sikre stabiliteten i penge- og kapitalmarkedene og for å unngå et unødig høyt rentenivå, er det derfor avgjørende at den økonomiske poli-

tikken gis en forsvarlig, langsiktig innretning som inngir tillit til at linjen med lav pris- og kostnadsvekst vil bli videreført. Erfaringene det siste halve året har vist at det tar tid å opparbeide slik tillit.

Den økonomiske utviklingen

Norsk økonomi er inne i en konjunkturoppgang med en betydelig vekst i etterspørsel og produksjon. Vekstimpulsene er nå fra privat konsum, eksport og boliginvesteringer. For 1994 anslås privat forbruk å øke med 4,5 prosent. Økte bruktboligpriser har bidratt til at boliginvesteringene vil øke med 25-30 prosent fra 1993 til 1994. En tiltakende konjunkturoppgang i våre eksportmarkeder har fått gjennomslag i eksportindustriens ordrettinger, og eksporten av tradisjonelle varer øker markert gjennom 1994. Produksjonen har økt kraftig i 1994, og veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 3,2 prosent for 1994.

Aktivitetsveksten gjenspeiler seg i vekst i sysselsettingen. Det var ved utgangen av annet kvartal i år 28 000 flere i arbeid enn ett år tidligere. Parallelt med konjunkturoppgangen har mange gått over fra yrkespassivitet til den arbeidssøkende delen av befolkningen. Arbeidsstyrken er også i ferd med å vokse på grunn av de store kullene som kommer inn på arbeidsmarkedet etter avsluttet utdanning. Økningen i arbeidsstyrken har begrenset nedgangen i arbeidsledigheten.

Veksten i etterspørsel og produksjon forventes å fortsette i 1995. Selv om det er tegn til en utflating i veksten i privat etterspørsel, er vekstimpulsene i økonomien betydelige. Konjunkturoppgangen hos våre handelspartnere er nå befestet, og eksporten ventes derfor å holde seg sterk neste år. Industriinvesteringene, som var på et relativt lavt nivå gjennom 1994, forventes å ta seg opp neste år og gi klare vekstimpulser. En forventet nedgang i oljeinvesteringene vil virke noe dempende på investeringsveksten. I sum tilsier likevel impulsene innenlands og fra utlandet at veksten blir sterk også neste år.

Oppgangen i privat forbruk og boliginvesteringer har i inneværende år vært betydelig. Vi må tilbake til midten av 1980-tallet for å

finne like sterke vekstrater. Til forskjell fra konjunkturoppgangen midt på 1980-tallet har oppgangen denne gang ikke motpost i økt kreditttilførsel. Det har vært en viss oppgang i kreditttilførselen fra innenlandske kredittinstitusjoner, særlig de private, men dette er blitt motvirket av reduserte lån fra utlandet. Samlet kreditt til private og kommuner har ikke vokst siden begynnelsen av 1992.

Så langt er det heller ikke klare tegn til at konjunkturoppgangen har slått ut i høyere prisstigning. Prisstigningen i Norge er fortsatt lav og ligger godt under våre konkurrentlands. For inneværende år forventer Norges Bank en gjennomsnittlig prisstigning på knapt 1½ prosent, med en noe sterkere prisstigning mot slutten av året enn i begynnelsen. Hovedgrunnen til at prisstigningen har blitt så lav, er moderate lønnsoppgjør, forholdsvis sterk produktivtetsvekst, sterkere konkurranse i dagligvaresektoren og rentefallet som har gitt lavere husleiekostnader. Økningen mot slutten av året kan i hovedsak tilskrives økte råvarepriser internasjonalt og avgiftsøkninger ved halvårsskiftet. For neste år forventer Norges Bank en prisstigning på om lag 2 prosent. Dette er basert på at veksten i økonomien ikke blir vesentlig sterkere enn det Regjeringen har lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet.

Det økonomiske opplegget for 1995

Det økonomiske opplegget for 1995 innebærer i likhet med 1994-budsjettet en omlegging fra de ekspansive budsjettene fra 1989 til 1993. Omleggingen må ses på bakgrunn av den endrede konjunktursituasjonen i norsk økonomi. Mens budsjettene for årene 1989-93 innebar en stimulering av etterspørselen på til sammen 7-8 prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringer i det olje- og aktivitetskorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, legges det opp til en finanspolitisk innstramming på ¼ prosent i 1995 etter en innstramming på 1 prosent av BNP i 1994. Realveksten i budsjettets utgifter fra 1994 til 1995 er anslått til om lag null, når det korrigeres for enkelte konjunkturbestemte og regnskapsmessige forhold.

Det er flere grunner til at de innstramminger Regjeringen foreslår nå er påkrevet:

- Erfaringer viser at en for sterk oppgang i økonomien vil måtte møtes med en tilstramming som kan lede til et kraftig tilbakeslag, og det er gjerne da arbeidsledigheten stiger. Mens ledigheten i slike perioder kan øke raskt, tar det betydelig lengre tid å redusere den i etterfølgende oppgangsperioder. Det beste grunnlaget for en varig økonomisk vekst og høy sysselsetting er derfor en jevn vekst som ikke tillates å bli for sterk. En naturlig konsekvens av dette er en forsiktig linje i den økonomiske politikken, og at innstrammingstiltak iverksettes på et tidlig tidspunkt. Det er betydelig vanskeligere å stramme til når økonomien har kommet ut av balanse, spesielt på bakgrunn av at det tar tid før politikken begynner å virke.
- En balansert økonomisk utvikling er en forutsetning for at vi kan beholde vår økonomiske handlefrihet på lengre sikt. For å kunne møte nye konjunkturtilbakeslag er det nødvendig at staten bygger opp reserver i gode tider. Det må derfor være en målsetting at statsbudsjettet i år med høykonjunktur må ha betydelige overskudd. Uten tilstrekkelige reserver kan hensynet til statsfinansene kreve innstramminger under en nedgangskonjunktur, og således forsterke konjunktursvingningene istedenfor å dempe dem. I dette perspektiv fremstår innstrammingene i 1994 og 1995 som forholdsvis beskjedne.
- En vesentlig del av reduksjonen i statsbudsjettets underskudd fra 1993 til 1995 skyldes økte overføringer fra Norges Bank og tilbakeføringer fra Statens Banksikringsfond til statskassen. Dette er bidrag som ikke kan påregnes i fremtiden.
- Det er i en oppgangskonjunktur mulighetene er størst for å ta de nødvendige skritt for at staten skal kunne bygge opp reserver for å dekke sine fremtidige forpliktelser, blant annet i form av trygde- og pensjonsforpliktelser. Disse forpliktelsene, som vi vet vil komme, vil ellers bli svært belastende for statsfinansene i fremtiden, og dermed for de kommende generasjoner. Den usikkerhet som er knyttet til de fremtidige inntektene fra petroleumssektoren, understreker viktigheten av at tilstrekkelige reserver bygges opp for å møte statens langsiktige forplik-

telser. Regjeringen har i sitt budsjettopplegg lagt til grunn en oljepris på 115 kroner pr fat i 1995. Den store usikkerheten i oljeprisutviklingen kommer til uttrykk ved at oljeprisen bare i løpet av inneværende år har svingt mellom 100 og 130 kroner pr fat. En nedgang i oljeprisen på 10 kroner pr fat vil anslagsvis gi en årlig svekkelse av statens inntekter med 8,5 milliarder kroner.

Det er i oppgangsperioder vi har muligheter til å styrke statsfinansene. Grunnlaget er nå til stede for å ta et lengre skritt i retning av å styrke statsfinansene enn Regjeringen foreslår i det økonomiske opplegget for 1995.

De norske obligasjonsrentene har økt markert i forhold til de kortsiktige pengemarkedsrentene siden februar i år. Mens renten på tiårs statsobligasjoner har økt med om lag 3 prosentpoeng siden bunnpunktet i februar – fra 5½ til 8½ prosent – er én-ukes pengemarkedsrenter nå om lag 1 prosentpoeng høyere. Norges Banks innretning av virkemidlene i pengepolitikken påvirker først og fremst utviklingen i de mest kortsiktige rentene. Utviklingen i lange renter er i større grad et resultat av markedsaktørenes forventninger om fremtidig utvikling i økonomien, og av utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedsrentene. Oppgangen i kortsiktige renter har, sammen med den langt sterkere oppgangen i obligasjonsrentene, hatt en viss dempende effekt på konjunkturveksten i 1994. Norges Bank vil likevel understreke at det beste ville vært en noe annen sammensetning av den økonomiske politikken, med en strammere finanspolitikk. Riktignok er de offentlige finansene i Norge gode i internasjonal sammenheng. Den løpende prisstigningstakten er også lav. Til tross for dette er realrenten, særlig for langsiktige plasseringer, nå svært høy. Én årsak til dette er nok at den norske inflasjonshistorien fram til midten på 1980-tallet fortsatt tynger. Samtidig kan det være at markedet oppfatter det som usikkert om myndighetene i tilstrekkelig grad vil prioritere en videreføring av en lav pris- og kostnadsvekst i en situasjon der konjunktorene peker oppover. En strammere finanspolitikk vil styrke tilliten til at en slik linje faktisk vil bli videreført og dermed skape et grunnlag for lavere realrenter.

Samlet tilsier momentene over at en bør videreføre den omlegging av budsjettpolitikken som ble påbegynt i budsjettet for 1994. Det er nå rom for å redusere flere av de tiltak som i sin tid ble innført for å dempe de negative effektene av lavkonjunkturen. I Stortingsproposisjon nr 65 (1988-89) om tiltak for å begrense arbeidsledigheten, fremlagt våren 1989, heter det:

«Det er lagt vekt på at tiltakene som fremmes i stor grad skal være av midlertidig karakter og at de ikke skal lede til store driftsutgifter i årene fremover, jf. forslagene om ekstraordinært vedlikehold, fremskynding av bygge- og anleggsvirksomhet og økte arbeidsmarkedstiltak.»

En konsekvens av at statsbudsjettet anvendes til å stimulere økonomien under lavkonjunkturer, er at finanspolitikken strammes inn mer enn det som følger av automatiske effekter når aktiviteten i økonomien har tatt seg opp igjen. Som sitatet ovenfor viser, var det også forutsetningen da den ekspansive politikken ble innledet våren 1989.

Risikoen for pressproblemer i norsk økonomi i tiden fremover er størst innenfor bygg- og anleggsbransjen. Her har oppgangen i den private etterspørselen vært meget sterk, og den sterke økningen i ordretilgangen for bygg og anlegg i år innebærer at det kan oppstå knapphet på arbeidskraft innen enkelte faggrupper i denne sektoren. Det er viktig at de offentlige myndigheter, som har en betydelig etterspørsel mot denne sektoren, ser dimensjoneringen av denne etterspørselen i forhold til konjunktursituasjonen. Enkelte store prosjekter, som hovedflyplassen på Gardermoen, er allerede satt i gang. En burde derfor gått lenger i å vurdere om det er mulig å utsette øvrige offentlige investeringsprosjekter.

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi vil i tiden fremover bedre situasjonen på arbeidsmarkedet. Selv om antall arbeidsledige fremdeles er svært høyt, kan det ikke utelukkes at flaskehalsen vil kunne oppstå i enkelte bransjer eller for enkelte typer arbeidskraft. Det er derfor viktig at arbeidsmarkedstiltakene ikke sementerer deler av arbeidsmarkedet ved at personer som har mulighet for å finne seg ordinær jobb, isteden omfattes av arbeidsmar-

kedstiltak. Omfanget og organiseringen av arbeidsmarkedstiltakene må derfor tilpasses den utvikling på arbeidsmarkedet en nå ser vil komme.

Veksten i kommunenes inntekter har vært sterk de siste årene, og anslås for 1994 til hele 3,9 prosent. Samtidig opplever kommunene en forholdsvis sterk skatteinngang som følge av oppgangen i økonomien, og reduserte renteutgifter som følge av rentefallet gjennom 1993. Budsjettopplegget for 1995 innebærer at kommunene for 1994 og 1995 under ett får om lag 2,5 milliarder kroner høyere inntekter enn anslått i proposisjonen om kommuneøkonomien, fremlagt våren 1994. Det vil være uheldig dersom kommunene, på samme måte som midt på 1980-tallet, bidrar til å forsterke oppgangen i økonomien. Det kan derfor være grunn til å redusere kommunenes inntekter noe sterkere enn det Regjeringen legger opp til, men samtidig bør en tilpasse kravene til de oppgaver som kommunene skal løse.

Selv med en forholdsvis sterk vekst i økonomien både i inneværende år og neste år, viser Regjeringens anslag at det tar tid før arbeidsledigheten blir redusert. Dette illustrerer en sentral konklusjon i Sysselsettingsutvalgets innstilling og som også samsvarer godt med andre lands erfaringer: Det er ikke tilstrekkelig å anvende stabiliseringspolitiske tiltak for å styrke sysselsettingen. Vel så viktig er ulike tiltak som kan få både arbeidsmarkedet og andre markeder til å fungere bedre. Det er derfor nødvendig med en systematisk oppfølging av de forslag Sysselsettingsutvalget foreslo på disse punktene.

Det økonomiske opplegget for 1995 og årene fremover er karakterisert av et høyt ambisjonsnivå i inntektspolitikken med en forutsetning om ytterligere avdemping av lønnsveksten. Dette stiller krav til omfanget av kommende lønnsoppgjør, og at det treffes tiltak for å påvirke de mekanismer som bestemmer lønnsglidningen. Dette er i særlig grad partenes ansvar. Det synes imidlertid å være grupper, særlig utenfor de store organisasjonene, som har lønnsmessige forventninger som er uforenlig med de hovedretningslinjer som er nedfelt i anbefalingene fra Sysselsettingsutvalget.

Skatteopplegget for 1995 innebærer en viss økning i inntektsskatten og i skatleggingen

av boliger. Norges Bank har tidligere tilrådd en viss økning i bolig- og eiendomsbeskatningen i Norge. Denne beskatningen er i dag lavere enn skatten på finanskapital, og dette bidrar til en vridning av sparingen fra finanssparing over til sparing i form av boligkapital. Ut fra effektivitetshensyn er det derfor i dagens situasjon gunstig å øke beskatningen av boliger i forhold til finanskapital. Dette er i samsvar med Regjeringens forslag som også er utformet slik at fordelingshensyn ivaretas. På bakgrunn av den senere tids oppgang i prisen på brukte boliger, og også i boliginvesteringene, ligger forholdene nå til rette for å gjennomføre en viss økning i boligbeskatningen innenfor rammen av et uendret skatte- og avgiftsnivå.

Skatte- og avgiftsnivået i Norge er høyt sammenlignet med andre vestlige land. Jo høyere skatte- og avgiftsnivå, desto større blir effektivitetstapet i økonomien og desto større blir også konkurranseulempen for norsk næringsliv. En bør derfor være forsiktig med skatte- og avgiftsøkninger. Når finanspolitikken brukes aktivt under nedgangskonjunkturer med økning i utgiftene som viktigste virkemiddel, er det også nødvendig med tilsvarende reduksjoner i utgiftene under oppgangskonjunkturer. Dersom dette ikke gjennomføres, og innstrammingene under oppgangskonjunkturer isteden kommer i form av skatte- og avgiftsøkninger, er en inne i en sirkel med tiltakende skatte- og avgiftsnivå som resultat. Hensynet til å bedre budsjettbalansen bør i dagens situasjon derfor ivaretas på andre måter enn gjennom økt skattenivå. Økte skatter og avgifter vil for øvrig lett kunne sette i gang pris- og lønnsspiraler i økonomien. I en situasjon med sterkere press i arbeidsmarkedet er det viktig å unngå dette. Også dette trekker i retning av at en bør være forsiktig med ytterligere økninger i skattenivået.

Statens netto lånebehov for 1995 anslås til 28,1 milliarder kroner, mot 27,3 milliarder kroner i 1994. Underskuddet på statsbudsjettet medfører betydelig likviditetstilførsel til pengemarkedet. Regjeringen legger opp til at underskuddet av hensyn til likviditetsstyringen skal motsvares av statlige låneopptak i norske kroner og ved trekk på kontantbeholdningen. Regjeringen sier dessuten at hensynet til den pengepolitiske styringen tilsier at det

kan være nødvendig å ta opp lån når statens kontantbeholdning er større enn statens behov for likvider isolert sett skulle tilsi. Norges Bank er enig i dette og vil understreke at en løpende finansiering av budsjettunderskuddet ved opplåning i det norske penge- og kapitalmarkedet gir det beste utgangspunkt for gjennomføringen av den pengepolitiske styringen.

Konsekvenser for det økonomiske opplegget av et eventuelt EU-medlemskap

Regjeringen har i det økonomiske opplegget for 1995 innarbeidet forslag til budsjettmessige endringer av et ja eller et nei til EU-medlemskap. Dette foranlediger enkelte vurderinger fra Norges Bank.

Norge står overfor et viktig veivalg når vår tilknytningsform til EU om kort tid skal avgjøres. Uansett utfall vil valget få konsekvenser for den økonomiske utviklingen og for utformingen av den økonomiske politikken i årene fremover.

De grunnleggende kravene til den økonomiske politikken vil i all hovedsak være de samme for Norge uansett utforming av vår tilknytningsform til EU. En norsk pris- og lønnsvekst lavere eller på linje med våre handelspartnere vil fortsatt være en nødvendig forutsetning for høy sysselsetting og økonomisk vekst fremover. Det er derfor slik at hovedelementene i den økonomiske politikken kan og bør utformes med utgangspunkt i situasjonen i norsk økonomi, og at disse bør ligge fast uavhengig av utfallet av EU-spørsmålet. Norges Bank er imidlertid enig i at det endelige økonomiske opplegget for 1995 bør tilpasses den situasjonen vi er i når EU-spørsmålet er avklart.

Dersom Norge blir EU-medlem, legger Regjeringen opp til at nettobidraget til EU på drøyt 2½ milliard kroner, samt ekstraordinære utgifter til lagerstøtte til norske bønder, ikke dekkes inn i 1995. Underskuddet vil således øke med 4–4½ milliard kroner ved et eventuelt EU-medlemskap. I tillegg legges det fram forslag til omdisponeringer på budsjettet i størrelsesorden 10 milliarder kroner.

Den budsjettsvekkelsen Regjeringen legger opp til for 1995, har dels sammenheng med en

engangsutgift til lagerstøtte til landbruket. Denne posten vil således ikke få budsjettmessige konsekvenser for årene etter 1995, forutsatt at den holdes utenom når rommet for utgiftsvekst for 1996-budsjettet fastsettes. Norges Bank tar til etterretning at Regjeringen har basert seg på at de antatte virkningene på den økonomiske veksten av EU-medlemskap vil være av en slik størrelse at i løpet av noen år vil Norges nettobidrag til EU dekket inn ved økte inntekter på statsbudsjettet.

Dersom Norge ikke blir EU-medlem, mener Regjeringen det blir behov for ekstraordinære tiltak for å styrke norsk næringslivs konkurransevne, for å sikre tilliten til at den økonomiske politikken fortsatt skal gis en langsiktig innretning og for å sikre tilliten til den norske kronen.

Norges Bank vil peke på at den viktigste forutsetningen for at norsk næringsliv skal kunne hevde seg i internasjonal konkurranse, er at en viderefører linjen med en lav pris- og kostnadsvekst, som gradvis resulterer i en bedret kostnadsmessig konkurransevne. En videre satsing på tiltak for å bedre norsk økonomis virkemåte vil dessuten være viktig – uavhengig av utfallet av folkeavstemningen. Slike tiltak er en forutsetning for å få en bedret produktivitet i næringslivet – det vil si for å få mer igjen for de ressursene vi setter inn. Etter Norges Banks vurdering kan den viktigste økonomiske virkningen av utfallet av EU-avstemningen være mulige effekter på næringslivets tilbøyelighet til å investere i Norge. Næringslivets investeringer påvirkes generelt av kostnadene i det enkelte land, av nærhet til markedene, av eksistensen av – og den risiko næringslivet ser for nye – handelshindringer og av de rammebetingelser som legges av den økonomiske politikken. Betydningen av disse faktorer er ulike for de enkelte deler av næringslivet. Bedrifter innen konkurranseutsatt sektor vil trolig betrakte faren for handelshindringer som større dersom Norge blir stående utenfor EU enn dersom vi er med, og vil tilpasse sine investeringer til dette. Dersom Sverige blir EU-medlem, vil dessuten næringsliv som retter seg mot norske markeder kunne investere innenfor EU-området og samtidig opprettholde nærheten til det norske markedet. Dette stiller store krav til

inntektsoppgjørene og til en stram økonomisk politikk med særlig vekt på strukturpolitiske tiltak for å bedre økonomiens virkemåte.

Når det gjelder risikoen for at vi over tid vil få en høyere rente utenfor enn innenfor EU, vil dette først og fremst avhenge av i hvilken grad den norske økonomiske politikken er, og forventes å bli, troverdig. Siden 1986 har en stabil kronkurs vært en hjørnestein i norsk økonomisk politikk. Det har vært og er bred oppslutning om denne linjen. Norges Banks oppfatning er at en slik linje må videreføres også om Norge blir stående utenfor EU.

Deltakelse i det europeiske valutakurss samarbeidet, ERM, vil være en naturlig videreføring av den norske fastkurstradisjonen. Å delta i et slikt samarbeid vil trolig bli oppfattet som en sterkere forpliktelse til kursstabilitet enn å stå utenfor. Hvis vi blir stående utenfor, kan det derfor innebære en større usikkerhet forbundet med plasseringer i norske kroner enn vi ellers ville ha fått. På den annen side vil det over tid primært være den politikken norske myndigheter selv fører, som vil være avgjørende for markedets tillit til den norske kronen. Den grunnleggende forutsetningen for å sikre tilliten til en stabil norsk krone er en langsiktig og konsekvent økonomisk politikk som sikrer en pris- og kostnadsvekst på linje med eller lavere enn våre konkurrentland.

Den sterke økningen i obligasjonsrentene i Norge i år kan til en viss grad gjenspeile markedsaktørenes usikkerhet om hva slags økonomisk politikk som vil bli ført i Norge etter den 28. november. Det er viktig at myndighetene håndterer budsjettbehandlingen på en slik måte at denne usikkerheten begrenses i størst mulig grad. En bred politisk oppslutning om hovedlinjene i den økonomiske politikken er derfor viktig for å bidra til ro i markedene. Det er i denne sammenheng særlig viktig med bred politisk enighet om en langsiktig linje der stabil valutakurs og lav pris- og kostnadsvekst er sentrale forutsetninger uavhengig av tilknytningsform til EU. Norges Bank vil også understreke at det er viktig at det treffes de budsjettmessige tiltak som vil være nødvendig for å sikre at en slik tillit kan opprettholdes uansett utfallet av EU-spørsmålet. Det er av like stor betydning å sikre tillit til at de rammevilkår for næringslivet som følger av EØS-

avtalen, GATT-avtalen og OECDs kapitalkode, vil bli liggende fast.

Særmerknader fra hovedstyrets medlemmer Kostøl og Gerhardsen følger vedlagt.

Med hilsen

Torstein Moland

Knut Eeg

Vedlegg til Norges Banks brev til Finansdepartementet av 19. oktober 1994:

1) Særmerknad fra hovedstyrets medlem Esther Kostøl

Hovedstyrets medlem Esther Kostøl slutter seg til uttalelsen, men av hensyn til sysselsetningsutviklingen i 1995 vil hun reservere seg mot omtalen av arbeidsmarkedstiltakene på side 5, og mener dessuten at en ikke bør stramme inn på statsbudsjettet utover Regjeringens forslag.

2) Særmerknad fra hovedstyrets medlem Tove Strand Gerhardsen

Hovedstyrets medlem Gerhardsen vil understreke at hovedmålet for den økonomiske politikken er å sikre full sysselsetting innenfor rammen av en bærekraftig utvikling. For å få til dette kreves – som også flertallet sier i sin uttalelse – et samspill mellom finanspolitikk, pengepolitikk og strukturpolitikk. I tillegg kreves et samspill med partene i arbeidslivet – og en aktiv arbeidsmarkeds- og utdanningspolitikk.

Flertallet tilrår en strammere finanspolitikk enn det Regjeringen har foreslått. Dette medlem tar Regjeringens forslag til etterretning, men er urolig for at dette forslaget gir fortsatt høy ledighet. Dette medlem mener at det i alle fall ikke er grunnlag for ytterligere innstramninger.

Dette begrunnes med følgende: Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås av Regjeringen til 3,2 prosent for 1994. Det er ikke tegn til at denne veksten har medført noe

generelt press i økonomien. Det bekreftes blant annet ved at prisstigningen fortsatt ligger lavt, og godt under våre konkurrentlands, mens ledigheten fortsatt er høy.

Vekstutsiktene for 1995 er anslått til 2½ prosent for fastlandsøkonomien i Regjeringens økonomiske opplegg. Denne veksten alene er antakelig ikke nok til at ledigheten reduseres merkbart. Det er derfor fortsatt behov for å bruke også andre virkemidler, bl.a. offentlige budsjetter. Svake inflasjonstendenser og en budsjettbalanse i kraftig bedring underbygger at en slik satsing er ubetenkelig.

Dette medlem er betenkt over den foreslåtte nedtrapping av arbeidsmarkedstiltakene i en situasjon med fortsatt høye ledighetstall. Aktiv bruk av arbeidsmarkedstiltak kan motvirke flaskehalsen i arbeidsmarkedet og også hindre at mennesker faller ut av arbeidsstyrken. Dette medlem vil understreke at aktiv arbeidsmarkedspolitikk sammen med inntektspolitikken er, og bør være, den norske veien til lav inflasjon og ikke en sysselsetningsbremsende makropolitikk.

Dette medlem deler ikke flertallets betraktninger om skattenivåets høyde og ønsker ikke å slutte seg til dem.

Dette medlem er enig med flertallet i at de grunnleggende kravene til den økonomiske politikken i all hovedsak vil være de samme for Norge uansett vår tilknytningsform til EU. Dette medlem mener det ikke foreligger dokumentasjon som kan begrunne en antakelse om at «virkningene på den økonomiske veksten av EU-medlemskap vil være av en slik størrelse at i løpet av noen år vil Norges nettobidrag til EU dekkes inn ved økte inntekter på statsbudsjettet».

Dette medlem mener det heller ikke foreligger dokumentasjon som begrunner ekstraordinære tiltak for å bedre næringslivets konkurransevilkår i forhold til våre handelspartnere ved et eventuelt nei til norsk medlemskap i EU.

Dette medlem er for øvrig enig med flertallet i at utviklingen i renten først og fremst avhenger av den norske økonomiske situasjon og norsk økonomisk politikk.

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

B. Gabriela Mundaca og Vegard Vik: «Target-Zone Credibility of the ERM and the Nordic Currency Regimes». Arbeidsnotat 1994/11, 34 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-072-5

Vi studerer et fastkurssystem med implisitt eller eksplisitt valutakursbånd. Rentedifferansen mellom innenlandsk og utenlandsk valuta kan da tolkes som summen av forventningene om endringer i sentralpariteten i valutakursbåndet og forventningene om depresiering innenfor båndet. Vi estimerer en modell der rentedifferansen og forventede endringer i pariteten er endogene variable. Vi finner at

dagens valutakurs påvirker rentedifferansen på to ulike måter. Et positivt (negativt) avvik fra sentralpariteten i båndet gir opphav til forventninger om at valutakursen vil bevege seg tilbake mot sentralpariteten og dermed gi en reduksjon (økning) i rentedifferansen. På den annen side fører et positivt avvik av valutakursen fra sentralpariteten til at forventet endring for sentralpariteten øker, noe som i sin tur øker rentedifferansen. Styrken på de respektive effektene avhenger av bredden på det implisitte valutakursbåndet som faktisk forsvares av myndighetene, og av valutakursens posisjon innenfor båndet.

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. desember 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 Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk		Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ²⁾	Dagl.gj.snitt 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
September	01.-15.	7,0 ³⁾	3,1	0,2	-	-	-	17,6	5,55	3,6
	16.-30.	7,0	3,1	0,1	-	-	-	5,8	5,70	3,2
Oktober	01.-15.	7,0	3,1	0,4	-	0,6	5,62	3,7	5,62	3,1
	16.-31.	7,0	2,9	0,3	-	1,2	5,17	0,1	5,50	3,4
November	01.-15.	7,0	3,1	0,2	-	-	-	8,1	5,85	3,9
	16.-30.	7,0	3,1	0,2	-	11,8	5,91	0,4	6,31	3,1

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.

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

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
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 kredittløvens 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. Beholdningstill
22. Kredittindikator og pengemengde
23. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 24a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 24b. Sammensetningen av pengemengden

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

Rentestatistikk

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

Resultat- og kapitaldekningsdata

- 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker

- 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker
- 37. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
- 38. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

Valutakurser

- 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
- 40. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

- 41. Utenriksregnskap for Norge
- 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

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	30/6 1994	31/8 1994	30/9 1994	31/10 1994
Fordringer på utlandet	161 688	156 039	156 241	154 486	154 021
Internasjonale reserver	154 651	146 901	143 883	143 074	143 622
Andre fordringer på utlandet	7 037	9 138	12 358	11 412	10 399
Fordringer på norske finansinstitusjoner	16 947	1 576	1 513	1 193	1 126
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	2 096	2 019	1 689	1 612
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	109	53	67	77	87
Avsetning tap på utlån til banker	-573	-573	-573	-573	-573
Fordringer på statsforvaltningen	30 749	17 487	16 261	17 968	16 499
Ihendehaverobligasjoner	7 399	10 802	10 540	10 388	10 294
Andre verdipapirer	21 853	6 039	4 991	6 715	5 614
Andre fordringer	1 497	646	730	865	591
Fordringer på andre norske sektorer	1 108	995	1 073	985	995
Verdipapirer og utlån	631	613	623	631	623
Andre fordringer	477	382	450	354	372
Varebeholdning produksjonbedrifter	140	140	140	145	145
Varige driftsmidler	0	23	28	28	30
Kursreguleringer	0	6 531	7 284	8 987	10 891
Kostnader	-	2 748	3 588	4 001	4 446
Eiendeler i alt	210 632	185 539	186 128	187 793	188 153
Gjeld til utlandet	12 384	9 615	12 867	11 944	10 877
NOK-gjeld til IMF	7 012	6 761	6 733	6 657	6 357
Annen gjeld til utlandet	5 372	2 854	6 134	5 287	4 520
Sedler og mynt i omløp	38 003	38 029	36 028	39 034	36 961
Innenlandske innskudd	111 479	81 947	78 832	77 294	79 828
Statskassen	100 848	59 722	58 400	64 850	68 038
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	5 976	3 556	3 335	3 766	4 044
Private banker	695	15 471	14 535	6 048	5 728
Andre finansinstitusjoner	3 501	2 380	1 950	1 886	1 756
Andre norske sektorer	459	818	612	744	262
Pålopne, ikke forfalte renter til statskassen	0	1 919	2 469	2 726	3 054
Annen innenlandsk gjeld	393	239	327	288	135
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 732	1 673	1 687	1 668	1 629
Fond	46 641	46 641	46 641	46 641	46 641
Kursreguleringer¹⁾	0	0	0	0	0
Inntekter	-	5 476	7 277	8 198	9 028
Gjeld og egenkapital i alt	210 632	185 539	186 128	187 793	188 153

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	2 319
Valuta kjøpt på levering	2 319
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS ..	388
Futures solgt	0
Futures kjøpt	2 400

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 eiendels-siden blir motsvarende beløp fra og med balanseoppstillingen pr. 30.06.94 flyttet fra internasjonale reserver og presentert under andre fordringer på utlandet. For oktober beløper gjenkjøpsavtaler seg til 4 017 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	30/6 1994	31/8 1994	30/9 1994	31/10 1994
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 978	2 776	2 552	2 970	2 512
Reserveposisjon i IMF	4 395	4 256	4 377	4 328	4 373
Lån til IMF	395	618	623	616	602
Bankinnskudd i utlandet	8 852	14 318	9 807	10 448	5 871
Utenlandske statskasseveksler	23 510	23 216	21 721	19 126	19 960
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	80 983	77 140	77 309	76 097	79 473
Utlån utenlandske banker	30 220	21 888	24 490	26 697	28 140
Opptjente, ikke forfalte renter	3 033	2 404	2 719	2 507	2 406
Totalt	154 651	146 901	143 883	143 074	143 622

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	31/8 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	695	739	941	697	507
Sertifikater	15 498	11 846	9 768	12 213	13 939
Stats- og statsbankobligasjoner	8 636	9 487	10 342	12 390	11 607
Andre ihendehaverobligasjoner	2 758	3 960	4 921	5 655	5 788
Utlån til statsforvaltningen	52 422	43 773	59 133	42 219	37 908
Utlån til publikum	16 889	17 444	20 516	22 823	21 983
Andre eiendeler	3 483	3 522	2 287	1 948	1 815
Eiendeler i alt	100 381	90 771	107 908	97 945	93 547
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	36 180	26 663	42 148	24 818	26 029
Publikum	55 500	55 404	54 997	56 479	54 551
Andre sektorer	3 151	5 004	4 430	8 544	5 820
Annen gjeld og egenkapital	5 550	3 700	6 333	8 104	7 147
Gjeld og egenkapital i alt	100 381	90 771	107 908	97 945	93 547

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	31/8 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 494	5 386	5 990	6 168	4 878
Utlån i alt	189 968	185 365	183 572	181 898	182 843
Herav:					
Til publikum	186 131	180 828	178 019	175 064	207 572
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	16 582	15 110	15 327	12 120	16 700
Eiendeler i alt	215 585	219 402	208 430	203 727	207 962
Ihendehaverobligasjonslån	25 438	23 831	20 411	19 420	18 980
Herav:					
I norske kroner	22 148	21 391	18 421	17 510	17 077
I utenlandsk valuta	3 290	2 440	1 990	1 910	1 903
Andre lån	161 567	160 908	157 346	156 981	155 453
Herav:					
Statskassen	160 042	159 596	156 053	155 887	154 365
Annen gjeld m.v.	15 840	12 430	17 878	15 410	19 852
Aksjekapital, fond	12 740	12 233	12 795	11 916	13 677
Gjeld og egenkapital i alt	215 585	209 402	208 430	203 727	207 962

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Kassebeholdning	2 529	2 584	2 647	2 974	2 834
Innskudd i Norges Bank, Postgiro og Norges Postbank	2 157	950	8 556	16 798	6 459
Innskudd i forretnings- og sparebanker	11 468	6 239	8 794	9 545	8 116
Innskudd i utenlandske banker	25 590	17 472	19 877	20 781	24 319
Statssertifikater	8 636	7 393	6 344	7 553	11 619
Andre sertifikater	2 942	2 658	3 585	3 672	6 043
Stats- og statsbankobligasjoner	30 558	25 677	25 827	21 672	19 330
Andre ihendehaverobligasjoner	24 608	23 087	22 150	17 924	15 635
Lån til utlandet	25 841	24 560	23 478	21 493	22 381
Utlån til publikum	417 612	431 760	434 066	438 848	441 864
Herav:					
I utenlandsk valuta	39 088	37 469	35 727	34 410	31 749
Utlån til private finansinstitusjoner	18 607	12 155	14 941	16 140	14 296
Andre eiendeler ¹⁾	45 366	31 808	35 245	35 065	37 992
Eiendeler i alt	615 914	586 343	605 510	612 465	610 888
Innskudd fra publikum	367 309	366 298	368 763	373 252	375 259
Herav:					
I utenlandsk valuta	18 918	17 702	18 717	17 450	18 310
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	10 992	6 871	9 603	10 263	10 039
Innskudd fra private finansinstitusjoner	16 217	17 897	26 615	29 891	23 871
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v. ²⁾	8 721	7 823	8 356	7 802	9 059
Innlån i form av banksertifikater	2 960	2 980	5 606	6 927	8 885
Lån og innskudd fra Norges Bank	26 529	16 997	2 093	1 605	1 254
Lån og innskudd fra utlandet	49 031	42 647	48 153	46 259	46 465
Annen gjeld	103 427	89 354	96 066	92 929	90 819
Aksje-/grunnfondskapital	10 444	14 182	17 709	18 280	18 300
Avsetninger, fond etc.	14 932	16 676	20 278	20 891	20 836
Nettoinntekt	4 452	4 618	2 268	4 366	6 101
Gjeld og egenkapital i alt	615 914	586 343	605 510	612 465	610 888
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	59 311	50 078	50 294	46 533	51 376
Gjeld overfor utlandet	78 787	72 264	76 940	72 170	70 098

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)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	10 750	9 873	10 275	8 970	10 290
Foretak ¹⁾	138 342	139 843	143 038	144 306	141 535
Husholdninger ²⁾	268 520	282 044	280 753	285 572	290 039
Utlån til publikum i alt	417 612	431 760	434 066	438 848	441 864
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	24 847	26 740	26 367	29 493	27 014
Foretak ¹⁾	108 962	106 912	104 920	100 223	106 686
Husholdninger ²⁾	233 500	232 646	237 476	243 536	241 559
Innskudd fra publikum i alt	367 309	366 298	368 763	373 252	375 259

¹⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

²⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnsøkere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 335	4 085	2 922	6 021	6 067
Sertifikater	10 389	13 573	5 751	5 958	6 947
Stats- og statsbankobligasjoner	2 600	3 513	2 558	1 998	1 699
Andre ihendehaverobligasjoner	10 633	9 091	9 908	10 274	12 705
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	737	1 147	900	1 552	778
Publikum	77 002	76 452	73 081	70 804	68 558
Andre	9 671	9 450	10 127	10 284	9 375
Andre eiendeler	3 743	3 893	4 158	6 011	3 273
Eiendeler i alt	119 110	121 204	109 405	112 902	109 402
Sertifikater	8 627	12 669	6 657	7 229	6 947
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	47 905	44 383	43 048	46 032	42 305
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	28 726	26 984	27 766	27 919	27 181
Andre innlån	18 542	20 544	16 702	16 096	16 105
Egenkapital	7 870	7 972	8 122	8 788	8 064
Annen gjeld	7 440	8 652	7 110	6 838	8 800
Sum gjeld og egenkapital	119 110	121 204	109 405	112 902	109 402

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	662	556	736	699	737
Sertifikater	12	6	12	12	19
Ihendehaverobligasjoner	0	5	0	13	12
Utlån ¹⁾ (brutto)	21 961	21 748	23 056	23 581	25 684
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	17 346	17 514	18 535	19 082	21 573
Utlån til andre sektorer (netto)	1 112	733	726	877	451
Andre eiendeler ²⁾	-647	-700	-591	-477	-410
Eiendeler i alt	21 988	21 615	23 213	23 828	26 042
Sertifikater	485	1 185	1 210	1 660	1 980
Ihendehaverobligasjonslån	0	0	0	0	0
Lån fra andre enn banker	7 247	7 128	9 584	9 445	9 417
Lån fra banker	8 127	6 858	5 614	5 860	7 127
Annen gjeld m.v.	2 527	3 103	3 426	3 353	3 760
Kapital, fond	3 602	3 341	3 379	3 510	3 759
Gjeld og egenkapital i alt	21 988	21 615	23 213	23 828	26 042

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 450	3 644	5 877	9 365	11 871
Norske sertifikater	7 886	7 519	6 486	6 310	6 853
Utenlandske statskaseveksler og sertifikater	96	—	—	—	—
Norske ihendehaverobligasjoner	58 262	61 347	67 726	69 894	74 523
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	19 326	22 792	21 404	21 862	7 704
Norske aksjer	14 387	15 231	17 732	17 960	21 220
Utenlandske aksjer	2 398	3 415	4 253	4 403	3 171
Utlån til publikum	69 284	68 467	66 558	64 958	69 958
Utlån til andre sektorer	1 728	1 606	1 548	1 482	1 333
Andre spesifiserte eiendeler	17 809	17 093	17 703	18 159	19 138
Eiendeler i alt	196 626	201 114	209 287	214 393	215 771

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 606	3 999	3 085	3 422	2 874
Norske ihendehaverobligasjoner	26 072	26 611	27 709	28 603	29 020
Utlån til publikum	8 210	7 450	7 282	7 090	6 832
Andre spesifiserte eiendeler	7 069	6 899	7 940	8 002	8 877
Eiendeler i alt	43 957	44 959	46 016	47 117	47 603

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 926	7 008	8 260	8 830	9 851
Norske sertifikater	3 754	3 843	4 116	5 024	4 915
Utenlandske sertifikater	144	105	1	128	554
Norske ihendehaverobligasjoner	13 143	15 054	14 325	14 839	14 394
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	6 353	6 518	7 386	7 239	5 799
Norske aksjer	6 372	5 897	6 466	6 862	7 523
Utenlandske aksjer	2 009	3 011	3 414	3 649	3 549
Utlån til publikum	5 014	4 822	4 450	4 169	4 169
Utlån til andre sektorer	1 125	796	597	571	221
Andre spesifiserte eiendeler	14 708	14 349	15 112	16 741	15 818
Eiendeler i alt	60 548	61 403	64 127	68 052	66 793

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond¹⁾. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Bankinnskudd	2 008	1 771	2 435	2 658	1 720
Stats- og statsbanksertifikater	229	1 356	859	1 867	2 274
Andre norske sertifikater	1 019	3 396	4 181	5 726	5 549
Utenlandske sertifikater	6	0	0	0	0
Stats- og statsbankobligasjoner	1 983	5 705	4 550	3 732	3 555
Andre norske obligasjoner	4 454	10 499	11 152	8 864	7 982
Utenlandske obligasjoner	56	673	794	788	778
Norske aksjer	4 968	10 604	11 633	10 750	10 215
Utenlandske aksjer	875	1 127	1 948	1 822	1 930
Andre eiendeler	534	1 362	1 405	1 481	1 378
Eiendeler i alt	16 132	36 493	38 957	37 688	35 381

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	30/6 1994	30/9 1994			
				Totalt	Aksjefond ¹⁾	Obligasjons- fond	Pengemarkeds- fond
Norske banker	573	380	355	326	63	164	99
Øvrige finansinstitusjoner	1 604	3 727	3 650	3 429	1 627	1 519	283
Kommuneforvaltning og -foretak	780	925	774	686	8	585	93
Øvrige foretak	4 720	14 116	14 725	14 072	2 740	5 544	5 788
Husholdninger	8 026	17 422	17 524	16 212	9 222	2 877	4 113
Utlandet	69	208	285	278	246	26	6
Andelskapital i alt	15 772	36 778	37 313	35 003	13 906	10 715	10 382

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	30/9 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	19 486	19 500	22 059	42 058	51 719
Offentlige finansinstitusjoner	10	3	8	103	271
Private banker og sikringsfond	2 259	1 301	1 537	1 749	1 824
Forsikringselskaper m.v.	18 288	17 379	15 586	24 735	23 769
Øvrige finansinstitusjoner	696	357	230	401	353
Kommuneforvaltning og -foretak	62	222	175	88	122
Stallig eide foretak m.v.	4 184	6 294	7 354	4 905	4 953
Verdipapirfond ¹⁾	5 611	5 642	4 914	10 657	10 328
Øvrige ikke-finansielle foretak	47 185	36 680	30 978	49 580	47 133
Husholdninger	22 907	18 870	16 648	27 329	24 992
Utlandet	45 273	42 156	37 470	62 793	71 557
Ufordelt	645	315	1	122	432
I alt	166 607	148 719	136 961	224 519	237 452

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	30/9 1994
Sparebanker	810	837	803	2 495	4 579
Forretningsbanker	7 286	7 840	6 587	8 393	12 705
Forsikringselskaper	545	729	783	883	956
Andre finansinstitusjoner	870	1 042	1 689	1 822	1 533
Stallig 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	24 429
Utllandet	24	24	24	653	1 359
Ufordelt	0	0	0	10	1
I alt	36 691	39 483	36 573	41 841	50 890

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- ringsssel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utllandet	Ufordelt	
Forretningsbanker	2 975	15	262	29	3	334	185	879	71	4 752
Forsikringselskaper	2	29	-46	-1	0	49	22	34	11	101
Andre finansinstitusjoner	20	15	147	-6	-1	-106	-48	-108	-1	-87
Stallig eide foretak	175	2 169	479	1	1	-83	-95	1 673	113	4 432
Private selskaper med begrenset ansvar	1 277	17	-1 395	-44	11	-2 154	-1 839	7 035	692	3 600
Utllandet	0	69	36	0	0	78	53	565	-3	798
Ufordelt	0	2	53	3	0	54	3	5	1	119
I alt	4 448	2 315	-465	-18	15	-1 829	-1 720	10 083	885	13 714

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 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	30/9 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	45 828	46 944	49 612	42 870	43 038
Norges Bank	11 422	5 533	7 312	7 590	10 445
Postgiro og Norges Postbank	5 804	5 324	6 042	14 693	16 384
Statsbanker	397	125	758	4 907	4 794
Private banker og sikringsfond	59 278	46 799	45 441	56 265	45 060
Forsikringsselskaper m.v.	85 796	86 347	87 789	115 962	117 530
Øvrige finansinstitusjoner	28 097	26 956	18 132	28 014	24 446
Kommuneforvaltning og -foretak	2 458	3 205	4 476	5 806	6 929
Statlig eide foretak m.v.	2 725	910	941	3 308	2 605
Verdipapirfond ¹⁾	3 609	5 166	5 680	16 317	11 529
Øvrige ikke-finansielle foretak	20 357	18 538	19 400	27 111	23 710
Husholdninger	9 199	9 277	8 479	7 783	7 681
Utlandet	21 521	24 036	12 903	10 562	6 021
Ufordelt	30	44	0	68	564
I alt	296 520	279 204	266 964	341 256	320 735

!) 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	30/9 1994
Statsforvaltningen	77 433	69 759	78 034	98 439	108 291
Statsbanker	18 754	18 306	20 909	21 978	18 332
Private banker	6 297	11 034	37 213	51 426	54 500
Private kredittforetak	135 142	115 768	68 331	62 122	58 347
Andre finansinstitusjoner	1 811	1 795	2 055	2 072	2 062
Kommuneforvaltning og -foretak	34 917	38 007	39 545	44 843	44 208
Statlig eide foretak m.v.	5 085	6 016	6 453	7 896	7 812
Øvrige ikke-finansielle foretak	9 918	11 230	11 156	15 103	17 504
Husholdninger	310	320	306	96	832
Utlandet	1 229	1 390	1 390	540	1 040
Ufordelt	0	0	0	921	1 174
I alt	290 896	273 623	265 390	305 438	314 103

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS.²⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Eiersektor									I alt ³⁾
	Sentral- myndig- hetene ¹⁾	Private banker og sikr. fond	Forsik- rings- sel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	
Statsforvaltningen	5 159	-1 792	8 391	-1 343	595	-229	736	-1 645	365	10 238
Statsbanker	378	-2 103	-1 655	-65	-21	129	-37	-272	49	-3 597
Private banker	3 757	-834	2 484	-81	-349	-1 514	112	-426	150	3 299
Private kredittforetak	332	-1 713	1 077	585	-59	-2 122	-150	-1 664	101	-3 614
Andre finansinstitusjoner	0	-11	-31	-101	-15	91	-37	91	9	-2
Kommuneforvaltning og -foretak	175	-11	-282	-85	1 397	-805	-62	-47	168	448
Statlig eide foretak m.v.	59	-121	59	26	2	-256	33	-94	18	-274
Øvrige ikk-finansielle foretak	659	283	609	179	-9	471	94	-201	43	2 127
Husholdninger	49	65	328	0	2	-501	-1	0	0	-58
Utlandet	0	107	281	0	0	83	-1	25	5	500
Ufordelt	0	0	-4	0	0	0	0	0	0	-4
I alt	10 567	-6 130	11 257	-883	1 542	-4 652	687	-4 234	908	9 062

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. håndmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndmarkedet 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)

	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994
Stats- og trygdeforvaltningen	325	170	612	317	815
Norges Bank	1 707	19 498	21 803	9 082	6 039
Postgiro og Norges Postbank	16 760 ²⁾	15 498	11 846	9 768	12 213
Statsbanker	0	0	0	0	0
Forretningsbanker	12 256	7 807	6 774	6 615	8 728
Sparebanker	5 538	3 758	3 363	3 271	2 473
Private kredittforetak	4 159	6 196	3 370	3 209	2 093
Private finansieringsselskaper	12	6	12	12	19
Livsforsikringsselskaper	7 886	7 519	6 486	6 310	6 853
Skadeforsikringsselskaper	3 754	3 843	4 116	5 024	4 915
Andre sektorer ¹⁾	11 942	12 776	13 299	11 081	13 871
Sum, pålydende verdi	64 339	77 071	71 681	54 689	58 019

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)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Statssertifikater	57 610	50 478	29 116	25 000	38 500
Banksertifikater	2 660	2 665	5 360	7 070	7 495
Kreditsertifikater	6 200	6 695	5 120	5 635	9 614
Finanssertifikater	1 195	1 350	1 730	1 985	1 731
Lånesertifikater	9 406	10 480	13 363	18 316	19 789
Herav utstedt av:					
Statsbanker	6 255	7 628	10 323	12 421	14 386
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	1 453	1 307	1 692	2 060	2 283
Statsforetak	0	200	200	200	100
Andre foretak ¹⁾	1 698	1 358	1 148	3 255	11 753
Utlandet	0	0	0	0	250
I alt	77 071	71 681	54 689	58 006	77 392

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3
Forretningsbanker	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Sparebanker	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Lån med garanti	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	2,4	1,7	1,3	1,4	1,4
Bank	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Markedslån i alt	5,5	4,5	3,9	3,8	3,7

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	818,6	1 096,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
1990								
Desember	843,3	1 111,4	453,4	3,1	3,9	6,0		
1991								
Desember	830,8	1 097,6	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
1992								
Desember	818,6	1 098,7	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
1993								
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	-0,6	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	0,1	3,7	-0,6	0,5
November	815,8	1 106,3	542,7	0,0	-0,3	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	1 116,8	543,8	0,2	-0,2	2,1	0,2	-3,3
Februar	817,6	1 112,0	543,6	0,2	-0,2	1,4	0,6	-2,3
Mars	823,5	1 113,3	557,2	1,1	0,5	5,1	2,3	5,0
April	825,4	1 113,6	563,3	1,2	-0,1	4,6	3,0	10,1
Mai	828,4	1 112,4	569,9	1,4	0,1	5,0	4,5	17,0
Juni	835,1	1 110,5	577,1	2,2	-0,2	5,9	4,8	16,9
Juli	835,1	1 105,1	585,0	2,3	0,1	6,6	5,3	17,4
August	836,4	1 103,3	588,3	2,5	0,6	7,7	4,8	15,0
September	836,9	...	589,4	2,7	...	7,5	3,2	12,8

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 kredittforsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1992		1993		1/1-30/9 1993		1/1-30/9 1994 ¹⁾	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Private banker, Norges Postbank og Postgiro	12 412	3,2	12 986	3,3	-3 271	-0,8	18 096	4,4
Statsbanker ²⁾	11 105	6,5	-4 301	-2,4	775	0,4	-3 784	-2,1
Private finansieringsselskaper	-2 270	-11,6	1 290	7,4	167	1,0	3 263	17,5
Skadeforsikringselskaper	1 837	42,5	-1 706	-27,7	-1 334	-21,7	-280	-6,3
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	6 538	8,8	-6 997	-8,6	-4 328	-5,3	-3 066	-4,1
Private kredittforetak	-35 871	-34,5	-12 239	-17,9	-7 876	-11,5	-1 197	-2,1
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	-1 741	-2,7	8 811	14,3	7 797	12,6	5 244	7,4
Markedslån	-3 900	-34,2	-3 000	-40,0	-2 000	-26,7	-800	-17,8
Annen kreditt	24	3,8	-25	-3,8	-1	-0,2	-2	-0,3
Sum ⁴⁾	-11 866	-1,4	-5 181	-0,6	-10 071	-1,2	17 474	2,1

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

³⁾ Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁴⁾ Svarer til endringer i Norges Banks kredittindikator. Faktiske tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 24 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (I mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1992		1993		1/1-31/7			
	Belop	%	Belop	%	1993		1994	
					Belop	%	Belop	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	69,1	13,5	71,2	13,0	22,1	4,0	28,2	5,1
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	13,3	2,6	-33,6	-6,1	-18,9	3,4	-5,2	-1,0
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	10,4	2,0	-4,2	-0,8	2,0	0,4	-6,1	-1,1
Forretnings- og sparebankenes kreditttilførsel (+)								
og inntektsoverskudd (-)	-33,0	-6,4	-21,4	-3,9	-26,8	-4,9	4,5	0,8
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-13,4	-2,6	-12,0	-2,2	-5,9	-1,1	-0,9	-0,2
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,8	-0,1	0,4	0,1
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾	-2,4	-0,5	1,8	0,3	11,8	2,2	-7,4	-1,3
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-9,2	-1,8	-14,0	-2,6	2,4	0,4	2,0	0,4
Endring i pengemengden i alt	37,4	7,3	2,8	0,5	-10,2	-1,8	22,5	4,1
Memo: Oljeskatter	25,5				13,5	2,5	11,8	2,1

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	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993								
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	174 700	555 680	26 596	5,0
Juni	35 534	287 902	75 832	399 268	179 209	578 477	32 344	5,9
Juli	34 644	281 481	79 452	395 577	176 992	572 569	35 523	6,6
August	33 839	283 102	83 859	400 800	182 156	582 956	41 866	7,7
September	36 561	282 007	82 630	401 198	182 371	583 569	40 902	7,5

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

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd før lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innestående på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av konto-lån 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 (-), Folke- trygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlåns- økning (+), 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 spesial- oppgaver.

Tabell 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. halvår		pr. 31/12	pr. 30/6
	1991	1992	1993	1993	1994	1993	1994
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	2,6	14,8	5,5	6,2	10,8	315,6	326,5
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,6	-1,2	-0,7	0,1	-0,7	10,6	9,5
Aksjer m.v. ³⁾	0,3	-2,4	5,4	2,1	-0,4	71,9	70,2
Forsikringskrav ⁴⁾	18,3	18,7	14,2	7,0	11,5	248,8	258,3
Utlån og andre fordringer ⁵⁾	3,2	-1,3	-2,0	11,2	12,0	58,5	70,6
Fordringer i alt	23,8	28,7	22,3	26,6	33,3	705,5	735,1
Lån i forretnings- og sparebanker	0,2	3,5	11,1	-4,3	3,8	282,3	285,7
Lån i offentlige banker	10,1	8,1	-2,8	-2,7	0,0	111,2	110,9
Lån i private kreditforetak og finansieringsselskaper	-11,8	-18,0	-2,1	-2,4	1,2	43,4	44,6
Lån i forsikringselskaper	7,6	3,4	-5,9	-2,4	-1,8	50,0	48,2
Annen gjeld ⁶⁾	-4,5	3,3	-2,9	4,6	6,5	64,8	71,3
Gjeld i alt	1,6	0,3	-2,6	-7,2	-9,7	551,7	560,8
Netto	22,2	28,4	25,0	33,8	23,6	153,8	174,3

¹⁾ Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasserveksler.

³⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis. Finansinvesteringene er fremkommet ved justering av beholdningsendringene med kursomvurderinger.

⁴⁾ Det beregnes nå omvurderinger av husholdningenes forsikringskrav. Dette har medført endring i nivå og kvartalsprofil for husholdningenes finansinvesteringer de siste årene i forhold til tidligere publiserte tall.

⁵⁾ Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav, skattefordringer og leieboerinnskudd.

⁶⁾ Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og pålopte, ikke betalte renter.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 26. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetsstilførsel/innndragning-	1/1-31/12		1/1-31/10	
	1992	1993	1993	1994
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	68 608	30 012	25 198	39 715
Stats- og statsbankpapirer	-9 614	-38 497	-38 653	-24 294
Valutamarkedet	-49 736	51 027	51 547	2 152
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-182	-3 522	925	983
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	-8 729	3 602	749	2 102
D-lån	-105	-10 180	-13 123	-2 773
F-lån	3 965	-10 108	-18 028	-11 892
Annen sentralbankfinansiering	-3 743	-23 922	-8 627	-893
Reserver i alt	463	-1 588	-12	5 100
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	236	-1 045	367	5 745
Statskasserveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	227	-543	-379	-645

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								
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
August	5,4	5,4	5,9	5,9	6,8	6,7	6,8	4,8
September	6,1	6,1	6,8	6,7	7,6	7,5	6,8	4,8
Oktober	6,0	5,9	7,0	6,9	7,6	7,6	6,8	4,8

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											
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
August	4,9	6,5	5,9	5,5	5,5	2,3	7,9	4,9	5,9	-0,1	0,8
September	5,0	6,6	5,5	5,6	5,6	2,3	7,8	5,1	5,9	0,7	1,6
Oktober	5,1	6,4	5,3	5,6	5,9	2,3	8,0	5,6	6,0	0,9	1,6

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						
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
August	7,3	7,9	7,8	8,6	8,1	9,0
September	8,0	8,7	8,6	9,4	8,9	9,7
Oktober	8,0	8,5	8,4	9,1	8,7	9,4

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											
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
August	7,2	8,7	10,7	7,6	8,7	4,6	11,3	7,4	8,5	0,1	1,0
September	7,6	9,2	10,6	8,1	9,0	4,6	11,3	7,6	9,0	0,4	1,3
Oktober	7,6	9,0	10,2	8,2	8,9	4,7	11,0	7,9	9,0	0,3	1,1

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	
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	8,1	9,1	9,8	8,1	8,3
Sparebanker	9,6	10,3	8,0	8,1	10,2	10,7	8,1	8,3
Sum banker	8,9	9,5	7,9	8,1	9,5	10,2	8,1	8,3
3. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,7	9,3	7,8	8,0	9,3	10,0	8,0	8,3
Sparebanker	9,7	10,3	7,8	8,0	10,2	10,7	7,9	8,2
Sum banker	9,1	9,7	7,8	8,0	9,7	10,3	8,0	8,2

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	
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	4,9	4,0
2. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,5	4,8	4,9	3,9
Sparebanker	3,4	4,6	4,8	3,8
Sum banker	3,4	4,7	4,8	3,8
3. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,5	5,0	5,1	4,1
Sparebanker	3,5	4,8	5,0	3,9
Sum banker	3,5	4,9	5,0	4,0

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
3. kvartal 1993	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
3. " "	6,7	7,0	6,8

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
3. kvartal 1993	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
3. " "	8,6	8,7	8,6

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker. Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1/1-30/9	
			1993	1994
Rente- og provisjonsinntekter	10,4	8,9	9,1	7,3
Rentekostnader	7,7	5,8	6,1	4,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,8	3,1	3,0	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,5	1,5	0,9
Andre driftskostnader	2,3	2,3	2,3	2,4
Driftsresultat før tap	1,0	2,0	2,0	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	2,3	1,4	1,5	0,5
Resultat av ordinær drift	-1,3	0,6	0,5	1,3
Kapitaldekning i prosent	8,6	12,0	9,4	11,6
Herav:				
Kjernekapital	4,3	6,0	4,7	6,5

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	1/1-30/9	
			1993	1994
Rente og provisjonsinntekter	12,2	10,5	10,9	8,0
Rentekostnader	7,8	5,8	6,3	3,9
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	4,3	4,7	4,6	4,2
Sum andre driftsinntekter	0,8	1,5	1,5	0,3
Andre driftskostnader	3,2	3,0	3,0	2,9
Driftsresultat før tap	1,9	3,2	3,1	1,5
Bokførte tap på utlån og garantier	1,8	1,2	1,2	0,4
Resultat av ordinær drift	0,0	2,0	1,9	1,1
Kapitaldekning ²⁾	10,5	14,4	11,9	14,2
Herav:				
Kjernekapital ²⁾	9,5	10,4	8,0	10,3

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker, 30 sparebanker f.o.m. 1993.

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	1/1-30/9	
			1993	1994 ²⁾
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	6,0	7,2	6,6	6,9
Sum andre driftsinntekter	1,3	1,2	3,4	2,2
Andre driftskostnader	5,0	5,2	5,9	4,9
Driftsresultat før tap	2,3	3,3	4,2	4,2
Bokførte tap på utlån og garantier	2,0	1,3	1,3	0,7
Resultat av ordinær drift	0,3	2,0	2,9	3,5
Kapitaldekning	16,2	16,1	17,0	14,7
Herav:				
Kjernekapital	11,9	13,3	13,0	12,6

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⁾	1/1-30/9	
			1993	1994
Rente og kredittprovisjonsinntekter	9,9	8,8	8,9	7,5
Rentekostnader	8,8	7,3	7,5	6,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,1	1,5	1,5	1,2
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,3	0,4	-0,1
Andre driftskostnader	0,5	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,6	1,4	1,5	0,8
Bokført tap på utlån og garantier	1,0	0,3	0,4	-0,1
Resultat av ordinær drift	-0,3	1,1	1,1	0,8
Kapitaldekning	13,2	19,1	16,9	18,1
Herav:				
Kjernekapital	9,4	13,7	13,2	15,8

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 kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1993										
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
August	105,31	8,3937	438,64	110,94	133,52	128,01	10,582	6,8731	88,66	6,8623
September	105,73	8,4061	438,68	111,30	136,94	128,25	10,636	6,8856	90,26	6,8036
Oktober	104,99	8,3457	435,43	111,25	141,61	127,20	10,629	6,7234	91,20	6,6217

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					
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	2,492	3,424	62,517	103,60
Juni	1,6302	2,484	3,416	62,989	102,68
Juli	1,5704	2,426	3,427	62,787	98,59
August	1,5645	2,412	3,427	63,822	99,85
September	1,5509	2,425	3,421	63,712	98,81
Oktober	1,5207	2,441	3,423	64,764	98,49

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1992	1993	1/1-31/8	
			1993	1994
Varebalansen	53 308	51 094	39 403	29 935
Tjenestebalansen	-2 180	-1 280	-916	-797
Rente- og stonadsbalansen	-33 174	-32 714	-21 731	-15 287
A. Driftsbalansen	17 953	17 099	16 757	13 853
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	15 305	15 194	11 874	7 936
Oljevirksomhet ¹⁾	71 844	79 989	51 282	56 807
Andre sektorer	-69 196	-78 084	-46 399	-50 890
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	17 583	7 995	10 244	-18 961
Herav:				
Statsforvaltningen	23 742	11 413	11 486	-4 801
Kommuneforvaltningen	-1 174	-1 561	-1 320	-1 687
Statsbanker	-1 429	-2 744	-766	-715
Forretnings- og sparebanker	-2 939	-6 899	-8 454	-2 412
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	-6 293	-551	2 064	1 229
Skipsfart	-122	-1 346	-2 152	407
Oljevirksomhet	1 836	3 102	4 171	-7 017
Andre private og statlige foretak	3 962	6 579	5 217	-3 965
C. Grunnbalansen (A+B)	35 536	25 094	27 001	-5 108
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-44 479	31 610	30 592	6 323
Herav:				
Statsforvaltningen	-1 013	-918	-1 046	-475
Kommuneforvaltningen		1		
Statsbanker	1 067	290	276	-70
Forretnings- og sparebanker	-41 378	32 134	30 441	640
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-2 069	-2 674	5 538	269
Skipsfart	177	428	4	-728
Oljevirksomhet	14 869	7 942	1 507	10 187
Andre private og statlige foretak	4 825	6 102	-768	-5 440
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-20 957	-11 695	-5 359	1 939
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	-8 943	56 704	57 594	1 215
F. Tildelt SDR
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	8 297	11 056	8 287	-6 814
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	-646	67 760	65 881	-5 599
Herav internasjonale reserver²⁾	3 815	69 080	61 358	-10 454

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

²⁾ Verdipapirinstrumentene vedrørende gjenkjøpsavtaler er flyttet fra internasjonale reserver fra og med 30.06.94. For august beløper gjenkjøpsavtaler seg til 5 600 mill. kr.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1992			31/12 1993			31/8 1994		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	5,5	55,8	-50,3	6,3	72,9	-66,6	7,2	66,5	-59,3
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	152,4	12,6	139,8
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	2,2	-1,0
Forretnings- og sparebanker	78,7	74,7	4,0	49,5	70,7	-21,2	48,2	68,0	-19,8
Kredittforetak	23,6	35,6	-12,0	24,9	37,6	-12,7	25,2	36,2	-11,0
Finansieringsselskaper	0,2	3,0	-2,8	0,2	2,3	-2,1	-0,0	3,8	-3,8
Forsikringsselskaper	31,5	1,4	30,1	31,9	0,9	31,0	32,5	1,1	31,4
Kommuneforvaltning	0,0	5,6	-5,6	0,0	4,6	-4,6	-0,3	2,9	-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	25,5	45,9	-20,4
Andre norske sektorer	65,5	150,2	-84,7	66,7	178,4	-111,7	72,1	172,7	-100,6
Uforklart differanse ¹⁾	0,0	0,0	0,0	11,7	0,0	11,7	9,7	0,0	9,7
Alle sektorer	331,5	396,6	-65,1	378,8	436,5	-57,7	374,0	413,9	-39,9

¹⁾ Omfatter nettobelop som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobelopet henført til fordringer.

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstilling» med endringsfall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1992 er innarbeidet. Belopene 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									
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
Juli	0,0	15,1	13,3	-20,1	8,3	40,1	65,1	26,8	85,2
August	0,0	15,1	14,5	-20,0	9,6	41,9	71,7	27,3	91,7
September	0,1	13,7	9,8	-19,9	3,7	36,4	76,2	26,6	96,1

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)

	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994
Valutaaktiva, spot	109 602	103 718	96 233	89 629	94 749
Valutapassiva, spot	105 776	93 949	102 782	98 249	100 058
1. Spotbalanse, netto	3 826	9 769	-6 549	-8 620	-5 309
2. Terminbalanse, netto	-8 202	-5 407	2 519	8 102	3 706
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-27	-28	2	-103	-101
4. Totalposisjon (1+2+3)	-4 403	4 334	-4 028	-621	-1 704

Kilde: Norges Bank

Tabell 45. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	1993														Uke i 1994														
	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	1-45	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	1-45	
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
1. Spot	-48	-1,40	0,00	0,00	2,92	-2,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
2. Termin	-3	1,40	0,00	0,00	-2,92	2,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Anvendt av bankene til å dekke opp. dvs. motposter:																													
B. Utlendet	-29	-2,96	-1,82	0,52	-2,34	2,82	-0,84	-1,14	-1,22	0,51	-0,36	-1,43	1,88	-14,97	-36	-1,82	0,52	-2,34	2,82	-0,84	-1,14	-1,22	0,51	-0,36	-1,43	1,88	-0,30	-14,97	
1. Spot ¹⁾	-10	-0,74	-1,50	1,27	-0,15	-1,43	-0,56	-0,19	0,44	-1,63	0,13	-0,96	-0,82	-7,44	-13	-0,74	1,27	-0,15	-1,43	-0,56	-0,19	0,44	-1,63	0,13	-0,96	-0,82	0,61	-7,44	
2. Termin ¹⁾	-19	-2,22	-0,32	-0,75	-2,19	4,25	-0,28	-0,95	-1,66	2,14	-0,49	-0,47	2,70	-7,53	-23	-0,32	-0,75	-2,19	4,25	-0,28	-0,95	-1,66	2,14	-0,49	-0,47	2,70	-0,91	-7,53	
C. Norske sektorer, utenom bankene	-25	2,67	-0,40	0,17	-1,06	-0,36	0,76	-0,57	0,76	-0,57	-1,92	2,20	1,86	19,86	-29	2,67	-0,40	0,17	-1,06	-0,36	0,76	-0,57	0,76	-0,57	-1,92	2,20	1,86	2,83	19,86
1. Spot ¹⁾	-17	-0,41	0,33	-2,21	2,43	-0,77	-1,82	-0,38	-4,58	-0,58	-2,29	3,86	1,98	7,13	-21	-0,41	0,33	-2,21	2,43	-0,77	-1,82	-0,38	-4,58	-0,58	-2,29	3,86	1,98	4,16	7,13
2. Termin ¹⁾	-9	0,91	-1,96	1,25	-1,36	0,13	1,18	3,62	4,49	-0,03	0,05	0,63	0,33	8,15	-8	0,91	-1,96	1,25	-1,36	0,13	1,18	3,62	4,49	-0,03	0,05	0,63	0,33	0,76	8,15
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	1	2,17	1,23	0,78	-0,90	-0,42	0,28	-2,48	-0,48	1,57	0,32	-2,29	-0,45	4,58	1	2,17	1,23	0,78	-0,90	-0,42	0,28	-2,48	-0,48	1,57	0,32	-2,29	-0,45	-2,09	4,58
D. Annet	3	0,30	2,22	-0,34	2,17	-1,75	1,20	0,37	0,35	-1,47	1,71	-0,77	-1,81	-3,28	3	0,30	2,22	-0,34	2,17	-1,75	1,20	0,37	0,35	-1,47	1,71	-0,77	-1,81	0,02	-3,28
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,90	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,90
2. Kurstap spot, utlandet	2	0,05	-0,15	0,15	-0,01	-0,07	0,09	-0,09	-0,33	0,13	0,00	-0,06	0,06	0,18	2	0,05	-0,15	0,15	-0,01	-0,07	0,09	-0,09	-0,33	0,13	0,00	-0,06	0,06	0,10	0,18
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	0	-0,22	0,76	-0,13	3,43	-2,23	0,89	0,96	-1,48	-1,13	1,10	0,05	-0,28	-4,70	0	-0,22	0,76	-0,13	3,43	-2,23	0,89	0,96	-1,48	-1,13	1,10	0,05	-0,28	-2,29	-4,70
4. Økning i bankenes totalposisjon	0	0,45	1,59	-0,38	-1,27	0,53	0,20	-0,52	2,14	-0,49	0,59	-0,78	-1,61	0,34	0	0,45	1,59	-0,38	-1,27	0,53	0,20	-0,52	2,14	-0,49	0,59	-0,78	-1,61	2,19	0,34
Spesifikasjon:																													
Utlendets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																													
Netto NOK-fordringer på bankene	-3	-0,46	-1,26	1,54	0,07	-0,39	0,01	0,39	0,57	-1,83	0,88	-0,80	-0,45	-0,77	-3	-0,46	-1,26	1,54	0,07	-0,39	0,01	0,39	0,57	-1,83	0,88	-0,80	-0,45	0,36	-0,77
VPS-registrerte aksjer	-11	-0,28	-0,23	-0,32	-0,11	-1,11	-0,54	0,05	-0,08	-0,03	-0,60	0,04	-0,06	-9,09	-11	-0,28	-0,23	-0,32	-0,11	-1,11	-0,54	0,05	-0,08	-0,03	-0,60	0,04	-0,06	0,07	-9,09
VPS-registrerte obligasjoner	4	0,08	-0,03	0,05	-0,11	0,07	0,04	-0,67	-0,03	0,18	-0,11	-0,27	-0,29	1,95	4	0,08	-0,03	0,05	-0,11	0,07	0,04	-0,67	-0,03	0,18	-0,11	-0,27	-0,29	0,18	1,95
VPS-registrerte sertifikater	0	-0,08	0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,07	0,05	-0,03	0,05	-0,05	0,08	-0,02	0,47	0	-0,08	0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,07	0,05	-0,03	0,05	-0,05	0,08	-0,02	0,00	0,47
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-10	-0,74	-1,50	1,27	-0,15	-1,43	-0,56	-0,19	0,44	-1,63	0,13	-0,96	-0,82	-7,44	-10	-0,74	-1,50	1,27	-0,15	-1,43	-0,56	-0,19	0,44	-1,63	0,13	-0,96	-0,82	0,61	-7,44
Memo:																													
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-24	-0,32	1,30	0,77	0,63	-0,67	2,27	0,64	3,01	2,06	1,57	-2,86	0,70	2,84	-24	-0,32	1,30	0,77	0,63	-0,67	2,27	0,64	3,01	2,06	1,57	-2,86	0,70	-0,33	2,84

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.

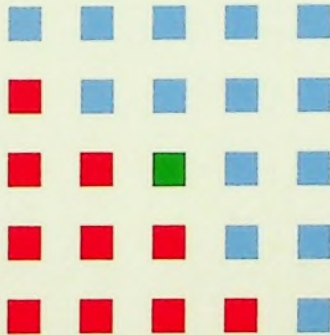
<i>Reg. nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nbllil n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassektr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 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)