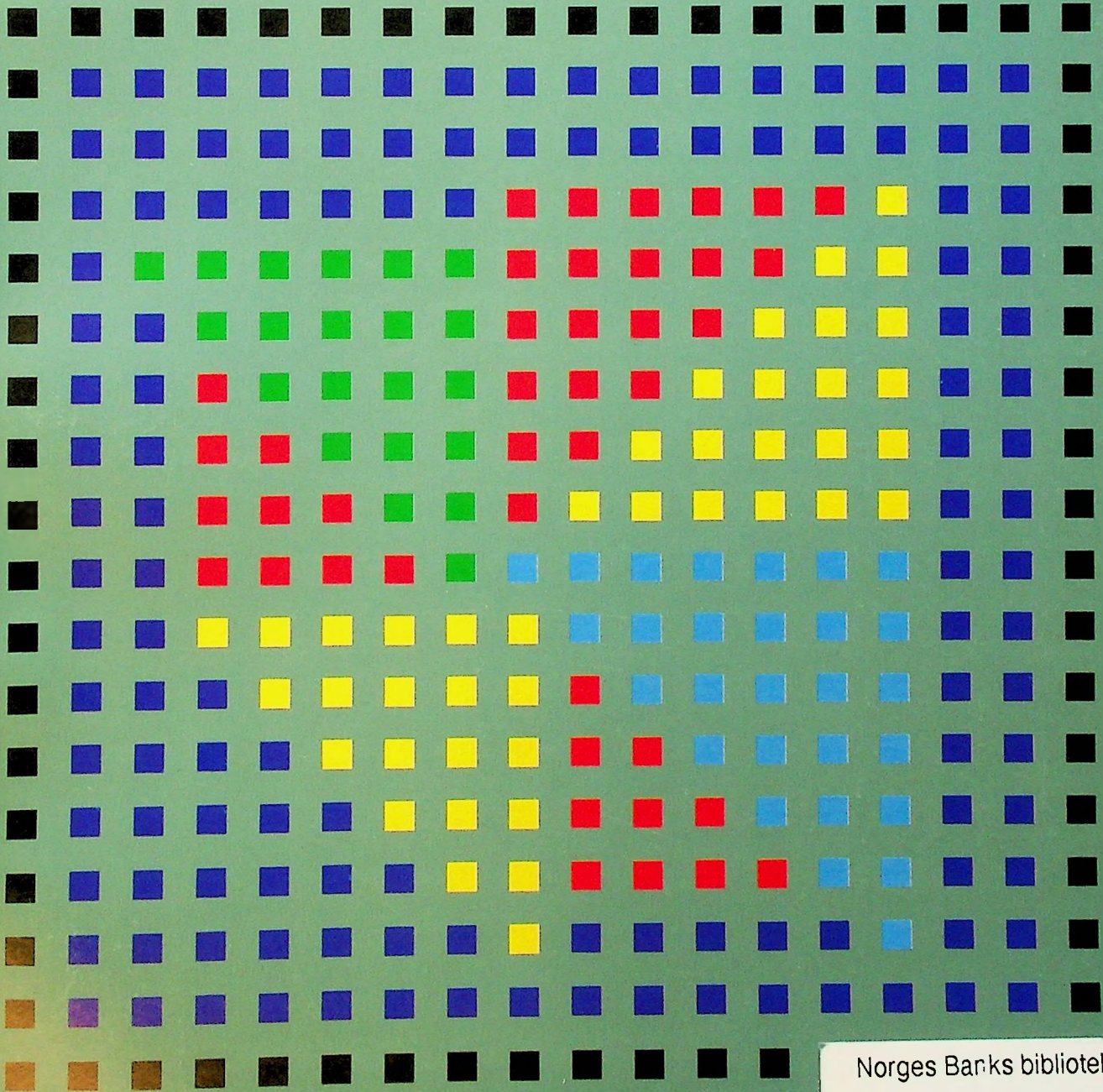



ADRIANUS
ADRIANUS

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

⌘NB⌘ NORGES BANK



Norges Banks bibliotek

013268VPA

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

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

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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt

Omslag og grafisk utforming: Christensen / Lund A/S
Sats og trykk: Norges Banks Seddeltrykkeri, Oslo
Teksten er satt med 11 pkt. Times

Standardtegn i tabeller:

.	Tall kan ikke forekomme
..	Oppgave mangler
...	Oppgave mangler foreløpig
-	Null
0	} Mindre enn en halv av den brukte enhet
0.0	

ISSN-0332-5598

Til abonnentene

Prising av Penger og Kreditt fra 1996

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

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

Penger og Kreditt

Nr. 4/ desember 1995/ årg. 23

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

206* Vendepunkt
Leder

207* Del A: Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport

207* Inflasjonsrapport

237* Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar

251* Utviklinga i norsk økonomi fram mot århundreskiftet

Del B: Artikkelstoff og tabelldel

277 Forvaltningen av valutareservene
Helge Eide

285 Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995
Marianne Sturød

297 Hva kan forklare de siste årenes renteutvikling i Norge?
Espen Frøyland

308 Utviklingen i foretakssektoren 1992-94
Harald Karlsen og Sindre Weme

319 Den nye myntrekken
Ole-Robert Kolberg

322 Femkrone sirkulasjonsmynter 1995 - 1000 års utmyntning og FNs 50-årsjubileum

323 Banklovkommisjonens utredning om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner (NOU 1995:25)

327 Brev og uttalelser fra Norges Bank:
Det økonomiske opplegget for 1996. *Brev av 18. oktober 1995 til
Finansdepartementet*

337 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank

337 Bokutgivelse - Norges mynthistorie

338 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

340 Tabeller

I-IV Innholdsfortegnelse for årgang 1995

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 11. desember 1995

Del B: 7. desember 1995

Tabelldelen: 4. desember 1995

Rettelse til side 317: I figur 18 skal stolpene for «høy» og «lav» i 1992 byttes om

Vendepunkt

1994 og 1995 har vært gode år for norsk økonomi. Konjunkturoppgangen har etter hvert fått bredt feste. Investeringene har økt kraftig. Siden sommeren 1993 har vi fått nesten 100 000 flere arbeidsplasser. Utenriksøkonomien og statsbudsjettet for neste år viser overskudd. Samtidig ser vi så langt ikke de vanlige tegnene til press i økonomien: Næringslivet har stort sett klart å møte veksten i etterspørselen, og pris- og kostnadsveksten er lav.

Vi står på mange måter ved et vendepunkt.

Etter at produksjonen har vokst med 10 prosent på tre år, må vi regne med en noe lavere veksttakt – en utvikling mer i samsvar med en langsiktige trend. Det er ikke noe urovekkende ved dette; ved mer moderate vekstrater er det fortsatt rom for økning i sysselsettingen, nedgang i ledigheten og økte inntekter for brede befolkningsgrupper. Det ville på den annen side vært grunn til å frykte konsekvensene av fortsatt kraftig vekst – fordi vi da ville fått press i økonomien og økende pris- og kostnadsvekst. Våre erfaringer fra 1980-årene har tydelig vist oss hvordan slike svingninger kan få dramatiske følger i etterkant av høykonjunktoren.

Også i utformingen av budsjettpolitikken står vi ved et vendepunkt. Statsbudsjettet for 1996 viser for første gang på mange år et overskudd, selv om vi fortsatt bruker mesteparten av oljeinntektene. I de nærmeste årene vil oljeinntektene strømme inn i statskassen som aldri før – for deretter å avta igjen når veksten i oljeproduksjonen stopper opp. Vår evne til å håndtere disse inntektene vil være avgjørende for hvilken dom våre etterkommere vil felle over den økonomiske politikken i 90-årene.

Norges Bank legger nå fram både inflasjonsrapporten og en fremskrivning av den økonomiske utviklingen fram mot århundreskiftet. Det bildet som avtegner seg i disse rapportene, er en relativt balansert vekst, om enn noe lavere enn den vi har hatt de siste par årene. Det ser ikke ut til å bli noe markert tilbakeslag i norsk økonomi, og prisveksten holder seg lav. De løpende indikatorene gir imidlertid et sammensatt bilde av konjunkturutviklingen. Det er derfor all grunn til å ta høyde for usikkerhet i utformingen av den økonomiske politikken.

Fortsatt moderat pris- og kostnadsvekst, en relativt stramt budsjettpolitikk for å dempe veksten i etterspørselen og stabile forhold i penge- og valutamarkedene er avgjørende forutsetninger for å få til en vellykket overgang til en balansert og stabil vekst inn i det neste århundret.

Så fremt lønnsutviklingen følger det mønster vi har erfaring for fra tidligere konjunkturoppganger, er det fare for at lønnsveksten kan ta seg opp til

rundt 4 prosent i 1996 og 1997. Det kan i så fall bety et visst tap i industriens konkurransevne fram mot slutten av tiåret, selv om det er usikkert hvor store utslag det blir. Partene i arbeidslivet har imidlertid de siste årene vist både vilje og evne til å møte store utfordringer, og lønnsveksten har vært moderat. En fortsettelse av denne utviklingen, slik vi har antydnet i forlengelsen av «solidaritetsalternativet» i fremskrivningene, vil bidra til en sterkere sysselsettingsvekst og til at ledigheten mot slutten av tiåret kan komme ned til om lag 3 1/2 prosent uten at det oppstår presstendenser i økonomien.

Norges Bank gav i budsjettbrevet tilslutning til hovedtrekkene i det finanspolitiske opplegget i Nasjonalbudsjettet for 1996. I salderingsproposisjonen ble den finanspolitiske innstramningen for 1996 noe svakere enn opprinnelig planlagt. Blant annet ser det ut til at veksten i offentlige utgifter blir høyere enn Regjeringen tidligere la til grunn. Dette vil trekke i retning av økt oljeavhengighet og en sterkere etterspørselsvekst i 1996, og dermed øke risikoen for en ubalansert utvikling.

Hensynet til kommende generasjoner tilsier at mesteparten av økningen i oljeinntektene bør legges til side, spesielt i en situasjon hvor det for øvrig er god vekst i økonomien. Samtidig er overskuddet på budsjettet ikke spesielt stort når vi tar hensyn til usikkerheten omkring oljeprisen, og sett på bakgrunn av at vi nå har bak oss en periode med under-skudd i budsjettet og sterk økonomisk vekst i tre år. Dersom utviklingen i løpet av neste år skulle vise at en ikke får avdempet vekst i norsk økonomi, og at veksten i priser og lønninger blir vesentlige høyere enn det vi nå ser for oss, kan det være aktuelt å vurdere ytterligere innstramminger i finanspolitikken. Langsiktige hensyn og nødvendigheten av at slike innstramminger foretas i perioder med sterkt vekst, understøtter dette forholdet.

Penge- og valutapolitikken skal bidra til stabilitet ved å holde kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Anslagene som legges fram i denne kvartalsrapporten, bekrefter at den økonomiske utviklingen og politikken i det vesentlige er i samsvar med denne målsettingen. I den nåværende konjunktursituasjonen vil pengepolitikken, innenfor de rammene det operative målet om stabil valutakurs setter, innrettes mot å bidra til at pris- og kostnadsveksten kan videreføres på et lavt nivå. Dette tilsier at det ikke er hensiktsmessig å gjennomføre lettelser i pengepolitikken før det er klare tegn til en avmatning av veksten i etterspørselen innenlands.

Kjell Storvik

	Sammendrag	208*
1	Prisutviklingen	210*
	1.1 Konsumpriser	210*
	1.2 Engrospriser	211*
	1.2 Produsentpriser	212*
	1.3 Nasjonalregnskapsdeflatorer	212*
2	Prisimpulser utenfra	213*
	2.1 Prisstigningen internasjonalt	213*
	2.2 Importveid kronekurs	215*
	2.3 Importert prisvekst. Sammendrag	215*
	<i>Utdyping: Den internasjonale konjunktur- utviklingen – betydning for norsk prisutvikling</i>	216*
3	Konjunkturutviklingen	218*
	3.1 Hovedtrekk	218*
	3.2 Husholdningene	218*
	3.3 Boligmarkedet	219*
	3.4 Bedriftsinvesteringene	220*
	3.5 Kreditt- og pengemengdevekst	221*
	3.6 Utenrikshandel	222*
	3.7 Finanspolitikken	222*
	3.8 Renter og valutakurs	223*
	3.9 Produksjon	224*
4	Arbeidsmarkedet og bedriftenes fortjenestemarginer	225*
	4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet	225*
	4.2 Lønninger	226*
	4.3 Kostnadsmessig konkurransevne	228*
	4.4 Fortjenestemarginer	229*
5	Utsikter for inflasjonen	231*
	5.1 Hva er nytt siden sist?	231*
	5.2 Norges Banks inflasjonsanslag	232*
	5.3 Inflasjonsforventninger	234*
	5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet	234*

Sammendrag

Prisstigningen har de siste månedene vært moderat. Målt ved konsumprisindeksen vil prisveksten fra 1994 til 1995 bli 2,4–2,5 prosent. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen har tidligere i år blitt en del påvirket av avgiftsendringer. Korrigert for slike effekter har vekstratene ligget stabilt på 1,5–1,8 prosent i år, med de laveste vekstratene i de to siste månedene.

Den norske prisveksten er nå på nivå med prisveksten hos våre handelspartnere. I denne inflasjonsrapporten gir vi prisanslag for perioden fram til første halvår 1997. Vi ser for oss en moderat prisstigning både her hjemme og hos våre handelspartnere. Konjunktur utviklingen i Europa er noe svakere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Vi antar nå en noe lavere vekst i konsum- og råvarepriser internasjonalt. Dette bidrar til noe redusert vekst i norske eksport- og importpriser.

Usikkerheten knyttet til de innenlandske prisimpulsene fremover er først og fremst knyttet til konjunktur utviklingen og lønnsveksten.

Nasjonalregnskapet viser at konjunkturoppgangen var sterk både i 1994 og så langt i 1995. Tallene viser en viss avmating i inneværende år, men tolv månedersveksten både i etterspørsel og produksjon er fortsatt høy. Korttidsindikatorerne peker i noe ulik retning. Avdempet boligprisvekst og utflating i detaljomsetningen peker i retning av lavere vekst i husholdningenes konsum fremover. På investeringsiden indikerer statistikken lavere vekst i boliginvesteringene.

Lønnsutviklingen har i denne konjunkturoppgangen vært mer moderat enn det tidligere erfaringer skulle tilsi. Dette må i stor grad tilskrives moderasjonslinjen i lønnsoppgjørene. En fortsatt tilslutning til moderasjonslinjen vil bidra til lavere lønns- og kostnadsvekst, og dermed til at sysselsettingen kan fortsette å vokse uten at det oppstår et markert pris- og kostnadspress.

På den annen side er det fortsatt signaler som tyder på tiltakende press i økonomien. Sysselsettingen har økt med 40 000 personer det siste året, og dette er høyt også i historisk sammenheng. Veksten har hittil for en stor del blitt møtt med økt arbeidstilbud, men veksten i arbeidsstyrken ble avdempet i tredje kvartal. Videre er en større andel av de arbeidsledige enn før nå uten tidligere arbeidserfaring. Det kan bety at presset i arbeidsmarkedet kan øke i løpet av neste år.

Økt kredittvekst de siste måneder peker i retning av at en større del av konsumet nå er kredittfinansiert. Dersom husholdningene innretter seg på samme måte som under konjunkturoppgangen midt på 1980-årene, vil presset på innenlandske produksjonsressurser tilta og faren for økt lønns- og prispress øke.

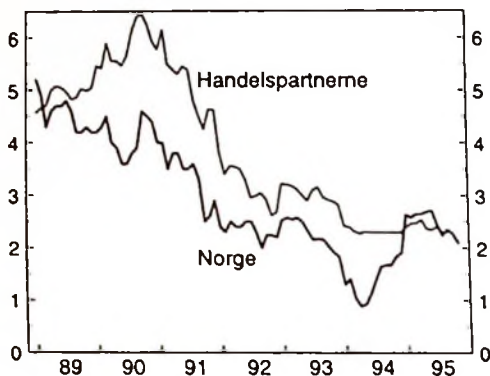
Etter en samlet vurdering har vi i våre prognoser lagt til grunn en balansert utvikling fremover med en avmatning av den

økonomiske veksten. Vi har videre lagt til grunn en fortsatt finanspolitisk innstramming – som skissert i salderingsproposisjonen for 1996. Basert på disse forutsetninger anslår vi prisveksten til 2 prosent neste år – og 2¹/₄ prosent i første halvår 1997. Korrigert for avgiftsendringer innebærer dette en liten økning i prisstigningen, sammenliknet med tolv månedersveksten i konsumprisindeksen ved inngangen til 1996. Bakgrunnen for dette vil blant annet være sterkere prisimpulser fra lønnsvekst og noe høyere importpriser enn i 1995.

Figur 1.1

Konsumprisene.

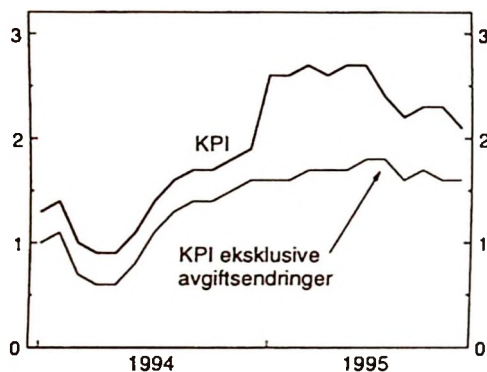
Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 1.2

Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgiftsendringer etter 1. juli 1994. Tolvmånedersvekst. Prosent

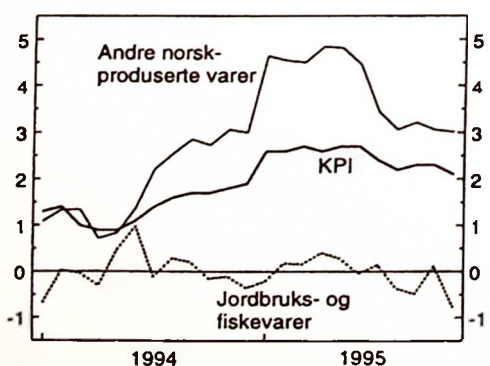


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.3

Konsumprisene (KPI). Totalt og for norskproduserte varer.

Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

I Prisutviklingen

1.1 Konsumpriser

Tolvmånedersveksten i konsumprisene har ligget stabilt på 2,1–2,4 prosent siden juli. Konsumprisveksten har vist en fallende tendens de siste to måneder, men ligger fortsatt noe høyere enn ved utgangen av fjoråret.

Endringene i vekstratene skyldes for en stor del effektene av avgiftsendringer. Tolvmånedersveksten i KPI økte fra 1,9 til 2,6 prosent ved siste årsskifte, hovedsakelig som følge av momsøkningen fra 1. januar i år. Fra juni til juli falt tolvånedersveksten fra 2,7 til 2,4 prosent. Dette kan tilskrives at effekten av avgiftsøkninger fra 1. juli 1994 ikke lenger påvirket årsveksten, og at det ikke ble gjennomført nye avgiftsøkninger ved siste halvårsskifte. Trekker vi ut effekten av avgiftsøkninger, har prisveksten ligget i området 1,5–1,8 prosent hittil i 1995, jf figur 1.2.

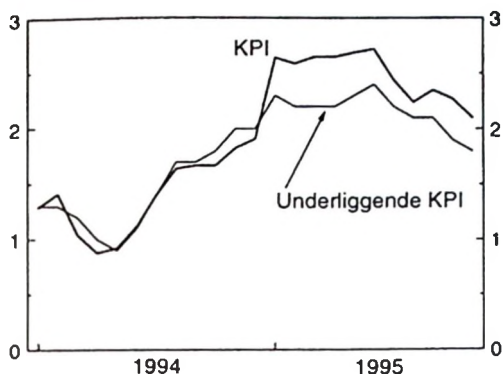
Konsumprisutviklingen var i september og oktober i tråd med Norges Banks anslag i forrige inflasjonsrapport. I november var prisveksten noe svakere enn vårt anslag. Prisutviklingen er også i samsvar med eller litt i underkant av markedsaktørenes forventninger.

Den norske konsumprisveksten er nå på nivå med den gjennomsnittlige prisveksten hos våre viktigste handelspartnere. I første halvår i år lå den norske prisstigningen for første gang siden 1989 noe høyere enn hos handelspartnere. Vi har imidlertid lavere prisvekst enn gjennomsnittet for EU-landene. I EU har tolvånedersveksten de siste månedene vært 3,1 prosent. Det er relativt store variasjoner landene imellom. Lavest prisstigning har Finland med 0,3 prosent, og høyest har Hellas med 8,4 prosent.

Konsumprisindeksen er veid sammen av prisindekser på en rekke vare- og tjenestegrupper. Innen varegruppene har prisveksten det siste året vært sterkest for drikkevarer og tobakk, noe som må sees på bakgrunn av avgiftsøkninger fra 1. juli 1994. Matvarer, klær, skotøy, møbler og husholdningsartikler har alle hatt en lavere prisvekst enn KPI samlet, og har således dempet den samlede prisstigningen siste året. Av matvarene hadde kjøttvarer en prisnedgang siste året, mens poteter hadde en betydelig prisoppgang. Tjenestegruppene hadde siste året gjennomgående en høyere prisvekst enn KPI samlet. Høyest prisvekst hadde helsetjenester.

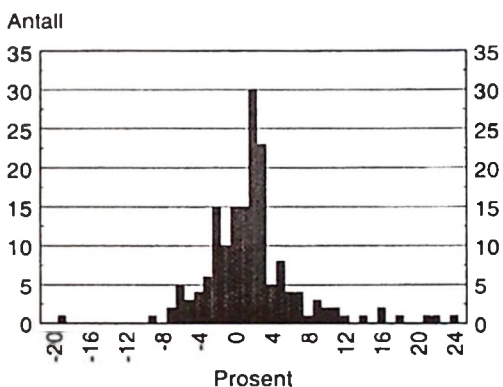
Alternativt til å gruppere KPI etter vare- og tjenestearter, kan indeksen inndeles etter hvilke sektorer som produserer eller leverer varene og tjenestene. Vi kan da få et bilde av hvilke sektorvise prisimpulser som ligger bak konsumprisveksten. Det siste året har prisene på varer fra norsk jordbruks- og fiskerisektor vært stabile eller avtakende, og varer fra disse sektorer har

Figur 1.4
Underliggende vekst i konsumprisene.
Tolv månedersvekst. Prosent



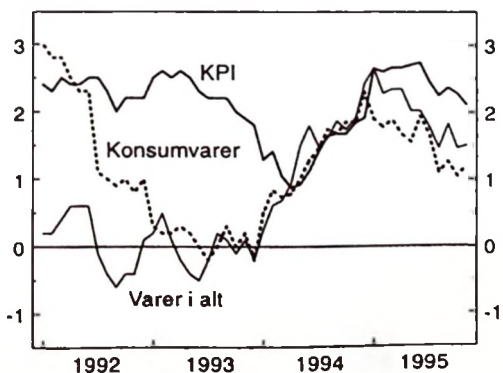
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.5
Konsumprisindeksen. Varegrupper
rangert etter prisvekst siste 12 måneder



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6
Utviklingen i førstegangsomsetnings-
indeksen og KPI. Tolv månedersvekst.
Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

således bidratt til å dempe den samlede prisveksten. Også varer importert fra utlandet har hatt noe lavere prisvekst enn KPI totalt. På varesiden er det således de norskproduserte varene utenom jordbruks- og fiskevarer som har bidratt sterkest til konsumprisveksten. På tjenestesiden har husleie fortsatt noe lavere prisvekst enn KPI samlet, mens andre tjenester, eksempelvis helsetjenester, har økt sterkere.

Trekker en ut avgifter, husleie og jordbruksprodukter fra KPI, får en et uttrykk for det Norges Bank har definert som en indikator for underliggende inflasjon. Mens avgiftene har bidratt til å trekke veksten i KPI opp, har jordbruksprisene og husleie trukket den motsatte veien. I 1995 har avgiftene mer enn oppveid de prisdempende effektene fra jordbrukspriser og husleie, slik at KPI-veksten har vært noe høyere enn den underliggende inflasjonen. Siden halvårsskiftet har tolv månedersveksten i den underliggende inflasjonen vist en fallende trend, jf figur 1.4. I november var tolv månedersraten 1,8 prosent. Målt som sesongjustert tremånedersvekst økte den underliggende prisveksten fra 1,2 prosent i oktober til 2,2 prosent i november (regnet som årlig rate).

I figur 1.5 er en rekke varegrupper som inngår i KPI rangert etter prisvekst, målt som tolv månedersvekst fra oktober 1994 til oktober 1995. Tolv månedersveksten ligger for de fleste varegruppene innenfor intervallet -2 til 3 prosent. Samtidig er det flere varegrupper med lavere enn høyere prisvekst enn tyngdepunktet i fordelingen (som tilsvarer tolv månedersveksten i KPI). Høyest prisvekst hadde grønnsaker som hodekål, gulrøtter og poteter, alle med en prisvekst i overkant av 20 prosent.

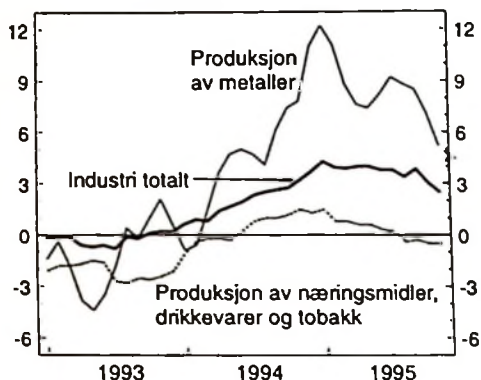
1.2 Engrospriser

Prisutviklingen i engrosleddet kan gi indikasjoner på den fremtidige utviklingen av konsumprisene i Norge. Prisindeksen for førstegangsomsetning innenlands gjenspeiler prisutviklingen på norskproduserte og importerte varer på første omsetningsledd. Prisene er eksklusive avgifter og transportkostnader. Siden årsskiftet har engrosprisene vist en lavere prisvekst enn KPI. For konsumvarer har tolv månedersraten falt til 1,2 prosent. Den lave engrosprisveksten på konsumvarer skyldes først og fremst prisnedgangen på matvarer. Prisutviklingen i engrosleddet samsvarer dermed godt med prisutviklingen på matvarer til konsumentene.

Utviklingen i engrosprisene på investeringsvarer har på kort sikt mindre betydning for konsumprisutviklingen. På noe lengre sikt påvirker imidlertid endrede priser på investeringsvarer kostnadene hos produsentene og kan således smitte over på konsumprisene. Engrosprisveksten på investeringsvarer er fortsatt moderat med en prisvekst på 1,5 prosent. Sterkest prisvekst var det for innsatsvarer i bygg og anlegg med 4,9 prosent.

Figur 1.7

Produsentprisene. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.3 Produsentpriser

Produsentprisene for industrivarer har utviklet seg moderat det siste året. Tolvmånedersveksten har falt noe gjennom året og var i november 2,5 prosent. Produsentprisindeksen for industrien måler prisutviklingen på konsum-, investerings- og innsatsvarer til både hjemmemarkedet og til eksport. Det er stadig betydelig lavere prisvekst på produkter omsatt i hjemmemarkedet enn for produkter rettet mot eksportmarkedet. Det var et prisfall for næringsmidler, drikkevarer og tobakk, hvilket samsvarer godt med konsumprisutviklingen for disse varene.

I siste halvdel av fjoråret viste spesielt prisene på produkter rettet mot eksportmarkedet sterk vekst. Dette må sees på bakgrunn av utviklingen i råvareprisene, som økte sterkt i siste halvår i fjor. Produsentprisene på metaller og trevirke har derfor hatt høye tolvånedersrater siste året. Ettersom råvareprisene har falt i løpet av 1995 har vekstratene avtatt, og det må antas at denne tendensen fortsetter fremover.

Produsentprisene for metallvarer har vært relativt stabil de senere månedene. Tolvmånedersveksten har falt fra 12 prosent ved siste årsskifte til 5,2 prosent i november.

Tabell 1.1

Nasjonalregnskapets prisdeflatorer. Prosentvis vekst fra samme periode året før.

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

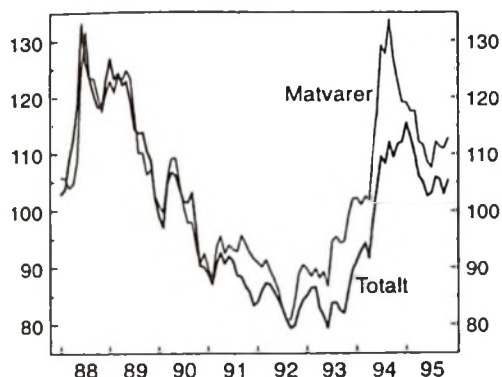
Kilde: Statistisk sentralbyrå

1.4 Nasjonalregnskapsdeflatorer

Nasjonalregnskapets prisdeflatorer gir støtte til bildet av en moderat prisvekst i norsk økonomi, jf tabell 1.1. I likhet med utviklingen i KPI har prisdeflatorene for innenlandsk etterspørsel avtatt noe gjennom 1995, og var i tredje kvartal kommet under 2 prosent. Prisdeflatorene indikerer en sterkere prisvekst på investeringer, mens både import- og eksportprisutviklingen er moderat, målt som prisvekst fra samme kvartal året før.

Figur 2.1

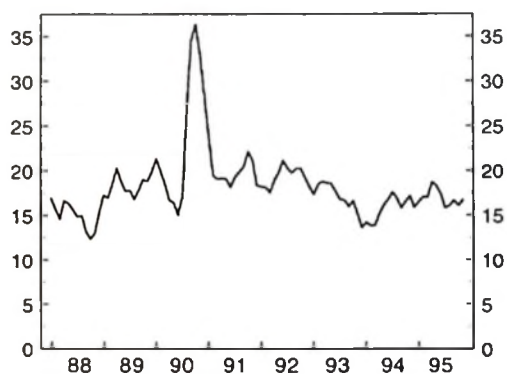
Råvareprisene. Målt i SDR. Indeks
1990=100



Kilde: The Economist

Figur 2.2

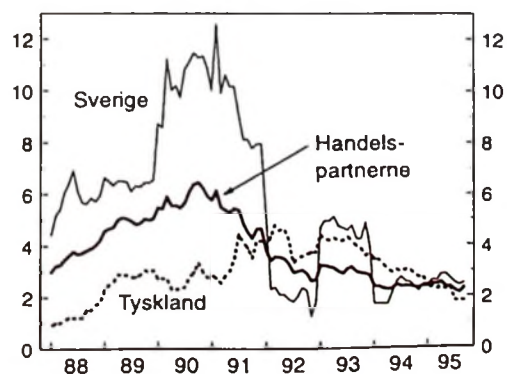
Oljepris. USD pr fat



Kilde: The Economist

Figur 2.3

Konsumprisene hos handelspartnerne.
Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: OECD

2 Prisimpulser utenfra

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

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

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

2.1 Prisstigningen internasjonalt

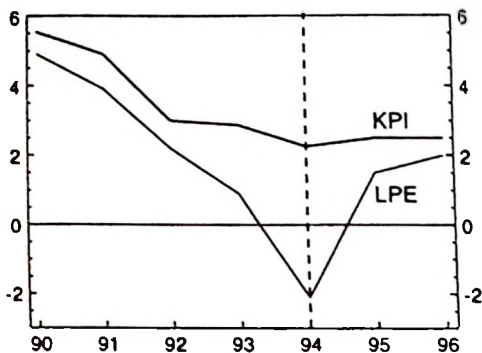
Mens råvareprisene økte kraftig i 1994, har de vist en fallende tendens siden årsskiftet. Dette har isolert sett bidratt til å dempe prisimpulsene til Norge. The Economists indeks for alle råvarer (målt i SDR) har falt 3,6 prosent siden forrige inflasjonsrapport, og var i begynnelsen av desember vel 8 prosent lavere enn ved årsskiftet. Dersom en ser på prisutviklingen for de ulike undergruppene av råvarer, har metaller hatt det største prisfallet både siden siste inflasjonsrapport (8 prosent) og hittil i år (11 prosent). Dersom råvareprisene (alle råvarer) blir liggende på nivået fra utgangen av oktober resten av året blir gjennomsnittlig prisvekst fra 1994 til 1995 på 3,6 prosent, mot en vekst på 22,5 prosent fra 1993 til 1994. Som følge av en antatt moderat etterspørselsutvikling og rikelig tilgang på råvarer, har IMF anslått en viss nedadgående trend i råvareprisene i 1996.

Oljeprisen regnet i dollar var i begynnelsen av desember 6 prosent høyere enn nivået fra forrige inflasjonsrapport og 19 prosent høyere enn ved årsskiftet. Oljeprisen påvirker norske konsumpriser fordi olje er en viktig innsatsfaktor i produksjon av blant annet bensin.

Tolv månedersveksten i konsumprisene hos handelspartnerne har hatt en viss nedadgående trend inneværende år, og var 2,3 prosent i september, det vil si det samme som den norske konsumprisveksten denne måneden. For inneværende år og neste år anslår vi at den gjennomsnittlige konsumprisstigningen hos handelspartnerne blir 2½ prosent. Det ligger an til en moderat inflasjonsutvikling blant annet som følge av relativt beskjeden

Figur 2.4

Lønnskostnader pr produsert enhet og konsumpriser hos handelspartnerne. Årlig vekst. Prosent



Kilde: IMF, OECD og Norges Bank

lønnsvekst, moderat økonomisk vekst og økt global konkurranse.

Konsumprisveksten i USA har vist en fallende tendens de siste månedene, og var i september nede på en tolv månedersrate på 2,5 prosent. I oktober økte prisveksten noe, til 2,8 prosent. Veksten i bruttonasjonalprodukt i tredje kvartal på 4,2 prosent var høyere enn forventet, noe som isolert sett kan indikere at prispresset vil tilta. Dersom en legger den nye beregningsmåten¹⁾ til grunn, var veksten i 3. kvartal bare 3 prosent. Dessuten var veksten i tredje kvartal påvirket av forbigående forhold som lageroppbygging og ekstraordinære offentlige utgiftsøkninger. I tillegg var lønnskostnadsindeksens tolv månedersvekst i september 2,7 prosent, som er et historisk lavt nivå. Det kan derfor være grunn til å tro på fortsatt moderat prisstigning i USA.

Blant annet som følge av en omlegging i den tyske konsumprisindeksen fra 1985-vekter til 1991-vekter, fikk prisveksten i Tyskland et skift nedover på om lag 0,5 prosentpoeng i august. Dette er en viktig grunn til at vi har nedjustert prisanslagene for Tyskland inneværende år. I tillegg til endring av basisår, ble konsumprisveksten omgjort til å gjelde for Tyskland samlet og ikke kun for de vestlige og østlige delstater hver for seg. I motsetning til tidligere er det derfor prisstigningen for Tyskland samlet, og ikke prisstigningen for de vestlige delstater, som omtales i denne inflasjonsrapporten.

Tolv månedersveksten for Tyskland var i oktober 1,8 prosent. Det ser ut til at prisstigningen vil holdes under sentralbankens implisitte målsetting på 2 prosent. Som følge av en svakere økonomisk utvikling inneværende år enn tidligere antatt, er det liten grunn til å vente tiltakende prisstigning i den nærmeste tiden fremover. Den tyske sentralbanken har holdt diskontoen og lombardrenten uendret siden forrige inflasjonsrapport, mens repo-renten har gått ned fra 4,20 til 3,98 prosent.

Tolv månedersraten for prisstigning i Sverige var 2,7 prosent i oktober. Appresieringen av svenske kroner og administrerte renteøkninger tidligere i år gjør at inflasjonen inneværende år ventelig vil holde seg under Riksbankens øvre grense for inflasjonen på 3 prosent. Inflasjonsutviklingen fremover vil imidlertid påvirkes av inngåtte avtaler som – til tross for høy arbeidsløshet – sikrer svenske arbeidstakere en lønnsvekst på rundt 5 prosent i både 1996 og 1997.

En bedre lønnskostnadsutvikling enn forventet og en viss demping av den økonomiske veksten, har bidratt til å dempe prispresset i Storbritannia. Tolv månedersraten for konsumpriser var 3,2 prosent i oktober, ned fra 3,9 prosent i september. Målt eksklusive boliglansrenter, som er den konsumprisindeksen

¹⁾ Fra og med fjerde kvartal 1995 går myndighetene over fra faste 87-vekter til kjedete vekter ved beregning av BNP-vekst.

Tabell 2.1

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

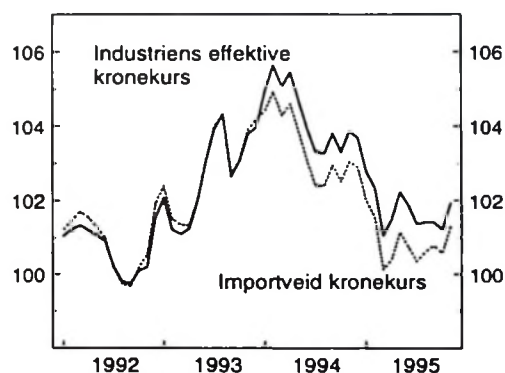
	1995		1996	
USA	3	(2,9)	3 1/4	(3,0)
Japan	0	(-0,1)	1/2	(0,2)
Tyskland	2	(1,9)	2	(2,2)
Storbritannia	3 1/4	(3,4)	3 1/4	(3,3)
Sverige	3	(3,0)	3	(3,2)
Finland	1 1/2		2 1/2	
Danmark	2 1/4	(2,1)	3	(2,5)
Norges handelspartnere	2 1/2	(2,5)	2 1/2	(2,7)
ECU-landene	2 1/4	(2,7)	2 1/2	(2,8)

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

Kilde: IMF, The Economist

Figur 2.5

Kursen på norske kroner



Kilde: Norges Bank

Bank of England fokuserer på, var veksten på 2,9 prosent i oktober, mot 3,1 prosent i september.

Tabell 2.1 gir en oversikt over Norges Banks prognoser for konsumprisutviklingen i enkelte land. Tabellen viser også et gjennomsnitt av anslagene for konsumprisveksten gitt av private prognoseinstitutter, publisert i tidsskriftet The Economist. Skulle veksten internasjonalt bli lavere enn det vi hittil har lagt til grunn, kan også prisveksten bli lavere enn antatt (jf egen ramme om konjunkturutviklingen hos våre handelspartnere).

2.2 Importveid kronekurs

Målt i forhold til et veid gjennomsnitt av valutaene til de viktigste landene Norge importerer fra, har den norske kronen svekket seg noe siden forrige inflasjonsrapport. Dersom vi beregnings-teknisk legger til grunn at kursen blir liggende uendret framover på gjennomsnittskursen de siste tre månedene, får vi en appresiering på 2 1/2 prosent i år og uendret kurs neste år, målt ved den importveide valutakursen.

Utviklingen i den importveide valutakursen de siste månedene reflekterer i stor grad utviklingen i kursen på svenske kroner. Siden forrige inflasjonsrapport har svenske kroner styrket seg med 9 prosent i forhold til norske kroner.

2.3 Importert prisvekst

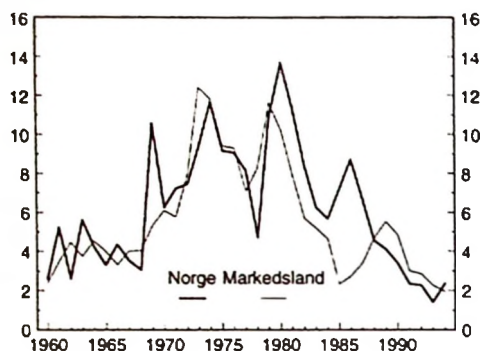
Som det fremgår av de to foregående punktene er prisimpulsene fra utlandet fortsatt relativt svake. De fleste råvareprisene har falt siden årsskiftet og bidratt til å redusere prisveksten i Norge. Den gjennomsnittlige prisveksten på råvarer (målt i utenlandsk valuta) fra 1994 til 1995 anslås likevel å bli noe høyere enn den norske konsumprisveksten. Vi ser ikke for oss noen store endringer i råvareprisene fremover, men antar en viss nedadgående trend i råvareprisene også i 1996. Dette reflekterer en god tilgang på råvarer og en antatt moderat etterspørselsutvikling internasjonalt.

Det ventes heller ikke sterke prisimpulser fra andre importvarer. Prisutviklingen på import av tradisjonelle varer har vist en moderat utvikling siste året, anslagsvis 1 prosent. Under forutsetning av uendret valutakurs fremover er det på lengre sikt rimelig å anta at importprisene utvikler seg i samsvar med råvareprisene og produsentprisene hos våre handelspartnere. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere kan gi en viss indikasjon på utviklingen i norske importpriser. Konsumprisutviklingen ute er nå er på nivå med den norske konsumprisveksten, og anslås å bli 2 1/2 prosent neste år. Vi forventer en viss oppgang i importprisveksten neste år, og legger i våre prognoser

Den internasjonale konjunkturutviklingen – betydning for norsk prisutvikling

Vi vil her se på muligheten for at utviklingen internasjonalt skal ta en noe annen retning enn vi forventer, og mulige konsekvenser av dette for norsk prisvekst.

Konsumpriser i Norge og markedsland. Tolvmånedersvekst. Prosent. 1960–1994



Kilde: OECD og SSB

Prisutviklingen i Norge blir påvirket av utviklingen i internasjonal økonomi gjennom mange ulike kanaler:

- Prisene i Norge blir direkte påvirket av utviklingen i det internasjonale prisnivået gjennom prisene på importvarer. Prisutviklingen hos handelspartnere har også betydning for hvilke priser norske produsenter er i stand til å oppnå på varer de selger hjemme.
- Norske eksportpriser vil i betydelig grad avhenge av konjunkturutviklingen ute. Reduserte eksportpriser vil gi reduserte inntekter for bedriftene. Dette kan bidra til lavere investeringssetterspørsel. Samtidig vil rommet for lønnsøkning bli mindre.
- Konjunkturutviklingen internasjonalt påvirker utviklingen i norsk eksport og aktivitetsnivå og dermed prispresset innenlands.
- De internasjonale finansmarkedene er sterkt sammenvevd, og norsk rentenivå blir påvirket av det internasjonale rentenivået. En rentenedgang vil generelt ha en stimulerende virkning på konjunkturutviklingen og dermed prisstigningen.

De ulike lands bidrag til de direkte prisimpulsene og til konjunkturutviklingen i Norge gjennom handelen med varer og tjenester er proporsjonal med deres rolle som handelspartnere. Over 80 prosent av norsk handel med vestlige industriland er med Europa.

Konjunktur- og prisutviklingen i de viktigste europeiske markedslandene er derfor viktig for norsk prisutvikling.

Konjunkturoppgangen i Europa har vært relativt moderat, og utviklingen gjennom 1995 har vært svakere enn forventet. På helt kort sikt er det usikkerhet om fallet både i kortsiktige og langsiktige renter i 1995 er tilstrekkelig til å få til en ny økning i veksten i 1996.

Gjennom neste år er det også knyttet usikkerhet til effekten av den finanspolitiske innstramningen som finner sted i mange europeiske land for å redusere de betydelige budsjettunderskuddene og oppfylle konvergenskriteriene i Maastricht-traktaten. På kort sikt kan en slik innstramning virke kontraktivt.

I den grad det kan oppstå tvil om ulike lands evne til å oppfylle konvergenskriteriene i Maastricht-traktaten kan det bidra til urolige forhold i valutamarke- det som kan ha negativ effekt på konjunktorene. Slik uro kan bidra til høye renter i land som blir liggende etter i konvergensprosessen.

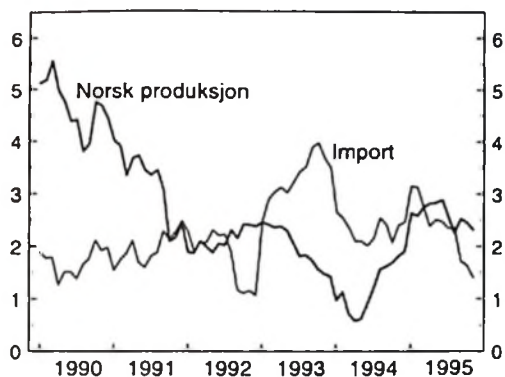
En svakere økonomisk utvikling i Europa enn forventet vil imidlertid generelt ventelig lede til at det europeiske rentenivået vil bli lavere enn forventet. Dette vil virke stimulerende på europeisk og norsk økonomi.

Norge mottar begrensede direkte konjunktur- og prisimpulser fra USA gjennom handel med varer og tjenester. Bare 7 prosent av norsk import kommer fra USA, mens 9 prosent av norsk eksport går til USA. Imidlertid er om lag halvparten av verdens utestående obligasjoner denominert i amerikanske dollar, og utviklingen i amerikanske obligasjonsrenter påvirker det langsiktige rentenivået i Norge og Europa for øvrig. Videre vil konjunkturutviklingen i USA være av betydning for veksten hos våre handelspartnere gjennom virkninger på deres markedsvekst. Svingninger i den økonomiske utviklingen i USA vil være viktig for utviklingen i råvareprisene.

USA ser ut til å ha oppnådd en «myk landing» etter den sterke veksten de siste årene, slik at veksten har kommet ned på linje med det langsiktige vekstpotensialet i økonomien. Det ventes en viss innstramming i finanspolitikken de neste årene. Det føderale budsjettet for 1996 er ennå ikke vedtatt. Dersom dette blir tilstrekkelig stramt, kan de langsiktige rentene i USA og Europa komme til å falle noe. Det langsiktige rentenivået i USA har imidlertid nærmet seg nivået det var på før det startet sin raske økning i 1994. Dette kan gjøre at investorene blir mer forsiktlige, og begrense fallet i obligasjonsrentene.

Figur 2.6

Konsumprisene (KPI). Import og norsk produksjon. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

til grunn en vekst på 1 1/2 prosent i 1996, hvilket er om lag 1 prosentpoeng lavere enn konsumprisveksten hos handelspartnere.

Figur 2.6 viser prisutviklingen på importvarer og norske varer i konsumprisindeksen. Prisveksten på importvarer har vist en fallende trend i 1995, og ligger nå lavere enn prisveksten for norskproduserte varer. Nedgangen i prisveksten på importerte varer må blant annet sees på bakgrunn av styrkingen av den importveide valutakursen i 1994 og 1995.

3 Konjunkturutviklingen

Rask økonomisk vekst resulterer ikke automatisk i stigende inflasjon. I en tidlig oppgangsfase hvor det er betydelige ledige ressurser i økonomien, vil kraftig økonomisk ekspansjon kunne ledsages av lav prisstigning. Dersom etterspørselsveksten fører til press på kapasiteten i økonomien, vil imidlertid den høye kapasitetsutnyttningen etter hvert slå ut i høyere prisstigning. Dette kan skje enten direkte, ved at fortjenestemarginene økes hos produsentene, eller indirekte, ved at lønninger og priser på innsatsfaktorer presses opp. Det kan også oppstå pressproblemer uten at den samlede produksjonskapasiteten i bedriftene eller arbeidskraften er fullt utnyttet. Dette kan skje ved at rask vekst skaper press i enkeltsektorer i økonomien.

I dette avsnittet diskuteres konjunktursituasjonen. I neste seksjon drøfter vi på hvilken måte konjunkturutviklingen påvirker lønninger og fortjenestemarginer.

Tabell 3.1

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

	1994	1995	1996
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,8	4 ¹ / ₂	3 ¹ / ₂
Privat konsum	4,6	3 ¹ / ₄	2 ¹ / ₄
Offentlig konsum	1,1	¹ / ₄	1 ¹ / ₄
Realinvesteringer Fastlands-Norge	12,0	16	8
Påløpte oljeinvesteringer	-7,7	-8 ¹ / ₄	-9
Ekspor	8,5	5	7 ¹ / ₄
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	11,6	9	14 ¹ / ₂
Tradisjonelle varer	13,3	4 ¹ / ₄	4 ¹ / ₄
Import	6,6	4 ¹ / ₂	4
Tradisjonelle varer	15,0	9 ¹ / ₄	4 ¹ / ₄
BNP	5,7	4	4
BNP, Fastlands-Norge	4,8	3 ¹ / ₄	2 ¹ / ₄

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.1 Hovedtrekk

Den økonomiske veksten ser ut til å bli sterk også i år, og avdempingen i forhold til 1994 blir svakere enn vi tidligere har sett for oss.

Hovedtrekkene i utviklingen er likevel de samme som vi anslo sist. Den sterke etterspørselsveksten i inneværende år, som for en stor del er drevet av en fortsatt sterk vekst i privat konsum og en kraftig investeringsvekst, ventes å avdempes noe neste år. Vi venter at husholdningenes forbruk øker i takt med veksten i deres inntekter neste år. Bedriftsinvesteringene anslås også å flate ut i tiden fremover. Etterspørsel og produksjon vil likevel samlet sett fortsatt ligge på et høyt nivå. Dette bildet bekreftes av de løpende konjunkturindikatorerne.

Som følge av moderat økonomisk vekst hos våre handelspartnere, venter vi fortsatt vekst i eksporten av tradisjonelle varer neste år.

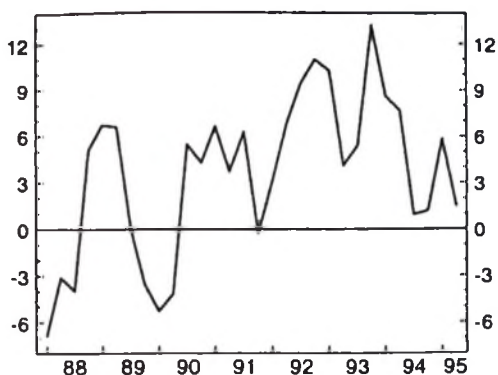
Samlet ser vi for oss en utvikling der etterspørselsveksten i fastlandsøkonomien avtar fra 4¹/₂ prosent i år til 3¹/₄ prosent i 1996. Som vanlig under konjunkturoppganger øker importen sterkere enn den innenlandske produksjonen. Vi anslår at BNP-veksten for Fastlands-Norge reduseres fra 3¹/₄ prosent i år til 2³/₄ prosent neste år.

3.2 Husholdningene

Veksten i husholdningenes forbruk og investeringer har vært en av de sentrale drivkreftene i konjunkturoppgangen hittil. Etter

Figur 3.1

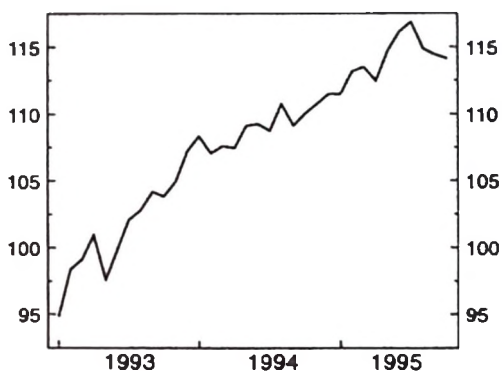
Husholdningenes netto finansinvesteringer. Sesongjustert. Milliarder kroner pr kvartal



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2

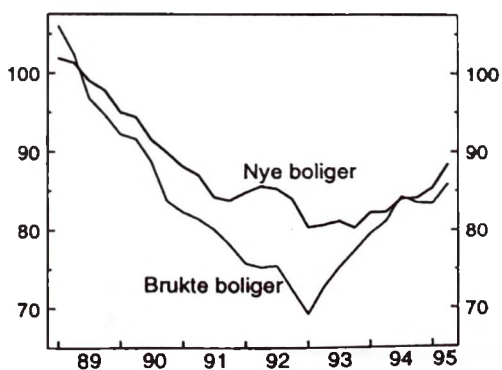
Detaljomssetningsindeksen. Sesongjustert. 1992=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.3

Realpriser boliger. Indeks 1989=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

flere år med høy finansiell sparing og oppbygging av finansformue, reduserte husholdningene sin finansielle sparing i 1994. Det ser ut til at denne trenden har fortsatt også i inneværende år. Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at selv uten ytterligere vekst i fjerde kvartal, øker privat konsum med 2,8 prosent i 1995, mens veksten i 1994 var så høy som 4,6 prosent.

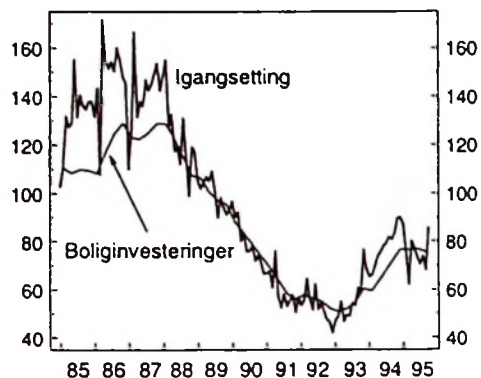
Konsumveksten reflekterer først og fremst sterk økning i varekonsumet, og spesielt er veksten i kjøp av varige konsumgoder som biler, møbler og elektriske artikler, sterk. Bilsalget de første elleve månedene i år var 10 prosent høyere enn i samme periode i 1994. Det kan således se ut til at det fremdeles i noen grad er tilstede gjeninnhentingseffekter etter den foregående periode med svært lavt nivå på kjøpene av varige konsumgoder.

Vi venter at veksten i privat konsum avtar fra $3\frac{1}{4}$ prosent i år til $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. I dette anslaget ligger det en antagelse om at veksten i husholdningenes kjøp av varige konsumgoder dempes neste år, mens veksten i øvrige vareinnkjøp og tjenestekonsum bare endres marginalt. Som følge av økt lønnsvekst og fortsatt oppgang i sysselsettingen, venter vi at veksten i husholdningenes realdisponible inntekt øker fra $2\frac{1}{4}$ prosent i inneværende år til $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. Dette bildet innebærer en markert variasjon i spareraten. Fra toppåret i 1993 da spareraten var 8,2 prosent av disponibel inntekt, ble spareraten redusert til henholdsvis 6,6 prosent i 1994. For i år og neste år anslår vi spareraten til $5\frac{3}{4}$ prosent. Tar en hensyn til at husholdningenes kjøp av varige konsumgoder mer har karakter av å være investering enn forbruk, kan det være grunnlag for å korrigere spareraten slik den fremgår av nasjonalregnskapet. Et slikt korrigert spareratemål viser et jevnere forløp enn den ukorrigerede spareraten.

3.3 Boligmarkedet

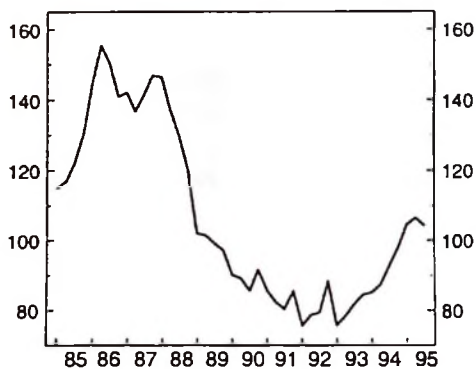
Det har vært en klar økning i boligprisene siden prisutviklingen for bruktboliger snudde omkring årsskiftet 1992–93. I fjor økte boligprisene med 12 prosent og prisnivået ligger nå nesten 30 prosent høyere enn ved inngangen til 1993. I inneværende år har prisveksten avtatt, men det er fortsatt en klar økning i boligprisene i forhold til fjoråret. ECONs prisindeks for brukte boliger indikerer en prisvekst på 1,1 prosent i både andre og tredje kvartal i år. Med en prisvekst på samme nivå i fjerde kvartal, blir gjennomsnittlig prisvekst fra 1994 til 1995 om lag 7 prosent (nominelt). SSBs boligprisindeks gir om lag samme bilde. Denne indeksen, som omfatter langt flere boliger, økte med 0,7 prosent i første kvartal og 3,7 prosent i andre kvartal. Her foreligger ikke tall for tredje kvartal. Etter denne indeksen var boligprisene i andre kvartal i år om lag 8 prosent høyere enn ett år tidligere.

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Vi antar at fortsatt konjunkturoppgang og forventninger om inntektøkninger holder etterspørselen etter bruktboliger oppe. Vi legger derfor til grunn en fortsatt økning i realprisene på boliger, men at prisveksten vil dempes fremover. Vi anslår en økning i realprisene på 4–4½ prosent i 1995 og 2–2½ prosent i 1996.

Boliginvesteringene økte kraftig i 1994. I inneværende år har veksten i igangsettingen av nye boliger avtatt, og det ser nå ut til at det blir igangsatt om lag like mange boliger i år som i 1994. Dette innebærer likevel at boliginvesteringene øker markert i inneværende år fordi det påløper investeringer på investeringsprosjekter som ble påbegynt i 1994. Ordrestatistikken for bygg og anlegg bekrefter bildet med en gradvis utflating av investeringene i nye boliger. Samlet anslår vi at boliginvesteringene øker med 15 prosent i år og 8 prosent neste år.

3.4 Bedriftsinvesteringer

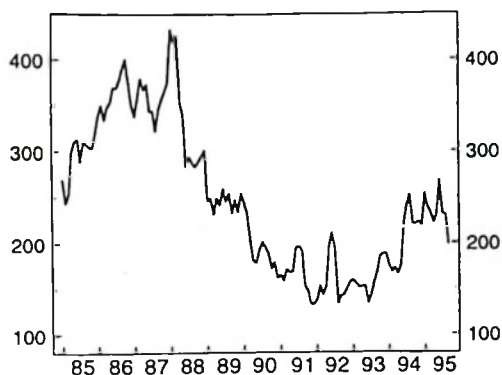
Sterk vekst i etterspørselen, både fra hjemmemarkedet og eksportmarkedet, har i år gitt kraftig vekst i investeringene i næringslivet. Investeringsveksten har kommet noe senere i konjunkturforløpet enn vi ofte har sett, men vekstratene i år blir til gjengjeld større enn i noe enkelt år på 1980-tallet. For bedriftene i Fastlands-Norge anslår vi en samlet vekst i investeringene på over 20 prosent i år og 10 prosent neste år. De høye vekstratene må sees i sammenheng med at investeringene har vært relativt lave de siste årene og stort sett bestått av erstatningsinvesteringer. Behovet for ny kapital er derfor stort, og i forhold til bruttoproduktet vil investeringene fortsatt være lavere enn under forrige konjunkturoppgang.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at investeringsveksten i de tre første kvartaler har vært størst i industrien, og det er særlig konkurranseutsatt industri som har økt investeringene. Mens kapitaldannelsen i begynnelsen av konjunkturoppgangen særlig kom i form av maskininvesteringer, har det i år også vært sterk investeringsvekst i bygninger og anlegg, både innenfor utekonkurrerende og hjemmekonkurrerende industri. Det kan dermed se ut til at investeringene nå både er kapasitetsutvidende og kvalitetsforbedrende. Som følge av høy byggeaktivitet både i husholdninger og industri, ligger også bygge- og anleggssektoren an til sterk investeringsvekst i år. For industri, bygg og anlegg samlet anslår vi en vekst i investeringene på 35–40 prosent i år.

Investeringsstillingen fra Statistisk sentralbyrå for fjerde kvartal har oppjustert investeringsanslaget i industrien for neste år, og anslår nå om lag uendrede investeringer. Med fortsatt vekst i etterspørselen rettet mot norske bedrifter og god lønnsomhet er det imidlertid erfaringsmessig grunn til å tro at investeringene

Figur 3.6

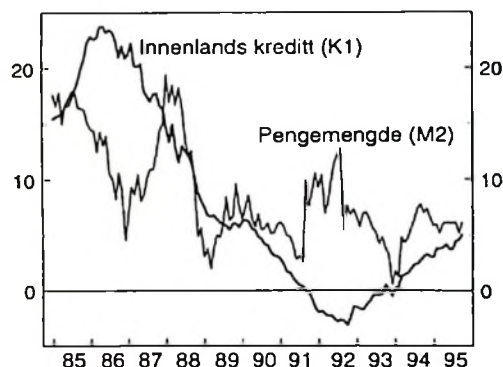
*Igangsetting av næringsbygg.
1000 kv.meter. Sesongjustert, glattet.
Pr. måned*



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.7

*Kreditt og pengemengde.
Tolv månedersvekst. Prosent*



Kilde: Norges Bank

øker også neste år. For industri, bygg og anlegg anslår vi derfor en vekst på 5 prosent i 1996.

Innenfor tjenesteyting og varehandel venter vi en investeringsvekst på 20 prosent i år og snaut 13 prosent neste år. Statistikken for igangsetting av forretningsbygg viser at nivået i de ti første månedene i år var 13 prosent høyere enn samme periode i fjor, og vi venter fortsatt vekst i igangsettingen. Samtidig kommer hoveddelen av investeringsøkningen i forbindelse med ny hovedflyplass på Gardermoen i år og neste år, som bidrar til en betydelig del av investeringsveksten.

Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå antyder at kapasitetsutnyttningen fortsatt er høy i industrien. I denne fasen av konjunkturforløpet har vi erfaring for at det kan oppstå kapasitetsskanker i deler av næringslivet som raskt slår ut i tiltakende pris- og kostnadsvekst. Faren for dette er fortsatt til stede, men det høye investeringsnivået kan føre til kapasitetsutvidelser i næringslivet som bidrar til å redusere sannsynligheten for sterkt press på produksjonskapasiteten.

3.5 Kreditt- og pengemengdeveksten

Den trendmessige oppgangen vi så i innenlandsk kredittvekst gjennom hele fjoråret har fortsatt i inneværende år. Fra utgangen av oktober 1994 til utgangen av oktober i år økte publikums innenlandske kreditt med 5,0 prosent. Dette er den høyeste vekstraten siden 1990. Veksttaket – målt som gjennomsnittlig utestående kreditt siste tremånedersperiode sammenliknet med foregående tremånedersperiode – har tiltatt igjen og var i oktober 6,5 prosent.

Både veksten i og sammensetningen av utlånene reflekterer dreiningen i etterspørselen fra boliginvesteringer til kjøp av varige konsumgoder. Utlån fra private banker og Postbanken, som er de klart viktigste kredittkildene for publikum, økte med mer enn 10 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av oktober i år. Tolv månedersveksten i bankenes utlån har ligget omkring 10 prosent siden begynnelsen av året. Den sterkeste utlånsveksten finner vi fortsatt i finansieringsselskapene. Tolv månedersveksten i utlånene for denne gruppen ligger over 25 prosent. Kredittvolumet er imidlertid lite. Utlånsveksten i finansieringsselskapene gjenspeiler i stor grad økt privat forbruk. Den kraftige utlånsveksten fra banker og finansieringsselskap blir i stor grad motvirket av en nedgang i utlånene fra livsfor-sikringsselskaper og private kredittforetak, institusjoner som i hovedsak yter kreditt til boligformål.

Etter at kreditten fra utlandet gjennomgående har falt de to siste årene, har vi de siste månedene igjen sett positive vekstrater. Den årlige veksten er fortsatt lav, og utgjorde i september 1,3 prosent. Samlet kreditt vokser derfor noe svakere enn innenlandsk kreditt.

Tolvmånedersveksten i den registrerte pengemengden – M2 – har i inneværende år ligget relativt stabilt omkring 6 prosent. Veksten ved utgangen av oktober var 6,2 prosent. Den underliggende veksten i pengemengden har falt de siste fire månedene, etter en topp i juni. Denne veksttakten er imidlertid fortsatt høyere enn tolv månedersveksten. I oktober var den underliggende veksttakten 7,3 prosent.

3.6 Utenrikshandel

Den internasjonale konjunkturoppgangen har de siste årene gitt sterke etterspørselsimpulser til norsk økonomi. Hittil i år har imidlertid eksportveksten vært svakere enn ventet. Mens eksporten av vareinnsats og investeringsvarer fortsatt har økt, viser handelsstatistikken en langt svakere utvikling for konsumvarer og energivarer. Det siste skyldes i noen grad driftsstans ved rafineriet på Mongstad i september. Konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå viser at kapasitetsutnyttelsen er relativt høy i eksportindustrien, noe som for enkelte produkter trolig kan begrense videre vekstmuligheter. Samtidig kan svekkelsen av konkurranseevnen gjøre det vanskeligere å vinne nye markedsandeler. Investeringsveksten i utekoncurrerende industri er imidlertid høy, både i maskiner og bygninger, slik at kapasiteten øker både i år og neste år.

Kvartalsvis nasjonalregnskap for tredje kvartal viser at eksporten av tradisjonelle varer sesongjustert økte med 4,6 prosent fra andre kvartal. Det er fortsatt en konjunkturoppgang hos handelspartnere, og vi regner derfor med at eksportveksten vil fortsette inn i neste år. For tradisjonelle varer venter vi en vekst på $4\frac{3}{4}$ prosent i år og $4\frac{1}{4}$ prosent neste år. Også eksporten av tjenester har utviklet seg svakt i år, og vi venter her en svak nedgang fra i fjor. Dette skyldes til en viss grad ekstra høy tjenesteeksport i fjor i forbindelse med OL på Lillehammer.

Økt etterspørsel i norsk økonomi trekker samtidig med seg høy import. Importvolumet av tradisjonelle varer økte sesongjustert med 0,7 prosent fra andre til tredje kvartal og handelsstatistikken indikerer at importveksten har fortsatt i fjerde kvartal. Det er i stor grad den kraftige investeringsveksten, men også råvarer og konsumvarer, som trekker importen opp. Samlet venter vi en importvekst for tradisjonelle varer på $9\frac{3}{4}$ prosent i år og $4\frac{3}{4}$ prosent neste år.

3.7 Finanspolitikken

En stram finanspolitikk i år og neste år bidrar til at etterspørselsveksten i norsk økonomi dempes. Innstrammingen i de offentlige finansene er anslått å redusere innenlandsk etterspørsel

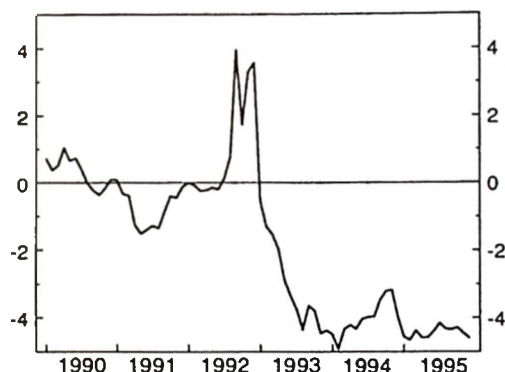
med om lag 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge i år og $1/2$ prosent i 1996. Innstrammingen neste år er først og fremst basert på at statsbudsjettets utgifter reelt sett holdes uendret.

Selv om finanspolitikken for tiden er stram, er statens reelle utgifter gjennom 1995 økt mer enn det som ble vedtatt i fjor høst, og for 1996 er opplegget blitt mindre stramt enn det Regjeringen la opp til i Nasjonalbudsjettet. For årene 1994–96 ligger det an til en samlet innstramming på rundt 3 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Selv om finanspolitikken for tiden virker kontraktivt, må denne innstrammingen sees i sammenheng med en stimulanse på $7\frac{1}{2}$ prosent i perioden 1989–93.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at innstrammingen i offentlige utgifter i år for en stor del er kommet i offentlig konsum, særlig i statsforvaltningen. Mens staten også har redusert investeringene i år, ser det ut til å bli en økning i de kommunale investeringene både i år og neste år.

I tillegg til en innstramming i statsbudsjettets underliggende utgifter har de automatiske stabilisatorene i skatte- og avgiftssystemet bidratt til en bedring i budsjettbalansen. Sterk sysselsettingsvekst og god inntektsvekst i husholdningene har redusert statens utgifter til arbeidsmarkedstiltak og dagpenger, og gitt økte skatteinntekter til stat og kommune. Vi anslår et overskudd i offentlige finanser på snaut 2 prosent i år og $2\frac{1}{2}$ prosent neste år. Dette overskuddsbegrepet er sammenlignbart med Maastricht-kriteriet for finanspolitikk.

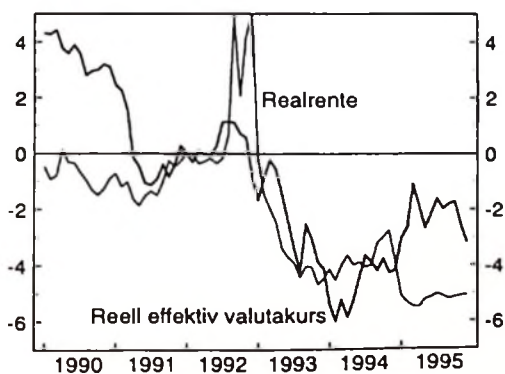
Figur 3.8
Norges Banks monetære indeks.
Januar 1992=0



Ved aggregering er realrente gitt vekt $3/4$, reell effektiv valutakurs vekt $1/4$.

Kilde: Norges Bank

Figur 3.9
Monetær indeks. Januar 1992=0



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

Kilde: Norges Bank.

3.8 Renter og valutakurs

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

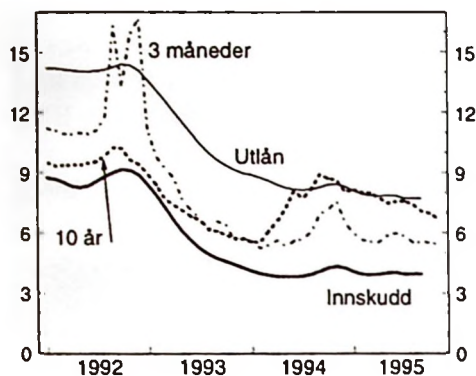
Formålet med dette punktet er å vurdere hvordan renter og valutakursutviklingen påvirker etterspørselsforholdene i norsk økonomi. Rente- og valutakursutviklingen er nærmere omtalt i en egen rapport i dette nummer av Penger og Kredit – *Utviklingen i finansmarkedene og Norges Banks operasjoner*.

Norges Banks monetære indeks har endret seg lite i løpet av 1995, etter at fallet i pengemarkedsrentene mot slutten av fjoråret førte til et lite fall i indeksen. Et fall i indeksen indikerer at pengepolitikken virker i ekspansiv retning på realøkonomien.

Norges Banks rentestatistikk for tredje kvartal viser at bankenes utlånsrenter fortsatte den nedadgående trenden vi har sett de seneste årene, og som bare har vært avbrutt av en midlertidig renteøkning i fjerde kvartal i fjor. Rentereduksjonen fra andre til tredje kvartal var imidlertid beskjeden. Sammenliknet med utgangen av september i fjor er bankenes utlånsrenter i gjennom-

Figur 3.10

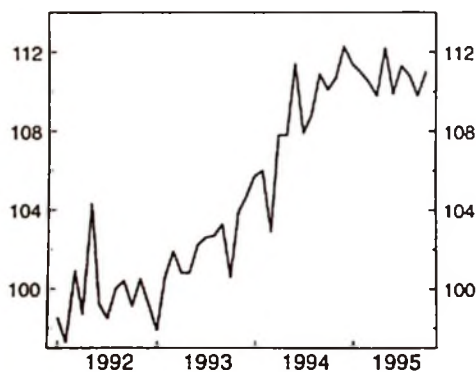
Renteutviklingen i Norge. Bankenes innskudds- og utlånsrente, 3 mnd euro-rente og 10 års statsobligasjonsrente



Kilde: Norges Bank

Figur 3.11

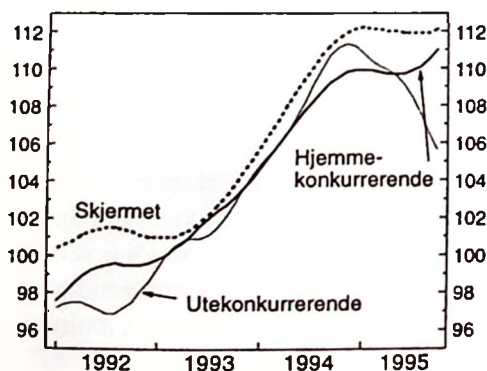
Produksjonsindeks, industri totalt. Sesongjustert. 1990=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.12

Produksjonsindeks etter konkurranse-type. Sesongjustert og glattet. 1990=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

snitt redusert med 0,5 prosentpoeng. Denne rentereduksjonen har isolert sett gitt en ytterligere liten impuls til privat forbruk og investering. En oversikt over utviklingen i en del finansinstitusjoners renter på utlån til boligformål tyder på at den svakt fallende trenden i boliglånsrentene har fortsatt i fjerde kvartal. Rentenivået på utlån til norske bedrifter og husholdninger følger i hovedsak rentene i det kortsiktige pengemarkedet, ettersom fastrentelån fortsatt har et begrenset omfang i Norge. Utviklingen i langsiktige renter kan likevel ha betydning for norske låntakers atferd, ved at den påvirker forventningene om utviklingen i kortsiktige renter. De langsiktige rentene har falt med om lag $2\frac{3}{4}$ prosentpoeng siden de nådde en topp i september i fjor, jf tiårsrentene i figur 3.10, og er nå tilbake på om lag samme nivå som i siste del av mars i fjor. Tiårsrentene er likevel om lag ett prosentpoeng høyere enn da de var på det laveste i begynnelsen av fjoråret.

3.9 Produksjon

Industriproduksjonen økte sterkt i fjor, og da særlig i utekonkurrerende industri. Sterk etterspørsel fra Fastlands-Norge og den internasjonale konjunkturoppgangen bidrog til dette. Ifølge kvartalsvise nasjonalregnskapstall var veksten i industriproduksjonen sterk også i første kvartal i år, men tall for andre og tredje kvartal samt den løpende produksjonsindeksen indikerer en klar utflating etter dette. Det er spesielt utekonkurrerende industri som har hatt en svak produksjonsutvikling. Det kan henge sammen med svakere etterspørselsimpulser fra utlandet, samt driftsstans på Mongstad i september og oktober.

Vi ser for oss en viss nedgang i BNP-veksten for Fastlands-Norge fra i fjor til i år, til tross for at etterspørselsveksten fra Fastlands-Norge ser ut til å bli høyere. Foruten en svakere eksportvekst henger dette sammen med at en større del av etterspørselsveksten i år har kommet som investeringer. Vanligvis er det slik at investeringene i mindre grad enn konsumet retter seg mot norskproduserte varer. Dette kan forklare at også produksjonen i skjermet industri har flatet ut de siste månedene. Vi regner med en vekst i BNP for Fastlands-Norge på $3\frac{1}{4}$ prosent i 1995. Veksten er antatt å avta til om lag $2\frac{3}{4}$ prosent i 1996. Avdempingen av veksten skyldes i hovedsak svakere etterspørselsvekst fra Fastlands-Norge neste år. I tillegg vil etterspørselsimpulsene fra petroleumsvirksomheten bli lavere.

4 Arbeidsmarkedet og bedriftenes fortjenestemarginer

I en konjunkturoppgang har lønnsveksten ofte tatt seg opp, fordi økt produksjon gir sterkere etterspørsel etter arbeidskraft. Høyere lønnsvekst øker bedriftenes kostnader, og dersom ikke produktiviteten tar seg opp i samme omfang vil dette kunne resultere i tiltakende prisvekst. Det kan igjen påvirke lønnsutviklingen. Samtidig vil økt etterspørsel etter varer og tjenester kunne gi rom for høyere fortjenestemarginer hos bedriftene. En bedrifts mulighet til å sette opp prisene vil avhenge av konkurransesituasjonen. Importkonkurranse gjør det vanskeligere for en bedrift å øke sine priser på hjemmemarkedet. For eksportorienterte virksomheter er prisene i stor grad bestemt av utviklingen på verdensmarkedet, slik at høyere priser internasjonalt bedrer lønnsomheten i bedriftene. I neste omgang kan det slå ut i økt lønnsvekst.

4.1 Sysselsetting og arbeidsledighet

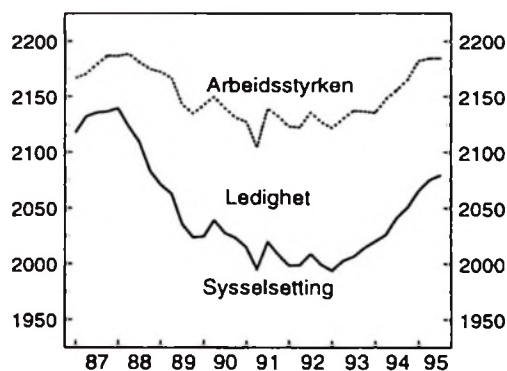
Den sterke sysselsettingsveksten ser ut til å fortsette. Ifølge sesongjusterte tall fra Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) økte sysselsettingen med 0,3 prosent fra andre til tredje kvartal i år. Sysselsettingen er hittil i år drøye 2 prosent høyere enn i samme periode i fjor, dette innebærer at nærmere 40 000 flere personer er blitt sysselsatt. Veksten i sysselsettingen har det siste året hovedsakelig skjedd innenfor industrien, varehandelen og tjenesteyting. Veksten innenfor offentlig tjenesteyting er særlig markert med en samlet økning det siste året på 14 000 personer.

Sysselsettingsveksten har det siste året vært vesentlig høyere for kvinner enn for menn. For menn var veksten størst for heltidsarbeidende, mens den for kvinner i stor grad kom i form av deltidsarbeid. Samtidig utgjør kvinner en stadig større andel av de undersysselsatte, det vil si deltidsansatte som søker mer arbeid. Tallet på undersysselsatte totalt er imidlertid omtrent som i fjor.

Hittil i konjunkturoppgangen er sysselsettingsveksten for en stor del blitt møtt med en økning i arbeidsstyrken. Ledigheten er derfor bare gradvis blitt redusert. Sesongjusterte tall fra AKU viste imidlertid at arbeidsstyrken holdt seg omtrent uendret fra andre til tredje kvartal i år. Arbeidsledighet gikk (sesongjustert) ned fra 5,2 prosent av arbeidsstyrken i andre kvartal til 4,7 prosent i tredje kvartal.

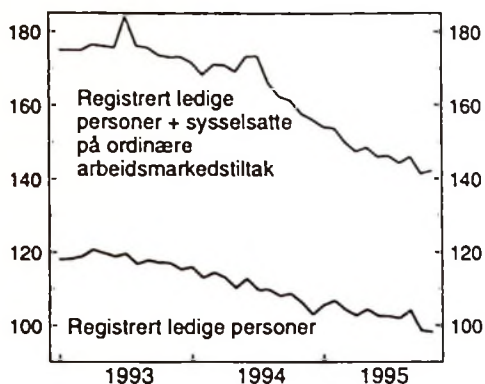
Tall fra Arbeidsdirektoratet viser en mer moderat nedgang i den registrerte ledigheten, mens summen av ledige personer og

Figur 4.1
Arbeidsmarkedet. Sesongjustert. Tall i 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.2
Arbeidsmarkedet. Sesongjustert. Tall i
1000 personer



Kilde: Arbeidsdirektoratet

personer på ordinære tiltak har falt markert gjennom året, jf figur 4.2.

Det er grunn til å vente fortsatt økning i sysselsettingen. En noe svakere etterspørselsvekst neste år vil imidlertid trolig dempe veksten i forhold til i år. Våre anslag innebærer en vekst i antall sysselsatte på 2 prosent i år og om lag 1½ prosent i 1996. Veksten i arbeidsstyrken ventes å avta fra 1¾ prosent i år til om lag ¾ prosent neste år. Ledigheten som andel av arbeidsstyrken (AKU) ventes derfor å gå ned fra om lag 5 prosent i 1995 til rundt 4½ prosent i 1996. Et usikkerhetsmoment i dette bildet er om veksten i offentlig sysselsetting vil avta som forutsatt.

4.2 Lønninger

Partene i arbeidslivet har de siste årene gjennom sin tilslutning til solidaritetsalternativet bidratt til at lønnsoppgjørene har fått et moderat utfall. Dette har i neste omgang vært et vesentlig bidrag til veksten i sysselsettingen de siste årene. I tillegg har den relativt høye arbeidsledigheten og en usikker konkurranse-situasjon for mange bedrifter bidratt til at presset i arbeidsmar-kedet har vært lite, og dermed til at lønnsgradningen har vært lav. Basert på informasjon om lønnsoppgjørene samt et lønns-overheng fra i fjor til i år på om lag 1 prosentpoeng, legger vi til grunn en årslønnsvekst i år på 3½ prosent i industrien, 3 prosent i tjenesteyting og varehandel og 3 prosent i offentlig sektor. Samlet gir dette en årslønnsvekst på om lag 3¼ prosent i 1995.

Lønnsstatistikk for de to første kvartalene fra NHO bekrefter i stor grad den moderate lønnsveksten i 1995. Fra første kvartal i fjor til første kvartal i år var timelønnsveksten for arbeidere i industrien 3 prosent. Tilsvarende vekst i andre kvartal var på 3,8 prosent. Den relativt høye veksten i andre kvartal skyldes i hovedsak at hele tariff tillegg i år ble utbetalt i andre kvartal mens det i fjor, på grunn av forbundsvise forhandlinger, ble for-delt over andre og tredje kvartal.

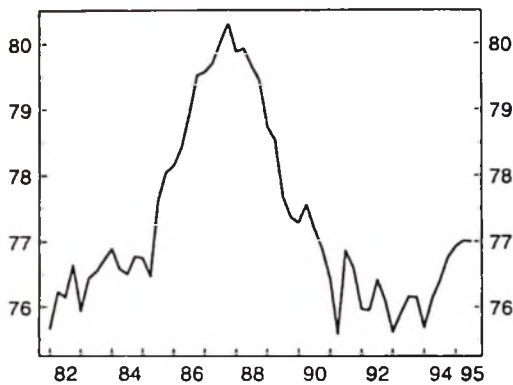
Det er knyttet usikkerhet til anslagene for lønnsveksten i 1996. Lønnsoppgjøret neste år er et hovedoppgjør der det i til-legg til utbetalt lønn forhandles om en rekke andre forhold. Det er flere forhold som taler for at den underliggende lønns- og kostnadsveksten neste år kan bli noe høyere enn det vi har opp-levd de siste årene:

- Den kraftige konjunkturoppgangen vi fortsatt er inne i har gitt økt lønnsomhet, særlig i konkurranseutsatt virksomhet, men også i skjermet sektor. Tradisjonelt gir bedret lønnsomhet ut-slag i høyere lønnskrav eller økt lønnsgradning. Andre forhold enn utbetalt lønn, for eksempel lengre ferier og kortere ar-beidsdager, kan også bidra til økte kostnader for bedriftene.

- Sysselsetningsveksten har både hittil i år og i fjor vært på om lag 2 prosent, noe som er høyt sett i et historisk perspektiv. En rask sysselsetningsvekst kan lettere føre til knapphet på enkelte typer arbeidskraft i deler av arbeidsmarkedet, og dermed til økende lønnspress. Slike «flaskehalsproblemer» har vi når de kvalifikasjoner arbeidsgiverne etterspør og de kvalifikasjoner arbeidssøkerne besitter, ikke er samstemte. En indikasjon på at dette er et voksende problem, er at beholdningen ledige plasser har økt betydelig hittil i år.
- Det kan bli vanskeligere å gjennomføre moderate lønnstillegg uten at dette slår ut i økt lønnsglidning senere. Ledigheten anslås å gå ned med om lag 1/2 prosentpoeng fra i år til neste år, og normalt er det slik at redusert ledighet på kort sikt går sammen med høyere lønnsvekst. Tall for yrkesdeltakelsen indikerer også at presset i arbeidsmarkedet øker. Yrkesdeltakelsen har økt kraftig siden sysselsettingen var på det laveste i 1993, jf figur 4.3. Selv om yrkesdeltakelsen er vesentlig lavere enn under forrige konjunkturtopp på slutten av 1980-tallet, er det grunn til å tro at presstendenser kan begynne ved et lavere nivå på yrkesdeltakelsen enn den gang. Utdanningsfrekvensen er nå langt høyere, noe som isolert sett gir en mindre arbeidsstyrke. Det er tvilsomt om dette fullt ut vil reverseres selv med høy vekst i sysselsettingen.

Figur 4.3

Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen 16–66 år



Kilde: Arbeidsdirektoratet

På den annen side er det på bakgrunn av utviklingen de siste årene trolig stor forståelse, særlig gjennom partenes medvirkning, for at lav pris- og kostnadsvekst er et viktig bidrag til økt sysselsetting. Det er foreløpig heller ikke klare indikasjoner på mangel på arbeidskraft i enkeltsektorer. Til tross for høy kapasitetsutnyttelse i de fleste sektorer og den høye sysselsetningsveksten i 1995, er det bare 1 prosent av bedriftene som oppgir at de har problemer med å finne spesielle typer faglært arbeidskraft. Til sammenlikning var det 6 prosent av bedriftene som oppgav at mangel på faglært arbeidskraft begrenset produksjonen i 1985.

Etter en samlet vurdering legger vi til grunn at gjennomslaget for lønnsmoderasjonen kan bli noe svakere enn det vi har sett de siste årene. Vi har lagt til grunn at lønningene neste år utvikler seg mer i tråd med de erfaringer vi har for hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen. Imidlertid antar vi at lønnsmoderasjonen de senere årene får gjennomslag i et varig lavere lønnsnivå, slik at lønnsveksten neste år ikke blir påvirket av «gjeninnhenting» av tidligere moderate lønnstillegg. På grunnlag av disse forutsetningene vil årslønnsveksten i 1996 kunne bli på om lag 3³/₄ prosent. Lønnsveksten vil kunne ta seg ytterligere noe opp i 1997. Både et strammere arbeidsmarked og god lønnsomhet i bedriftene vil kunne bidra til dette.

Tabell 4.1

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

	1988-93 ¹⁾	1994	1995	1996
Norges handelspartnere				
Lønnskostnader	6,3	3,1	4 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{4}$
Produktivitet	3,1	5,3	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{4}$
LPE, nasjonal valuta	3,0	-2,1	1 $\frac{1}{2}$	2
Norsk industri				
Lønnskostnader ²⁾	4,0	3,1	3 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{4}$
Produktivitet	1,5	1,7	2 $\frac{1}{4}$	1 $\frac{1}{2}$
LPE, nasjonal valuta	2,5	1,4	1	2 $\frac{1}{4}$
Valutakursendring³⁾				
RLPE, felles valuta	-1,1	2,1	2	1

¹⁾ Årlig gjennomsnitt

²⁾ Inkluderer endringer i arbeidsgiveravgiften

³⁾ Gjennomsnittlig valutakurs siste tre måneder ut året.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.3 Kostnadmessig konkurranseevne

Ifølge tilgjengelig statistikk har produktivitetsveksten i norsk industri vært svak de siste årene sammenliknet med våre viktigste handelspartnere. I perioden 1988-93 var produktivitetsveksten i gjennomsnitt om lag 1 prosentpoeng svakere pr år i norsk industri enn hos våre handelspartnere. I 1994 var veksten nesten 4 prosentpoeng lavere, jf tabell 4.1. Våre anslag for 1995 og 1996 innebærer en mer parallell utvikling i produktivitetsveksten hjemme og ute.

Vi legger til grunn en produktivitetsvekst i industrien i Norge på 2 $\frac{1}{4}$ prosent i år og 1 $\frac{1}{2}$ prosent neste år. Med en anslått lønnskostnadsvekst i industrien på om lag 3 $\frac{1}{4}$ prosent i 1995 og 4 $\frac{1}{4}$ prosent i 1996, vil lønnskostnadene pr produsert enhet (LPE) øke med 1 prosent i år og 2 $\frac{3}{4}$ prosent neste år. For våre viktigste handelspartnere anslår vi en LPE-vekst på om lag 1 $\frac{1}{2}$ prosent i år og 2 prosent neste år.

Til tross for at vi legger til grunn en svakere produktivitetsvekst hjemme enn ute, vil altså LPE-veksten i år være litt lavere i norsk industri enn i industrien hos våre handelspartnere. Dette skyldes at partene i arbeidslivet også i år har lyktes med å holde en moderat lønnsvekst. Imidlertid gir appresieringen av den effektive kronekursen en svekkelse av industriens kostnadmessige konkurranseevne med 2 prosent. Sterkere valutakurs har imidlertid også ført til lavere importprisvekst og dermed gitt et bidrag til lavere pris- og kostnadsvekst. I 1996 vil LPE-veksten i norsk industri med våre anslag være høyere enn hos våre handelspartnere. Dette gir en svekkelse av konkurranseevnen i 1996 med 1 prosent.

Målene for industriens kostnadmessige konkurranseevne er preget av stor usikkerhet. Det gjelder særlig utviklingen i produktiviteten, både i Norge og i utlandet. Fra år til år kan dessuten endringer i konkurranseevnen, slik den måles ved relative LPE, skyldes tilfeldige svingninger i blant annet valutakurser og produktivitet som ikke reflekterer underliggende utviklingstrekk. Det er dessuten normalt at Norge vil tape konkurranseevne i en situasjon hvor konjunktorene er vesentlig mer gunstig, og hvor økonomien følgelig er nærmere full kapasitetsutnyttning, enn hos våre handelspartnere.

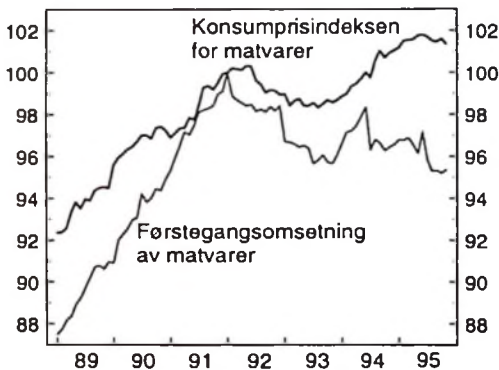
Andre mer direkte mål, som f.eks. relativ lønnsvekst eller relativ prisstigning (målt mot handelspartnernes lønns- og prisvekst), kan gi nyttig tilleggsinformasjon om den kortsiktige utviklingen. Vurdert ut fra slike mer direkte mål, innebærer ikke de lønnsanslagene som er referert ovenfor nødvendigvis noen nevneverdig svekkelse av industriens konkurranseforhold. En mer utførlig drøfting av denne problemstillingen er gitt i rapporten om «utviklingen i norsk økonomi fram mot århundreskiftet».

4.4 Lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren

Prisutviklingen påvirkes av bedriftenes prissettingsstrategier. Det er vanlig å anta at produsenter og forhandlere øker sine fortjenestemarginer i oppgangstider når etterspørselen er høy. Motsatt vil vi forvente lavere marginer i nedgangstider. Prismønstrene fra bedriftenes fortjenestemarginer er da en av faktorene som forklarer variasjonen i prisvekst gjennom konjunktursyklusene. Prismarginene avhenger imidlertid også av andre faktorer. Den generelle utviklingen mot økt internasjonal konkurranse reduserer isolert sett norske og utenlandske bedrifters fortjenestemarginer. Det er også forbundet med kostnader å endre utsalgspriser, og det er derfor en tendens til at prisendringer på innsatsfaktorer ikke får gjennomslag i utsalgsprisene momentant. Dette gjelder særlig når endringene oppfattes som kortvarige.

Figur 4.4

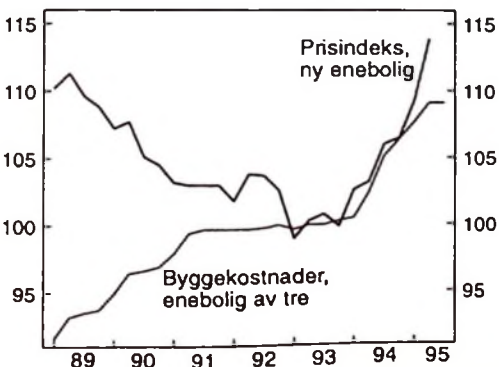
Indikator for fortjenestemarginer i detaljhandelen med matvarer. Sesongjustert. Indeks januar 1992 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5

Indikator for fortjenestemarginer i byggebransjen. Indeks 1993=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Konjunkturutviklingen i Norge og internasjonalt har bedret lønnsomheten i norske bedrifter de siste årene. Eksportprisene har tatt seg opp, og høyere omsetning har økt utnyttelsen av produksjonskapasiteten. Prisene på norsk industriproduksjon har de siste tre årene steget mer enn konsumprisene på norsk-produserte varer. Dette gjenspeiler at en stor del av industriproduksjonen er rettet mot eksport og at økningen i eksportprisene i stor grad har slått igjennom i produsentprisene. Økte priser på eksportmarkedet vil ikke ha noen direkte effekt på norske konsumpriser. Økte eksportpriser har imidlertid bedret lønnsomhet i eksportsektoren. Dette kan indirekte påvirke prisveksten via lønnsøkninger i sektoren.

Prisene på engrosleddet² for konsumvarer har vist svakere økning enn forbrukerprisene, jf også omtalen i avsnitt 1.3. Avgiftsøkninger, som ikke er med i engrosprisene, kan forklare noe av forskjellen mellom utviklingen i engros- og forbrukerpriser. Men bildet kan også indikere noe økte fortjenestemarginer i detaljistleddet. Dette gjenspeiler trolig strukturendringene i bransjen ved at en stadig større andel av omsetningen skjer gjennom store matvarekjeder. Det må antas at denne utviklingen har svekket grossistenes fortjenestemarginer fordi matvarekjedene gjennomgående har sterkere forhandlingsstyrke enn mindre enheter.

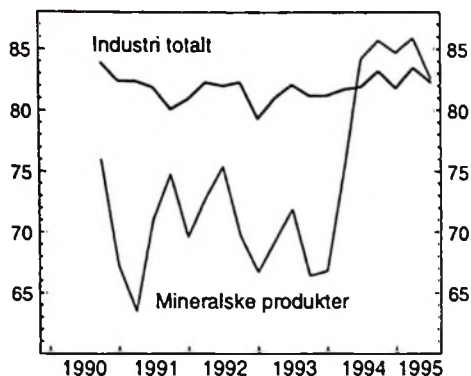
Innen byggebransjen har byggekostnadene utviklet seg på linje med utviklingen i prisene på nye eneboliger de siste tre årene. Hittil i år har prisene på nye eneboliger økt noe sterkere, hvilket kan indikere noe høyere fortjenestemarginer i bransjen.

Når bedriftene produserer nær full kapasitet, kan ytterligere etterspørselsøkninger slå ut i økte priser – enten fordi kostnade-

² Det må understrekes at prisindekser for innsatsfaktorer, engrospriser og ferdige produkter kan ha ulik sammensetning, og at forskjellig utvikling i de ulike indikatorer derfor kan gjenspeile andre forhold enn endrede fortjenestemarginer.

Figur 4.6

Gjennomsnittlig kapasitetsutnyttning iflg. konjunkturbarometeret. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

ne øker, eller fordi bedriftene øker sine fortjenestemarginer. Ifølge konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå avtok kapasitetsutnyttelsen i industrien under ett fra andre til tredje kvartal i år. Kapasitetsutnyttelsen er fortsatt på et høyt nivå, og det er en økende andel av bedriftene som oppgir at de produserer med mer enn 95 prosent kapasitetsutnyttelse.

Kapasitetsutnyttelsen var for de fleste bransjer tiltagende fram til tredje kvartal i år. I tredje kvartal er tendensen en svak nedgang. Nedgangen i kapasitetsutnyttelsesgraden siste kvartalet gjenspeiler trolig utviklingen i produksjonen som har falt de to siste kvartaler, spesielt innen utekonkurrerende industri. Kapasitetsutnyttelsen er likevel på et høyt nivå for disse sektorene.

I skjærmede sektorer har kapasitetsutnyttelsen vært spesielt høy innen produksjon av mineralske produkter siste året. Også her falt kapasitetsutnyttelsen noe siste kvartalet. Innen produksjon av næringsmidler er kapasitetsutnyttelsen tiltagende, men ligger fremdeles på et lavere nivå enn i begynnelsen av 1990-årene.

5 Utsikter for inflasjonen

I denne seksjonen presenterer vi Norges Banks anslag for konsumprisveksten de neste 12–18 månedene. I forrige inflasjonsrapport anslo vi prisveksten for 1995 til 2½ prosent. I 1996 – når effektene av avgiftsøkninger falt ut – så vi for oss at prisstigningen ville falle til 2¼ prosent.

5.1 Hva er nytt siden sist

I forrige inflasjonsrapport gav vi ikke nye anslag for utviklingen i norsk økonomi, men kommenterte utviklingen i forhold til de makroøkonomiske anslagene vi gav i Penger og Kreditt 1995/2. Vi viste til at utviklingen på de fleste områder var i tråd med det bildet vi tidligere hadde tegnet. Vi pekte likevel på at den innenlandske etterspørselen så ut til å bli sterkere i år enn tidligere antatt, og at avmatningen fra 1994 således var svakere.

Hovedinntrykket av norsk økonomi er det samme nå, men gjennomgangen i de foregående avsnittene viser at utviklingen på enkelte områder har vært noe annerledes enn det vi tidligere så for oss:

- Utviklingen i konsumprisindeksen indikerer en noe lavere prisvekst enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.
- Sysselsettingsveksten har vært sterkere enn vi tidligere la til grunn, spesielt innen offentlig tjenesteyting. Sysselsettingsveksten har imidlertid så langt for en stor del blitt motsvart av økt arbeidstilbud, slik at arbeidsledigheten har utviklet seg i tråd med våre tidligere anslag.
- Veksten i innenlandsk etterspørsel ser ut til å bli sterkere enn vi anslo i Penger og Kreditt 1995/2. Det er i hovedsak bedriftsinvesteringer og husholdningenes kjøp av varige konsumgoder, det vi si den rentefølsomme del av privat konsum, som har vokst sterkt inneværende år. Utviklingen de siste månedene tyder imidlertid på at veksten i varekonsumet er i ferd med å dempes noe.
- Importveksten har vært sterkere enn antatt. Dette må sees i sammenheng med veksten i husholdningenes etterspørsel og investeringsveksten, som har et høyt importinnhold.
- Industriproduksjonen viser tegn til å flate ut. Etter et høyt nivå i første halvår i år, har utekonkurrerende industri ifølge produksjonsstatistikken hatt en svak utvikling de siste månedene. Også skjermet industri viser en mer dempet vekst de senere måneder. Produksjonsutviklingen synes likevel sterkere

enn vi sist la til grunn, og avmatningen fra 1994 kommer noe senere og er foreløpig noe svakere enn anslått tidligere.

- Konjunkturutviklingen i Europa ser ut til å bli noe svakere enn det vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Vekstanslagene for Tyskland er redusert og uroen i Frankrike trekker også i retning av redusert vekst i 1996. Blant annet som følge av antatt svakere vekst internasjonalt, har vi justert ned konsumprisanslaget for våre handelspartnere i 1996 fra $2\frac{3}{4}$ prosent til $2\frac{1}{2}$ prosent.
- Råvareprisene internasjonalt har også utviklet seg svakere enn tidligere antatt. Dette har bidratt til noe lavere anslag på eksportprisene enn det vi hadde sist. Vi får dermed en noe svakere lønnsomhetsutvikling i eksportbedriftene.

5.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Anslagene i forrige inflasjonsrapport innebar en bane der tolv månedersveksten i konsumprisindeksen ville ligge stabilt i området 2,2–2,3 i de fire siste månedene av 1995. For 1996 anslø vi en prisvekst på $2\frac{1}{4}$ prosent.

Siden vi presenterte denne banen har prisveksten i hovedsak utviklet seg som forventet, men med noe lavere prisvekst i november. Prisveksten fra 1994 til 1995 blir med stor sannsynlighet $2\frac{1}{2}$ prosent. Nedenfor gjennomgås de ulike områder som vi mener er av særlig betydning for prisutviklingen fremover.

Importpriser. Prisveksten her hjemme er nå på nivå med prisveksten hos våre handelspartnere. For 1995 og 1996 anslås konsumprisstigningen hos handelspartnerne til $2\frac{1}{2}$ prosent. For 1996 er dette en nedjustering på $\frac{1}{4}$ prosentpoeng i forhold til i forrige inflasjonsrapport. Med en prisvekst på import av tradisjonelle varer på om lag 1 prosent i år, er prisimpulsene fra utlandet for tiden svake. Dette må sees på bakgrunn av en viss appresiering av kronen i 1995 samt fallende råvarepriser og nedgang i konsumprisveksten ute. Som en teknisk forutsetning legger vi til grunn uendrede valutakurser fremover. Appresieringen av kronen i år vil likevel ha en viss prisdempende effekt også neste år. For råvareprisene venter vi ingen store endringer i tiden fremover. På denne bakgrunn antar vi at prisveksten på import av tradisjonelle varer tar seg noe opp fremover. For 1996 anslår vi prisveksten til $1\frac{1}{2}$ prosent. Dette er $\frac{3}{4}$ prosentpoeng lavere enn i forrige inflasjonsrapport.

Lønnsveksten. Arbeidsmarkedet synes noe strammere enn vi tidligere har anslått. Sysselsettingsveksten har vært noe sterkere, men sterk vekst i arbeidsstyrken har ført til at ledigheten har gått ned omtrent som tidligere anslått. I tredje kvartal var det imidlertid beskjeden vekst i arbeidsstyrken. Dette kan peke i

retning av mindre fleksibilitet i arbeidstilbudet fremover. De ledige synes videre i stadig større grad å være uten arbeidserfaring, noe som kan indikere et strammere arbeidsmarked enn det ledighetstallene alene viser. På den annen side legger vi nå til grunn at lønnsomheten i eksportbedriftene blir noe svakere enn vi så for oss forrige gang. Grunnlaget for lønnsøkninger er dermed noe redusert. Som i forrige inflasjonsrapport anslås lønnsveksten til $3\frac{1}{4}$ prosent i 1995, men vi har redusert anslaget for 1996 fra 4 til $3\frac{3}{4}$ prosent. Disse anslagene innebærer en viss økning i lønnsveksten gjennom neste år, noe som trolig også medfører ytterligere noe høyere lønnsvekst i første halvår av 1997, regnet som årlig rate, enn gjennomsnittet for 1996. Anslagene for lønnsutviklingen innebærer – sammen med våre anslag for produktivitetsveksten – økte prisimpulser i 1996 og første halvår 1997. Det er imidlertid grunn til å understreke usikkerheten i anslaget for lønnsveksten. Et fortsatt sterkt gjennomslag for solidaritetsalternativet kan gi lavere lønnsvekst og lavere pris- og kostnadsvekst.

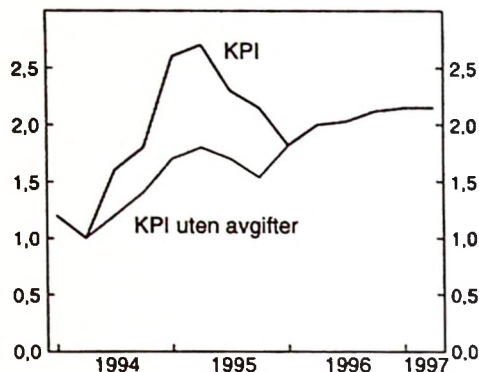
Andre innenlandske forhold. Det er først og fremst avgiftsendringer som har ført til svingninger i konsumprisutviklingen de siste 18 måneder. I Nasjonalbudsjettet for 1996 foreslås det ingen større avgiftsendringer. I motsetning til i de foregående år vil derfor avgiftene ikke gi noe vekstbidrag til prisutviklingen. Endringene i bilavgiftene vil ventelig redusere prisveksten på biler, men det er usikkert hvor stor denne effekten blir. Vi har lagt til grunn at det samlede avgiftsopplegget gir et nøytralt bidrag til prisveksten neste år.

Husleiekostnadene har de siste to årene hatt moderat økning som følge av det generelle rentefallet i 1993. Veksttaket har imidlertid tatt seg noe opp gjennom 1995, og vi antar at effekten av rentefallet nå er i ferd med å uttømmes. Vi legger til grunn at husleiene utvikler seg om lag som den generelle prisstigningen fremover.

I tillegg til de faktorer som er nevnt ovenfor påvirkes prisstigningen også av bedriftenes prissettingsstrategier, blant annet i hvor stor grad og hvor raskt bedriftene tilpasser sine utsalgspriser når prisen på innsatsfaktorer eller produktavgifter endres. For inneværende år har vi lagt til grunn at bedrifter, grossister og detaljister samlet sett har øket sine marginer noe. Momsøkningen fra 1. januar i år fikk relativt raskt gjennomslag i utsalgsprisene til norske konsumenter. Appresieringen av kronen synes å ha blitt utnyttet til å øke fortjenestemarginer og har dermed i mindre grad ført til reduserte priser på importerte forbruksvarer. For neste år legger vi til grunn at bedriftenes driftsmarginer ikke vil gi noe selvstendig bidrag til økt prisvekst. Dette må sees på bakgrunn av at lønnsveksten antas å ta seg noe opp neste år slik at bedriftenes kostnader vil øke. Det kan dermed bli vanskelig for bedriftene å øke prisene tilstrekkelig til både å dekke økte kostnader og i tillegg øke sine marginer.

Figur 5.1

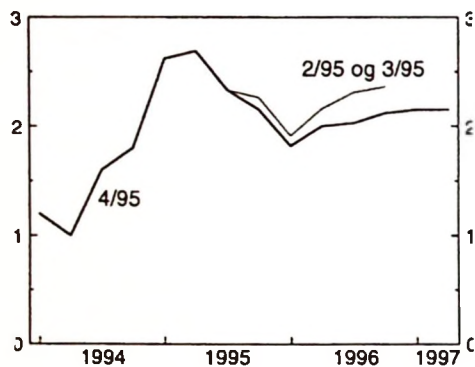
Anslag for konsumprisveksten. Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.2

Anslagene for konsumprisveksten nå og tidligere. Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5.1

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

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

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Nasjonalbudsjettet 1996

³⁾ Basert på anslag fra 13 institusjoner

Tølv månedersraten i KPI ventes å falle til under 2 prosent i januar neste år som følge av bortfallet av momsøkningen i januar 1995. Vekstratene ventes deretter å ta seg litt opp gjennom året før de stabiliseres mot slutten av 1996 og inn i første halvdel av 1997. Denne banen innebærer en gjennomsnittlig prisstigning fra første halvdel av 1996 til første halvdel av 1997 på 2 1/4 prosent. Ser vi bort fra avgiftsendringene fra 1. juli 1994 og 1. januar i 1995, innebærer anslaget en økning i den årlige prisveksten fra omkring 1 3/4 prosent i 1995 til 2 prosent i 1996 og 2 1/4 prosent i begynnelsen av 1997, jf figur 5.1.

Figur 5.2 viser prisutviklingen vi nå ser for oss sammen med våre anslag i to foregående inflasjonsrapporter. Som det fremgår er utviklingen de to siste kvartalene i samsvar med anslagene, mens anslagene fremover er noe nedjustert sammenliknet med i de to forrige inflasjonsrapporter.

5.3 Inflasjonsforventninger

I dette avsnittet gjennomgås områder der vi har informasjon om ulike aktørers forventninger til inflasjonsutviklingen. For det første samler vi inn opplysninger fra 13 private institusjoner om deres inflasjonsanslag 12–18 måneder fram. For det andre inneholder konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå en oversikt over bedriftenes forventninger om prisendringer på egne produkter. Disse oppgavene strekker seg imidlertid kun et kvartal fram i tid.

Prisanslagene fra 13 private institusjoner viser en gjennomsnittlig forventet prisstigning på 2,4 prosent i 1996. De private anslagene varierer fra 2,0 til 2,9 prosent. Anslagene fra Norges Bank, Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå ligger noe lavere enn gjennomsnittet for de private institusjonene, jf tabell 5.1.

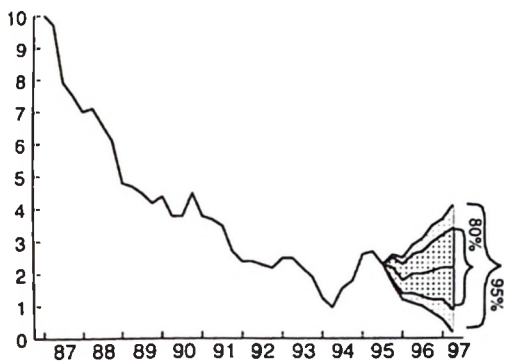
Konjunkturbarometeret viser at en synkende andel av bedrifter som produserer for hjemmemarkedet, venter en prisoppgang på egne produkter. I fjerde kvartal i fjor var det om lag 1/4 av bedriftene som ventet en prisoppgang i etterfølgende kvartal. I andre kvartal i år var andelen falt til 6 prosent, og i tredje kvartal er det kun 4 prosent som venter en prisoppgang. Selv om konjunkturbarometeret bare oppgir netto andel av bedrifter som venter prisoppgang, og således ingen kvantifisering av hvor store prisendringer som ventes, kan tallmaterialet indikere forventninger om avtagende produsentprisvekst på det norske markedet.

5.4 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Prisbanen som er gjengitt i figur 5.1, er hva Norges Bank anser som et forventningsrett anslag for forløpet for prisene i perioden

Figur 5.3

Usikkerheten i prisanslagene. Årsvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fram til utgangen av første halvår 1997. Anslaget er beheftet med usikkerhet, og i figur 5.3 gjengir vi to prediksjonsintervaller omkring prisbanen. Statistisk er det 80 prosent sannsynlighet for at det innerste intervallet vil dekke de faktiske inflasjonsratene. Tilsvarende sannsynlighet for det ytterste intervallet er 95 prosent.

På kort sikt er usikkerheten i inflasjonsanslaget først og fremst knyttet til utviklingen i importpriser og hvordan eventuelle avvik fra våre anslag vil slå ut i norske konsumpriser på importvarer. Vi har i våre prognoser lagt til grunn uendret valutakurs fremover.

På noe lengre sikt er usikkerheten om inflasjonsutviklingen særlig knyttet til konjunkturutviklingen fremover, til lønnsutviklingen og til avgiftspolitikken. Til tross for at konjunkturoppgangen er forholdsvis sterk, er prisveksten fortsatt moderat, og vi ser ikke for oss at den vil tilta vesentlig. Vi vil likevel peke på noen usikkerhetsmomenter som kan føre til at prisstigningen blir høyere enn våre anslag:

- Vi har i våre prognoser lagt til grunn at finanspolitikken videreføres slik regjeringen foreslår i salderingsproposisjonen for 1996. Dersom innretningen av finanspolitikken blir mer ekspansiv enn dette, kan presset på norsk produksjonskapasitet tilta og presse priser og lønninger opp. En mer markert vekst i kommunesektoren neste år kan føre til et strammere arbeidsmarked.
- Selv om finanspolitikken videreføres etter opplegget i salderingsproposisjonen, er det likevel betydelig usikkerhet knyttet til konjunkturutviklingen. Etter våre vurderinger er norsk økonomi ved et vendepunkt, og tidligere erfaringer har vist at det i slike situasjoner er særlig vanskelig å forutsi utviklingen. En viktig faktor for husholdningenes tilpasning, blant annet sett på bakgrunn av den høye veksten i forbrukslån, er renteutviklingen fremover. En rentenedgang vil øke muligheten for at særlig husholdningenes kjøp av varige konsumgoder vil fortsette å vokse fra dagens høye nivå. En rentenedgang vil dessuten kunne føre til høyere boligpriser og dermed legge grunnlag for økte boliginvesteringer og en sterkere vekst i konsumet.
- I en situasjon med sterkere vekst enn forutsatt kan det oppstå økte prisimpulser som følge av økt lønnsvekst og også fordi bedriftene da kan øke sine prismarginer.
- Regjeringen varslet i Nasjonalbudsjettet 1996 at den tar sikte på å legge fram en lovproposisjon om utvidelser av merverdiavgiftsgrunnlaget i løpet av 1996. Det er således mulig at en del tjenester vil bli pålagt moms fra og med 1997. Dette kan,

i en begrenset periode, føre til noe økte vekstrater for konsumprisene på tjenester.

Andre forhold kan føre til en lavere prisvekst enn vi har anslått:

- Vi har lagt til grunn en relativt svak produktivitetsvekst for norske bedrifter fremover. Dersom produktivitetsveksten tar seg opp, vil næringslivets kostnader reduseres. Dette kan i neste omgang redusere prisveksten.
- Dersom den internasjonale konjunkturutviklingen skulle bli svakere enn vi har antatt, kan prisimpulsene fra utlandet bli svakere. Råvareprisene kan da falle, og prisveksten hos våre handelspartnere dempes. En slik utvikling kan også føre til lavere eksport, mindre press på norsk produksjonskapasitet, og lavere lønnsomhet i eksportindustrien.
- Lønnsmoderasjonen kan få sterkere gjennomslag enn vi har antatt, noe som vil gi lavere prisvekst.
- Fortjenestemarginene hos norske produsenter og forhandlere kan reduseres som følge av økt internasjonal konkurranse.

Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar¹

I Oversikt

Det har vore små kursrørsler mellom hovudvalutaene dei siste månadene. Kursen på amerikanske dollar og japanske yen ser ut til å ha stabilisert seg på eit nivå tilsvarande det som gjaldt ved inngangen til året. Dei europeiske valutaene var i byrjinga av september prega av at svenske kroner, finske mark og italienske lire styrkte seg kraftig. Dette blei seinare reversert, og tyske mark og sveitsiske franc styrkte seg. I oktober oppstod eit press mot franske franc som ei følgje av politisk uro. Streikane den siste tida i Frankrike har førebels (veke 49) ikkje slått ut i verdi- en på franske franc.

Sidan utgangen av tredje kvartal har Bundesbank halde fram med gradvis letting i pengepolitikken, og fleire europeiske sentralbankar har følgd opp med å setje ned dei administrerte rentene sine. Tyske tremånaders pengemarknadsrenter har vist ein fallande tendens frå byrjinga av september til utgangen av november. Dei langsiktige rentene har gått ned i USA, Japan og Europa.

Den norske krona, som har styrkt seg sidan mai, nådde i oktober eit nivå som er det sterkaste sidan ho byrja å flyte. Etter dette har krona vorte noko svekt, men variasjonane er små. Noregs Bank kjøpte valuta i byrjinga av september og midt i oktober for å dempe kursutslaga. Mot slutten av desse månadene og i byrjinga av november blei det selt valuta.

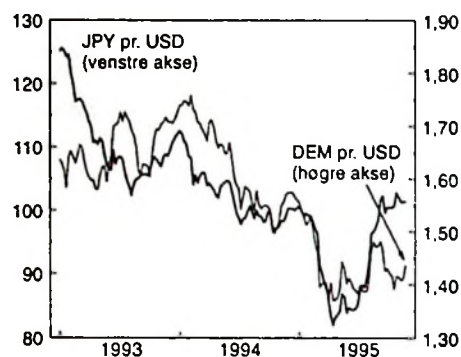
ECU-rentene og dei norske pengemarknadsrentene auka noko frå byrjinga av september til ut i oktober og fall så fram til slutten av november, då dei kortaste rentene steig noko igjen. Dei lengre pengemarknadsrentene har falle meir enn dei korte. Dei norske obligasjonsrentene har halde fram med den fallande trenden ein har sett sidan september 1994, og rentedifferansen mot tyske tiårs statsobligasjonar har minka så langt i fjerde kvartal.

Den innanlandske kredittveksten, målt ved Noregs Banks kredittindikator K1, fortset å auke. Publikum si finansielle fordringsoppbygging var markert lågare i første halvår 1995 enn i same periode i fjor.

Fallet i utlånsrentene til finansinstitusjonane, som starta ved årsskiftet etter svak stigning i fjerde kvartal i fjor, heldt fram også i tredje kvartal. I forretnings- og sparebankane blei resultatet etter tap styrkt dei tre første kvartala i år i høve til same periode i fjor, til trass for eit fall i rentemarginen. I forretningsbankane skuldast resultatforbetringa i første rekkje svært låge tap på utlån. Kredittforetaka sine resultat var omtrent uendra, og finansieringsselskapa hadde eit svakare resultat.

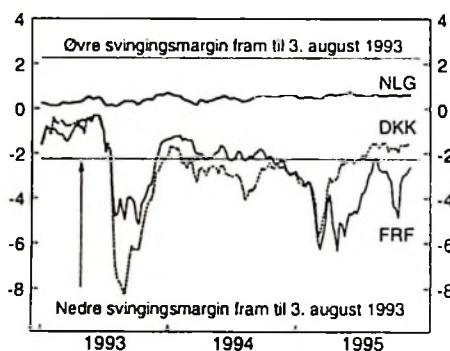
¹ Rapporten dekkjer utviklinga fram til 6. desember.

Figur 2.1
Kursutviklinga for hovudvalutaene.
Veketal.



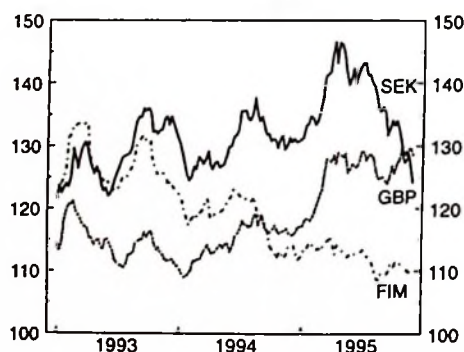
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

2 Dei internasjonale penge-, valuta- og kapitalmarknadene

Det har ikkje vore store utslag i kursane mellom hovudvalutaene dei siste månadene. Kursen mellom amerikanske dollar og japanske yen ser ut til å ha stabilisert seg på eit nivå tilsvarande det som gjaldt ved inngangen til året. Frå byrjinga av september til utgangen av november har den svenske krona styrkt seg med vel 9 prosent målt med nominell effektiv valutakurs. Fleire europeiske land har den siste tida redusert signalrentene sine, og dei langsiktige rentene har gått ned i USA, Japan og Europa.

I USA skapte konflikten i samband med budsjettforhandlingane ein del uvisse i marknaden. Amerikanske dollar svekte seg mellombels mot japanske yen frå 9. til 10. november da det blei klart at dei amerikanske styresmaktene kunne få problem med å innfri skyldnadene sine. Dei var komne svært nær den øvre grensa for den offentlege gjelda og kunne ikkje lånefinansiere utgiftene. Den 20. november kom presidenten og Kongressen fram til ei mellombels løysing på konflikten.

I Tyskland har Bundesbank gjennomført gradvise letingar i pengepolitikken, og fleire europeiske sentralbankar har følgd opp med å setje ned dei administrerte rentene sine. Den tyske reporenta har til saman falle med vel 0,23 prosentpoeng sidan 6. september og var ved den siste tildelinga 3,98 prosent (28. november). Tyske tremånaders pengemarknadsrenter har vist ein fallande tendens frå byrjinga av september til utgangen av november og har i store delar av perioden lege under reporenta.

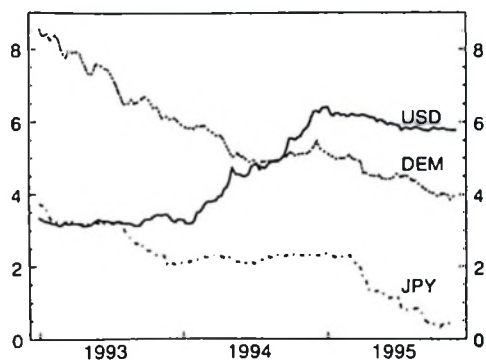
Den tyske M3-veksten har vore tiltakende dei siste månadene, men er framleis låg på årsbasis. Styresmaktene har no gått bort frå målsetjinga si om ein pengemengdevekst på mellom 4 og 6 prosent målt frå 4. kvartal i fjor. Målsetjinga er no ein vekst frå månad til månad (omgjort til årleg rate) på 4-6 prosent. Dei langsiktige tyske rentene har falle med omtrent 0,4 prosentpoeng sidan byrjinga av september, men dei ligg framleis over dei amerikanske.

Den 8. september sette den japanske sentralbanken ned diskontorenta frå 1,0 til 0,5 prosent. Den kunngjorde samtidig at det ville bli tilført likviditet i marknaden for å få dei kortsiktige rentene under diskontoen. Renta på dag-til-dag-pengar fall etter dette til rekordlåge 0,3 prosent.

Dollaren styrkte seg mot japanske yen i perioden 8.-19. september, godt hjulpet av intervensjonar frå den japanske sentralbanken. Men i samband med tiltakspakken som den japanske regjeringa la fram den 20. september, svekte dollaren seg mot yen. Pakken svarte ikkje til marknaden sine forhåpningar. Mellom anna blei ikkje tiltaka sett på som sterke nok til å stimulere til auke i kapitalutgangen frå Japan, og ho inneheldt heller ikkje konkrete tiltak for å løyse problema i japanske finansinstitusjo-

Figur 2.4

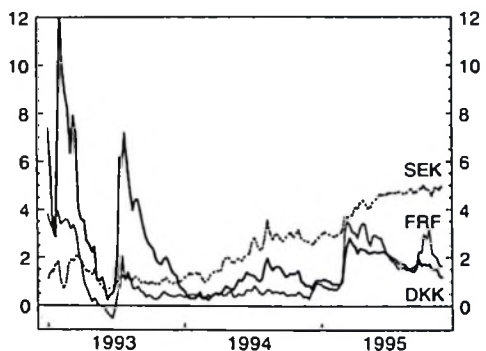
Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veke-tal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5

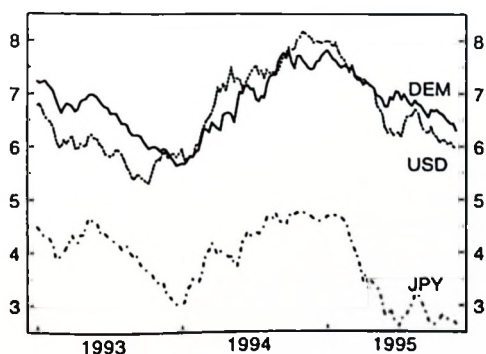
Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.6

Effektive tiårs statsobligasjonsrenter for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

nar. Samtidig kom det svake handelstal frå USA, som indikerte behov for ein svakare dollar.

Dei europeiske valutamarknadene var i byrjinga av september prega av at svenske kroner, finske mark og italienske lire styrkte seg markert. Dette hadde mellom anna samanheng med fornya optimisme om snarleg tilknytning til det europeiske valutasamarbeidet (ERM) som følgje av betre økonomiske utsikter i desse landa. Styrkinga blei reversert 20. september etter at den tyske finansministeren, i eit lukka møte med finanskomiteen i Forbundsdagen, uttalte at Italia ikkje vil oppfylle krava til deltaking i tredje fase i den økonomiske og monetære unionen (ØMU) frå 1999. Ein etterfølgjande debatt om utsetjing av tredje fase og om eventuell tillemping av Maastricht-kriteriene førte til ei markert svekking av italienske lire og franske franc og ei styrking av tyske mark og sveitsiske franc. Presset mot franske franc blei forsterka av politisk uro i Frankrike. Seinare oppstod det også politisk uro i Italia, som førte til ei mellombels svekking av italienske lire.

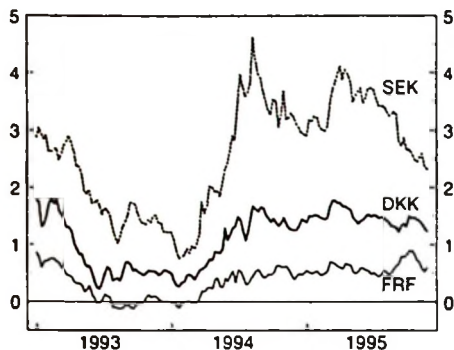
Presset mot franske franc resulterte i at den franske sentralbanken 6. oktober suspenderte renta på fem til ti dagars gjenkjøpsavtalar og innførte 24-timars gjenkjøpsavtalar. Da presset ikkje avtok, vedtok sentralbanken 9. oktober å heve 24-timarsrenta med 1,1 prosentpoeng. Uroa førte til at dei kortsiktige franske rentene steig. Sentralbanken opna for fem til ti dagars lånetilgang igjen den 9. november etter at president Chirac hadde garantert at Frankrike ville føre ein disiplinert budsjett-politikk dei neste to åra. Han følgde opp denne lovnaden med å presentere ei velferdsreform som vil redusere budsjettunderskottet. Dette gjorde det mogeleg for sentralbanken å setje ned dei administrerte rentene 16. november. Det at Chirac annonserte at redusert budsjettunderskott var eit prioritert mål, bidrog til lågare langsiktige renter og styrking av francen. Det gjorde òg ei omorganisering av regjeringa, som no blei oppfatta som meir handlekraftig og reformvennleg. Streikane i Frankrike den siste tida har førebels (veke 49) ikkje slått ut i verdien på franske franc.

Frå byrjinga av september til utgangen av november har avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM auka frå i overkant av fire prosent til noko over sju prosent.

Det har vore ein generell nedgang i det langsiktige rentenivået i Europa, USA og Japan. Nedgangen var særleg stor i Sverige og Finland. Auka tillit til svensk økonomi, og eit relativt moderat lønnsoppgjær i Finland, har vore medverkande årsaker til denne utviklinga. Det kan sjå ut som om dei langsiktige rentene i USA allereie reflekterer ei venta budsjettforbetring i samband med planen om balansert budsjett innan sju år. Dette kan òg ha verka til å trekkje det langsiktige rentenivået ned i Europa.

Figur 2.7

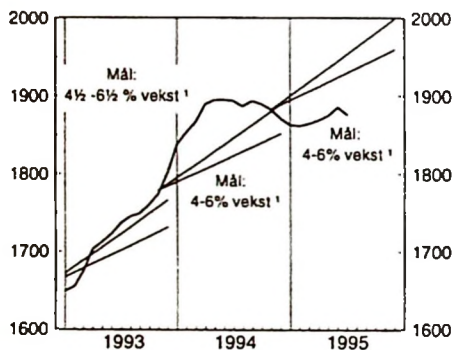
Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar mot DEM. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.8

Utviklinga i den tyske pengemengda målt med M3. Sesongjusterte beholdningstal



I Vekst frå 1.kvartal førre år til 4. kvartal inneverande år

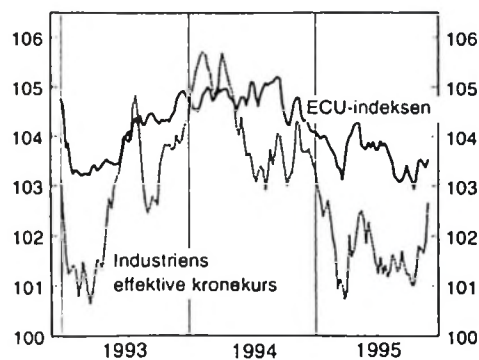
Kjelde: Bundesbank

Oversikt over viktige renteendringar

Rente	Dato	Endr. basis pkt.	Nivå etter endring
Belgia			
sentralrenta	6. sept.	- 10	4,20
«end-of-day rate»	6. sept.	- 10	5,45
sentralrenta	13. sept.	- 5	4,15
«end-of-day rate»	13. sept.	- 5	5,40
sentralrenta	20. sept.	- 5	4,10
«end-of-day rate»	20. sept.	- 5	5,35
sentralrenta	4. okt.	- 5	4,05
«end-of-day rate»	4. okt.	- 5	5,30
sentralrenta	3. nov.	- 5	4,00
«end-of-day rate»	3. nov.	- 5	5,25
sentralrenta	22. nov.	- 5	3,95
«end-of-day rate»	22. nov.	- 5	5,20
Danmark			
14-dagars repo	7. sept.	- 15	5,50
»	28. sept.	- 10	5,40
»	5. okt.	- 10	5,30
»	8. nov.	- 15	5,15
diskonto	8. nov.	- 25	4,75
14-dagars repo	23. nov.	- 15	5,00
Finland			
anbudsrenta	5. okt.	- 50	5,50
»	1. nov.	- 50	5,00
»	20. nov.	- 25	4,75
grunnrenta	29. nov.	- 25	4,75
(m. verknad frå 15. des.)			
Frankrike			
5-10 dg. repo	6. okt.		suspendert
24-timars repo	9. okt.	+ 110	7,25
»	16. okt.	- 25	7,00
»	3. nov.	- 40	6,60
5-10 dg. repo	9. nov.		gjeninnført
»	16. nov.	- 25	6,10
intervensjonsrente	16. nov.	- 20	4,80
Japan			
diskonto	8. sept.	- 50	0,50
Nederland			
«special advances»	21. sept.	- 10	3,80
»	19. okt.	- 10	3,70
»	6. nov.	- 10	3,60
«ordinary advances»	16. nov.	- 25	3,25
Sverige			
diskonto	5. okt.	- 50	7,00
Tyskland			
repo	13. sept. - 29. nov.	- 23	3,98

Figur 3.1

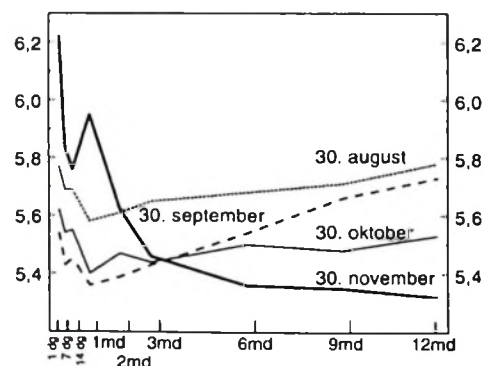
Utviklinga i kronkursen målt med ECU-indeksen og i den effektive kronkursen til industrien. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2

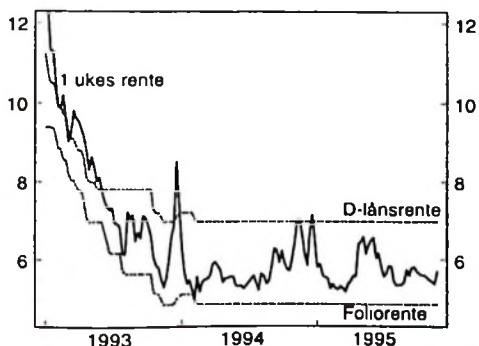
Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter, 1995



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.3

Utviklinga i dei korte pengemarknadsrentene. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

3 Valuta- og pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

3.1 Valutamarknaden

Verdien av den norske krona mot ECU har så langt i år vore sterkare enn i 1994. At krona blir styrkt, skuldast truleg grunnleggjande forhold i norsk økonomi: store overskott på driftsbalansen, låg statsgjeld, forventa overskott på statsbudsjettet og låg inflasjon.

Gjennom sommarmånadene styrkte krona seg jamt, og 19. oktober nådde kronkursen det sterkaste nivået (102,89) sidan krona byrja å flyte den 10. desember 1992. Den 6. desember var kronkursen 103,46.

Styrkingen av krona i oktober hadde truleg samanheng med ein positiv reaksjon på statsbudsjettet som da blei lagt fram. For første gong på fleire år viste budsjettet overskott, noko som gav grunnlag for å setje av 10,6 milliardar kroner til petroleumsfondet. Krona blei også styrkt av at italienske lire og franske franc svekte seg. Både i byrjinga av september og i midten av oktober blei det intervenert i valutamarknaden med sal av kroner for å dempe kursoppgangen.

Sjølv om trenden for krona er sterk, har ho i periodar svekt seg så raskt og mykje at Noregs Bank har intervenert i valutamarknaden med kjøp av kroner. Dette skjedde i slutten av september. Kronesvekkinga fall da saman med ei svekking av amerikanske dollar. Noregs Bank kjøpte også kroner i slutten av oktober og i byrjinga av november. Hittil i 1995 har Noregs Bank netto kjøpt valuta for i alt 5,0 milliardar kroner.

Målt med konkurransekursindeksen styrkte krona seg fram til fjerde kvartal i år, men sidan oktober har ho svekt seg. Det heng i særleg grad saman med ei styrking av svenske kroner. Kursen var på det svakaste notert til 85,16 norske kroner pr. 100 svenske den 24. april. Den 1. desember var kursen 97,41. Sidan april har såleis norske kroner svekt seg med over 15 prosent mot svenske kroner.

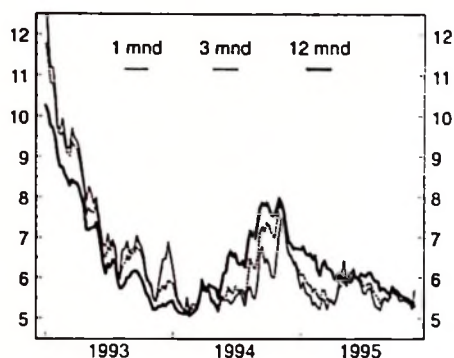
3.2 Pengemarknaden

Renteutviklinga

Dei norske pengemarknadsrentene har falle sidan inngangen på året, og har dermed i grove trekk følgd fallet i dei europeiske pengemarknadsrentene. Med stabilitet i kronkursen som operativt mål for pengepolitikken, vil rentene i Noreg i hovudsak følgje renteutviklinga for dei valutaene som krona blir stabilisert mot, det vil seie dei europeiske valutaene.

Figur 3.4

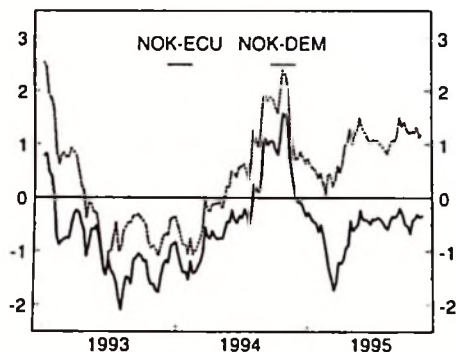
Utviklinga i ein-, tre- og tolvmåna- ders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.5

Rentedifferansar for tremånaders pengemarknadsrenter. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Frå eit topp-punkt for året i slutten av mai på 6,1 prosent fall pengemarknadsindikatoren (gjennomsnittet av rentene til og med tre månader) fram til slutten av august til 5,1 prosent. Etter ein kortvarig oppgang, fall pengemarknadsrentene igjen fram til slutten av november. Dette hadde truleg samanheng med forventningar om ein reduksjon av signalrentene frå Noregs Bank. I slutten av november auka rentene igjen, og pengemarknadsindikatoren er no 5,5 prosent.

Frå slutten av september og til midten av oktober styrkte kronkursen seg når rentedifferansen auka. Men det er ikkje nokon eintydig samanheng på kort sikt (f.eks. vekebasis) mellom utviklinga i denne rentedifferansen og kronkursen. Ved utgangen av november var differansen $-0,2$ prosentpoeng mot $-0,4$ i byrjinga av september. Gjennomsnittleg rentedifferanse hittil i år er $-0,57$ prosentpoeng.

Differansen mellom norske og tyske tremånaders renter fall gjennom sommarmånadene, men utviklinga snudde i august. Så langt i fjerde kvartal er differansen gjennomsnittleg $1,2$ prosentpoeng. Gjennomsnittet for dei tre første kvartalane i år var $0,8$ prosentpoeng.

Det siste kvartalet har dei lengre pengemarknadsrentene falle noko meir enn dei korte pengemarknadsrentene. Avkastningskurva i pengemarknaden har dermed blitt flatare. I den grad avkastningskurva reflekterer forventningane til marknadsaktørane om framtidige korte renter, betyr dette at renteforventningane stadig blir nedjusterte.

Pengemarknadlikviditeten og Noregs Banks operasjonar

Noregs Bank tilpassar likviditeten i bankane slik at rentene i pengemarknaden blir etablert på eit nivå som gir stabilitet i valutakursen. Sidan sommaren 1993 har bankane samla hatt eit underliggjande likviditetsoverskott. Staten si utlegging av stats-sertifikat er delvis blitt brukt for å trekkje inn denne likviditeten (jf. avsnittet om sertifikatmarknaden), slik at likviditeten i bankane over året har balansert rundt null. Dei resterande variasjonane i likviditeten, som skuldast sesongsvingingar og staten sine periodiske inn- og utbetalingar, blir motverka gjennom likviditetspåverkande transaksjonar med bankane. For dette formålet brukar Noregs Bank i hovudsak F-lån og F-innskott. Hyp-pige utleggingar av F-innskott og F-lån med gjennomgåande kort løpetid skuldast at det normalt er store svingingar i den underliggjande likviditeten i bankane.

I september var det fram til skatteinnbetalinga 19. september eit likviditetsoverskott som blei trekt inn med åtte F-innskott. Fram til utgangen av oktober var det eit underliggjande likviditetsunderskott, og det blei lagt ut 18 F-lån. Likviditetsunderskottet varte fram til 17. november, og det blei i denne perioden

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla ¹⁾

	1995				
	juli	aug	sept	okt	nov
Gjennomsnitt pr dag (mrd kr)	0,0	1,1	-3,2	7,1	-0,5
Av dette					
D-lån	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
F-lån/innskott	-0,7	0,4	-4,0	6,4	-1,1
anna finansiering	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
D-lånstilgang, mrd kr	3,2	3,2	3,3	3,2	3,3
Bankane sine likvide reservar i form av folioinnskott i Noregs Bank	2,0	2,7	2,3	1,8	1,9
F-innskottsrente (gjennomsnitt), prosent	5,36	4,96	5,25	-	5,08
F-lånsrente (gjennomsnitt), prosent	5,22	5,07	5,20	5,12	5,07

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

Kjelde: Noregs Bank

lagt ut sju F-innskott. Resten av månaden var det behov for å tilføre likviditet, som skjedde gjennom utlegging av seks F-lån.

Rentene på dagslåns- og folioinnskottsordninga i Noregs Bank på respektive 6,75 og 4,75 prosent har vore uendra sidan februar 1994. Desse signalrentene dannar ein korridor for dei korte pengemarknadsrentene. Gjennomgåande har dei korte pengemarknadsrentene lege i nedre del av korridoren sidan slutten av juli, og dei nådde det lågaste nivået hittil i år i slutten av november, da tremånaders renter kom ned mot 5 prosent.

Den faktiske likviditeten i bankane, som er det dei har ståande inne på folikonti i Noregs Bank, var i perioden september til november gjennomsnittleg 2 milliardar kroner. Dagslånsramma for bankane har vore uendra og lik 7 prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus dagslåns gjeld) sidan august 1994. Sidan dagslånsrentene dannar taket i korridoren og vanlegvis ligg over pengemarknadsrentene, vil bankane normalt i liten grad trekkje på denne låneretten. Utnyttinga av dagslånsretten i perioden september til november har i gjennomsnitt vore under 5 prosent. Da blei likviditeten stramma til og pengemarknadsrentene auka noko.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagt ut som eit ledd i finansieringa av staten si verksemd, men utleggingane blir òg tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden, jf. det som er sagt over. Det blir vanlegvis gjennomført emisjonar kvar måned, og dei følgjer eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat kvart kvartal, mens det i dei mellomliggjande månadene er utvidingar i det samme lånet. Såleis blei det lagt ut eit nytt tolv månaders sertifikat i september (SS 40) på i alt 5 milliardar kroner. Både i oktober og november blei dette lånet utvida med 2 milliardar kroner. Jamt over er det fire eller fem lån som står ute, og som dekkjer dei ulike løpetidene opp til eit år. Det står no ute i alt 36 milliardar kroner i statssertifikat.

I dei tre første kvartala i år har det vore ein nokså kraftig auke i emisjonen av sertifikat. Stats-, bank- og lånesertifikat er dei dominerande og utgjer i alt 84 prosent av det samla emisjonsvolumet. Dei største eigarane av statssertifikat er forretnings- og sparebankar samt forsikringsselskap, og desse sit med til saman over 80 prosent av beholdninga. Hushald og utlendingar er ubetydelege investorar.

Fram til utgangen av november i år har omsetnaden av sertifikat på Oslo Børs vore på 196,3 milliardar kroner, noko som er ein auke på nesten 45 prosent i høve til same periode i fjor. Omsetnaden i statssertifikat dominerer, med ein andel på vel 70 prosent av totalomsetnaden.

Tabell 3.2. Sertifikatmarknaden ¹⁾.

Bruttoemisjonar av sertifikat etter sertifikattype.
(Milliardar kroner)

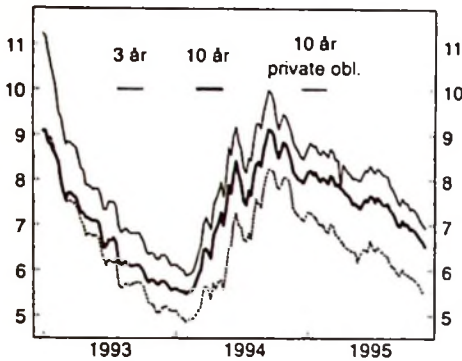
	1993	1994	1994	1995
			jan. - okt.	
Statssertifikat	67,9	52,5	44,5	37,0
Banksertifikat	12,6	19,4	16,4	46,1
Kreditsertifikat	11,4	14,0	11,9	16,0
Lånesertifikat	23,2	43,0	34,9	48,0
Finanssertifikat	1,7	6,1	4,4	6,8
Utanlandske sertifikat	0,0	0,5	0,1	2,3
I alt	116,8	135,4	111,9	156,2

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

Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.1

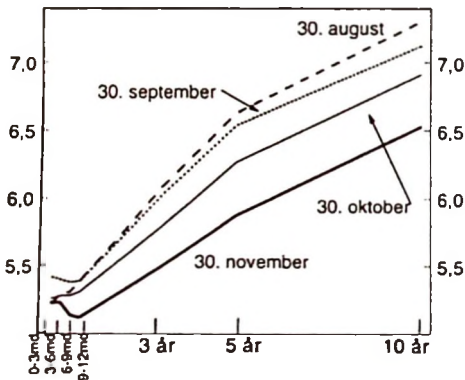
Effektive renter på stats- og private obligasjoner. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.2

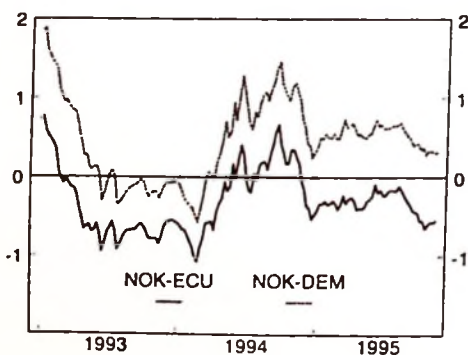
Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter, 1995



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.3

Rentedifferansar for tiårs statsobligasjoner. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

4 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Dei norske obligasjonsrentene fall frå utgangen av august til utgangen av november og har såleis halde fram med den fallande trenden ein har sett sidan september 1994. Nedgangen var jamt fordelt over løpetidene, og avkastningskurva for obligasjoner med lengre løpetider har derfor skifta parallelt nedover. Dei norske obligasjonsrentene har falle noko meir enn dei tyske.

I løpet av tredje kvartal fall den effektive renta på tiårs statsobligasjonar med nesten 0,8 prosentpoeng til 6,5 prosent. Den gjennomsnittlege differansen til tyske tiårs statsobligasjonar, som var 0,6 prosentpoeng i august, fall til 0,3 prosentpoeng i november.

Rentedifferansen overfor ein teoretisk ECU-obligasjon har gått frå -0,3 prosentpoeng tidleg i september til eit gjennomsnitt på -0,6 prosentpoeng i november.

Omsetnad

Aktiviteten i andrehandsmarknaden for obligasjonar har teke seg kraftig opp. Ved utgangen av november var samla omsetnad over Oslo Børs på 1575 milliardar kroner, mot 1431 milliardar kroner i same periode i fjor. Hittil i 1995 utgjer gjenkjøpsavtalar 40,6 prosent av samla omsetnad, og dette er hovudforklaringa på at 1995 blir eit rekordår for omsetnaden. Etter dei elleve første månadene i fjor utgjorde denne andelen 22 prosent.

Det meste av omsetnaden går føre seg i statsobligasjonar, der volumet var på 1234 milliardar kroner. Dette er 78 prosent av totalomsetnaden, det same som i fjor.

Frå januar til utgangen av november var omsetnaden i den såkalla storlånsektoren 303 milliardar kroner eller 19 prosent av totalomsetnaden. Storlånsektoren omfattar obligasjonslån som hovudsakleg blir emittert av kredittføretak og bankar.

Noregs Banks system med primærhandlarar for statsobligasjonar, som blei starta som ei prøveordning i august i år, blir ført vidare som ei permanent ordning frå 1. januar 1996. Det er valt ut ti primærhandlarar. Deira viktigaste oppgåve er å stille forpliktande kjøps- og salskursar på Oslo Børs for dei fire store statsobligasjonane. I forhold til prøveordninga er den øvre grensa for avstanden mellom kjøps- og salskursen i dei enkelte låna redusert noko for dei lengste låna. Kursane skal gjelde for beløp opp til 25 millionar kroner. Samtidig er primærhandlarane sin tilgang til å låne papir frå Noregs Bank i dei enkelte låna dei stiller kursar for, utvida til 100 millionar kroner.

Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹.

Bruttoemisjonar av ihende-
havarobligasjonar etter
låntakarsektor. (Milliardar
kroner)

	1993	1994	1994	1995
			jan. - okt.	
Statsforvaltninga	42,0	16,0	13,0	18,0
Statsbankar og statsforetak	9,2	3,5	3,3	6,4
Private bankar og forsikringsselsk	25,6	16,0	16,0	6,7
Kredittforetak og	20,5	13,3	12,6	7,5
Private og kommunar	19,7	9,2	9,2	5,3
finansieringsselskap				
Utanlandske låntakarar	0,0	0,5	0,5	0,0
I alt	116,3	58,5	54,5	43,8

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

Kjelde: Noregs Bank

Emisjonar

Frå januar til oktober i år blei det emittert obligasjonar for brutto 43,8 milliardar kroner, mot 54,5 milliardar kroner i dei same månadene i fjor. Det reduserte emisjonsvolumet skuldast hovudsakleg ein nedgang i bruttoemisjonen frå private bankar og ein kraftig reduksjon av volumet i kredittforetak og finansieringsselskap. Statsobligasjonane skil seg ut med ein auke på 38 prosent og utgjorde etter dei ti første månadene i år 41 prosent av det totale emisjonsvolumet.

Statsobligasjonslånet S466, som har seks år gjenstående løpetid, blei utvida med 5,0 milliardar kroner i september. Det kom inn bod på til saman 8,9 milliardar kroner, og den effektive renta blei 6,7 prosent.

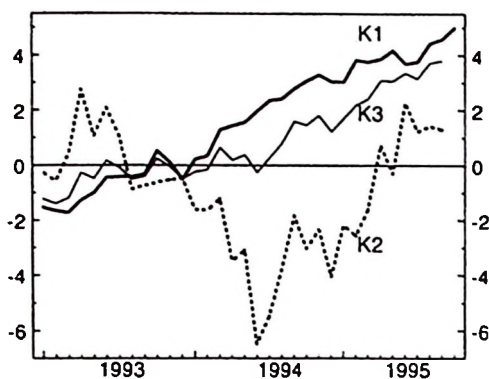
I november blei S466 utvida med ytterlegare 3,0 milliardar kroner. Det kom inn bod på til saman 9,2 milliardar kroner, og den effektive renta blei 6,0 prosent.

Eigarstruktur

Ved utgangen av september 1995 stod forsikringsselskapa som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på 38,5 prosent av ein samla marknadsverdi på 341,7 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og sikringsfonda til bankane) hadde ein eigardel på 21,5 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga hadde 11,6 prosent. Eigarfordelinga har vore relativt stabil dei siste åra, med ein viss auke for forsikringsselskapa og eit fall for bankane. I dei tre første kvartala i år var likevel forretnings- og sparebankane dei største nettokjøparane av obligasjonar, med 12,9 milliardar kroner. Forsikringsselskapa kjøpte netto for 9,3 milliardar kroner. Mellom nettoseljarane finn vi utlandet, som har redusert eigardelen sin frå 7,3 prosent i 1990 til 2,4 prosent ved utgangen av september i år. Hushalda hadde ein eigardel på 2,5 prosent.

Figur 5.1

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

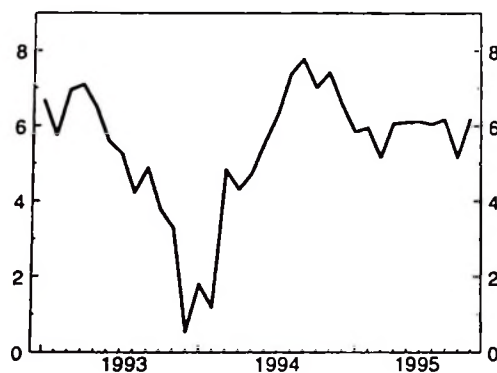


K1 = Kreditt til innanlandske kjelder
K2 = Kreditt til innanlandske kjelder
K3 = Samla kreditt

Kjelde: Noregs Bank

Figur 5.2

Vekst i publikums likviditet. Prosentvis vekst siste 12 månader



Kjelde: Noregs Bank

5 Publikums fordringar og gjeld

Kredittindikatorane

Kredittindikatoren K1, som viser delar av publikum (private og kommunar) si innanlandske bruttogjeld, auka med 5,0 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av oktober 1995. Tolvmånadersveksten (faktiske tal) for innanlandsk kreditt var i overkant av 42 milliardar kroner. Veksten har stort sett vore positiv og tiltakende sidan byrjinga av 1994. Den underliggjande vekstakten i kredittindikatoren, det vil seie veksten i gjennomsnittleg uteståande kreditt siste tre månader i forhold til føregåande tremånadersperiode, var 6,5 prosent ved utgangen av oktober, mot 4,6 prosent ved utgangen av september.

Tolvmånadersveksten i dei samla utlåna til dei private kredittinstitusjonane gjekk opp frå august til september. Veksten her har i omtrent tre år nesten kontinuerleg bidrege til auke i tolv-månadersveksten i innanlandsk kreditt. Dei private kredittinstitusjonane omfattar private bankar, Postbanken, private finansieringsselskaper og kredittforetak.

Publikum kan òg låne i valuta, anten som valutalån i norske bankar eller som direkte lån frå utlandet. Kredittindikatoren K2, som måler publikum si bruttogjeld til utlandet inklusive innanlandsk valutagjeld, auka med 1,3 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av september, tilsvarande i overkant av 3 milliardar kroner. Ved utgangen av august utgjorde den innanlandske valutagjelda til publikum omtrent 16 prosent av K2.

Summen av K1 og K2 auka med omtrent 42 milliardar kroner til 1128 milliardar kroner i tolv-månadersperioden fram til utgangen av september. Dette tilsvarer ein vekst på 3,8 prosent. Veksten i samla bruttogjeld for publikum er dermed framleis lågare enn veksten i innanlandsk kreditt, men vekstratane har nærma seg kvarandre.

Pengemengdeveksten

Publikums likviditet M2, det vil seie beholdninga av setlar, mynt og bankinnskott, auka med 6,2 prosent (eller omtrent 36 milliardar kroner) i tolv-månadersperioden fram til utgangen av oktober. Tolvmånadersveksten har vore stabil i år og har variert mellom 5,2 og 6,2 prosent. Den underliggjande vekstakten i pengemengda fall igjen i september, til vel 7 prosent. Dette var fjerde måned på rad med avtakande vekst, etter at den var vel 17 prosent i juni. Denne vekstakten har variert kraftig dei to siste åra.

Tilførsla av likviditet ved inntektsunderskottet til sentralmyndighetene var langt mindre dei sju første månadene i 1995 enn tilsvarande periode i fjor, mens tilførsla frå bankane var høgare i år. Også publikums netto kjøp av valuta frå bankane

Tabell 5.1 Endringar i publikum (private og kommunar) sine finansielle fordringar og gjeld. Milliardar kroner

1992	1. halvår				
	1993	1994	1994	1995	1995
1. Auke i fordringar	77	116	33	23	36
1.1 Innanlandske bankinnskott	34	-12	18	8	14
1.2 Andre innanlandske fordringar	69	67	13	11	9
1.3 Fordringar på utlandet	-6	-4	6	4	-1
1.4 Omvurdering av fordringspostar	-21	65	-4	0	15
2. Auke i gjeld	54	140	9	-6	34
2.1 Lånegjeld til innanlandske finansinstitusjonar	49	-16	15	-5	8
2.2 Anna innanlandsk gjeld	2	52	2	6	9
2.3 Gjeld til utlandet	17	8	-1	-5	6
2.4 Omvurdering av aksjegjeld	-18	67	15	1	16
2.5 Omvurdering av 4 andre gjeldspostar	29	-20	-4	-5	
3. Netto fordringsauke	23	-25	24	30	2
3.1 Bidrag fra finansinvesteringar	29	7	22	27	-2
3.2 Bidrag fra kursgevinst og andre omvurderingar	-7	-31	2	3	4
Memo:					
Netto fordringsauke utanom omvurdering av aksjegjeld	4	42	39	31	18

1) Omfattar private, statlige og kommunale foretak, samt hushald og kommuneforvaltning. Tala er delvis baserte på anslag.

Kjelde: Noregs Bank

var større og medverka til sterkare inndraging av likviditet. Totalt sett er endringa i pengemengda gjennom året på same nivå som i fjor, det vil seie omtrent 30 milliardar kroner (jf. tabell 24 a i tabelldelen bak i heftet).

Endringar i publikums finansielle fordringar og gjeld

Anslag på utviklinga i publikum sine finansielle fordringar og gjeld viser at den finansielle fordringsoppbygginga var markert lågare i første halvår 1995 enn i tilsvarende periode i fjor (tabell 5.1).

I første halvår 1994 var storparten av *netto fordringsauken* eit resultat av store positive netto finansinvesteringar (linje 3.1 i tabell 5.1). I same periode i år gir netto finansinvesteringar eit negativt bidrag på 2 milliardar kroner.

Bruttofordringsauken var på 36 milliardar kroner i første halvår 1995, som er ein auke samanlikna med same periode i 1994. Ein vesentleg del av denne fordringsveksten kan ein tilskrive kursgevinstar på verdipapir. Dersom vi ser bort frå dette, var den finansielle fordringsveksten i dei to periodane omtrent den same. Bruttogjelda til publikum auka med 34 milliardar kroner i første halvår 1995. Dersom vi korrigerer gjeldsveksten for kursendringar og andre omvurderingar, blir den redusert noko. Tala viser likevel at det var ein markert auke i publikum si innan- og utanlandske lånegjeld første halvår. Auken i nettofordringar er vurdert til 2 milliardar kroner i første halvår i år, mot 30 milliardar kroner i same periode i fjor. Desse tala gir likevel eit skeivt bilete av den reelle endringa i den finansielle fordringsposisjonen. Når vi korrigerer for omvurderinga av aksjegjeld, endar vi opp med omtrent ei halvering av netto fordringsveksten (nedste linje i tabell 5.1).

Hushalda sine netto finansinvesteringar fall igjen i andre kvartal i år etter ein oppgang i første kvartal. Sesongjusterte netto finansinvesteringar gjekk ned med 4,4 milliardar kroner til 1,5 milliardar kroner frå første til andre kvartal. Netto finansinvesteringar utgjorde 2,3 prosent av utrekna disponibel inntekt dei siste tolv månadene til og med andre kvartal 1995, mot 3,9 prosent i 1994. Nettofordringane til hushalda er utrekna til vel 177 milliardar kroner ved utgangen av første halvår 1995, og dette tilsvarer omtrent 36 prosent av disponibel inntekt. Burettslaga er flytta frå føretakssektoren til sektoren for hushald, og dette har ført til ei nedjustering av hushalda sine netto fordringar. Ved utrekninga av nettofordringsraten er det for disponibel inntekt nytta reviderte nasjonalrekneskapstal.

Kapitalrørsler og valutaeservane

Hittil i år (veke 45) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for i underkant av 5 milliardar kroner frå bankane. Sentralbanken har både kjøpt og selt valuta.

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

	1994	1995 ²⁾
A Noregs Banks netto sal av valuta til bankane		
1. Spot	-1	-4,9
2. Termin	0	0,0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-15	-15,6
1. Spot ³⁾	-11	-2,8
2. Termin ³⁾	-4	-12,9
C. Norske sektorar, utanom bankane	16	10,0
1. Spot ³⁾	0	12,2
2. Termin ³⁾	8	-6,5
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	8	4,2
D. Anna	-2	0,8
Memo. Valutaresevane	141,5 ⁴⁾	148,0 ⁵⁾

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

2) Veke 1-45 1995.

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

4) Utgangen av året.

5) Utgangen av oktober.

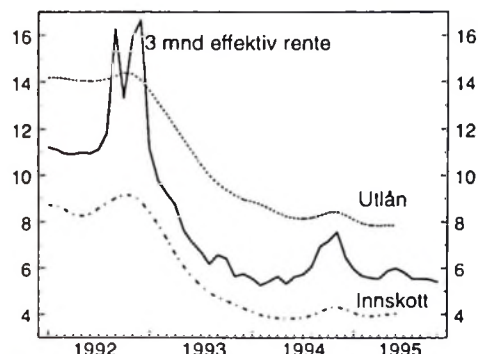
Kjelde: Noregs Bank

Dei internasjonale reservane var på 148,0 milliardar kroner ved slutten av oktober 1995. Valutaresevane har auka med vel 6,5 milliardar kroner sidan utgangen av 1994.

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane i 1994 og hittil i 1995. Motstykket til bankane sine sal av valuta til Noregs Bank, er kjøp av valuta tilsvarande 15,6 milliardar kroner frå utlandet parallelt med netto valutasal for omtrent 6 milliardar kroner til norske sektorar. I tillegg auka bankane sine valutaskyldnader overfor norske kundar med vel 4 milliardar kroner.

Figur 6.1

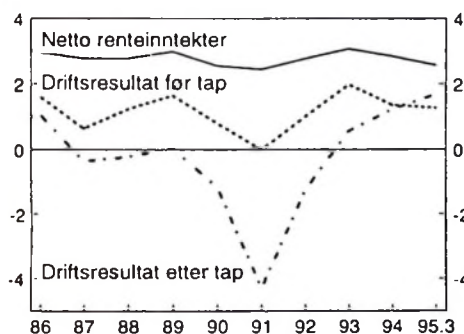
Bankane sine innskotts- og utlånsrenter og tremånaders pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 6.2

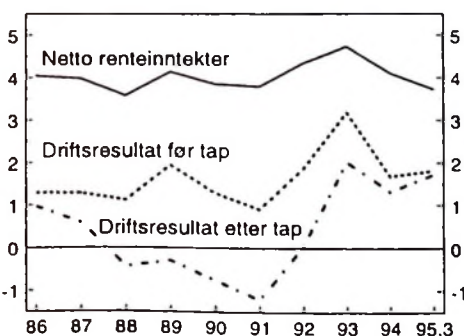
Hovudtal for resultatata til forretningsbankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital



Kjelde: Noregs Bank

Figur 6.3

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



Kjelde: Noregs Bank

6 Utviklinga i finansinstitusjonane

6.1 Bankane

Renteutviklinga

Bankane sine utlånsrenter har halde fram med fallet som starta ved årsskiftet etter ei svak stigning i fjerde kvartal i fjor. I tredje kvartal 1995 fall såleis utlånsrentene på betjente lån med 0,2 prosentpoeng til 7,7 prosent, og dei følgde dermed fallet i pengemarknadsrentene. Innskottsrenta blei likevel verande uendra på 4 prosent i tredje kvartal. Den har ikkje endra seg hittil i år. Rentemarginen til bankane fall dermed ytterlegare 0,2 prosentpoeng til 3,7 prosentpoeng. I løpet av dei siste tolv månadene fram til utgangen av september har utlånsrentene og rentemarginen falle med 0,5 prosentpoeng.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Samanlikna med resultatet for dei tre første kvartala i fjor har bankane¹ hatt ei markert betring i driftsresultatet etter tap. I forretningsbankane skuldast dette dei store negative tapa som blei bokførde i dei tre første kvartala i år.

Forretningsbankane kunne bokføre inntekter over tapskontoen på 0,42 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital (GFK). Dette forklarar ei resultatforbetring til 1,68 prosent av GFK etter dei ni første månadene i år, mot 1,32 prosent etter same periode i fjor. I sparebankane blei driftsresultatet etter tap betra med 0,57 prosentpoeng til 1,71 prosent av GFK. Dette skuldast både betra inntening og reduserte tap.

Driftsresultata til forretningsbankane før tap er hittil i år redusert til 1,26 prosent av GFK mot 1,39 prosent ved utgangen av tredje kvartal i fjor. Dette skuldast eit fall i rentenettoen på 0,34 prosentpoeng til 2,57 prosent av GFK og ein nedgang i valutakursgevinstar som samla ikkje blir kompensert av at fjorårets kurstap på verdipapir er snudd til ein kursgevinst. I sparebankane viser driftsresultatet før tap ei betring på 0,30 prosentpoeng til 1,81 prosent av GFK. Effekten av kurstap på verdipapir er snudd til ein kursgevinst som meir enn kompenserer svekkinga i rentenettoen på 0,43 prosentpoeng til 3,73 prosent av GFK.

I begge bankgruppene var GFK høgare ved utgangen av tredje kvartal i år enn ved utgangen av tredje kvartal i fjor. I forretningsbankane auka GFK med 3,9 prosent til 375,7 milliardar. For sparebankane var dei tilsvarande tala 7,4 prosent og 225,2 milliardar kroner.

¹ Tala som blir brukte er for morbankar ekskl. forretningsbankar som blei omdanna til utanlandskeigd filial i 1994. For sparebankane omfattar tala dei 30 største.

Kapitaldekninga er blitt redusert i bankane over dei siste tolv månadene fram til utgangen av tredje kvartal. I forretningsbankane fall den frå 11,6 prosent til 10,8 prosent og i sparebankane frå 14,2 prosent til 13,6 prosent. For begge bankgruppene skuldast svekkinga både auke i berekningsgrunnlaget og at berre $\frac{1}{3}$ av dei uspesifiserte tapsavsetningane kan reknast med i kapitaldekninga i år, mot $\frac{2}{3}$ i fjor.

6.2 Andre finansinstitusjonar

Renteutviklinga

Kredittføretaka sine utlånsrenter fall med 0,3 prosentpoeng til 7,7 prosent i tredje kvartal. Selskapa har redusert rentene kvartal for kvartal sidan årsskiftet. Utlånsrentene til livselskapa, som gjekk ned med 0,1 prosentpoeng i første halvår i år, fall med ytterlegare 0,1 prosentpoeng til 6,7 prosent i tredje kvartal.

Resultatutvikling og kapitaldekning

Kredittføretaka hadde eit noko betre resultat etter tap ved utgangen av tredje kvartal i år enn ved utgangen av tredje kvartal i fjor, mens finansieringsselskapa hadde eit svakare resultat.

I kredittføretaka steig driftsresultatet etter tap frå 0,80 prosent til 0,88 prosent av GFK til trass for eit fall i rentenettoen på 0,18 prosentpoeng til 0,99 prosent av GFK. Svekkinga i rentenettoen blei meir enn utlikna av ein auke i driftsinntektene (kurstapa frå fjoråret på verdipapirporteføljen blei snudd til kursgevinst i år) og ein reduksjon i driftskostnadene. Kredittføretaka bokførte netto negative tap.

Finansieringsselskapa sine resultattal for dei tre første kvartal i år er markert svakare enn i same periode i fjor. Driftsresultatet etter tap fall frå 3,38 prosent til 2,77 prosent av GFK. Dette skuldast i hovudsak ein reduksjon i rentenettoen på 1,06 prosentpoeng til 5,90 prosent av GFK.

Kredittføretaka er den gruppa finansinstitusjonar som dei seinare åra har hatt den største nedgangen i forvaltningskapitalen. GFK har dei siste tolv månadene falle med 5,2 prosentpoeng og var ved utgangen av tredje kvartal 103,9 milliardar kroner. Finansieringsselskapa har derimot hatt ein markert vekst det siste året: GFK auka med 22,3 prosent og var ved utgangen av tredje kvartal på 25,4 milliardar kroner.

I kredittføretaka auka kapitaldekninga frå 18,1 prosent ved utgangen av tredje kvartal i fjor til 20,0 prosent ved utgangen av tredje kvartal i år. I finansieringsselskapa fall kapitaldekninga frå 14,7 til 13,3 prosent, noko som i hovudsak skuldast auken i berekningsgrunnlaget og reduksjonen i den delen av dei uspesifiserte tapsavsetningane som tel med.

Utviklingen i norsk økonomi fram mot århundreskiftet

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi er fortsatt sterk og etterspørselsveksten ventes å bli høy også i 1996. BNP for Fastlands-Norge anslås å øke med $3\frac{1}{4}$ prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. Dette bekrefter det bildet vi gav i Penger og Kreditt 1995/2 av et markert konjunkturforløp for norsk økonomi. For årene 1997–99 regner vi med at produksjonsveksten avtar til omkring 2 prosent.

Vi har lagt til grunn det reviderte finanspolitiske opplegget for 1996 som regjeringen la fram i salderingsproposisjonen. For årene 1997–99 har vi forutsatt en reell vekst i offentlige utgifter på 1 prosent årlig og uendrede skattesatser. Våre anslag for øvrig bygger på de erfaringer vi har for hvordan økonomien virker under og etter en konjunkturoppgang. Med dette utgangspunktet tegner vi i «referansebanen» et bilde av norsk økonomi hvor den økonomiske veksten gradvis avdempes etter sterk vekst i fjor og i år. Selv om konjunkturoppgangen flater ut, er det lite sannsynlig at vi står foran dramatiske fall i aktiviteten, slik vi så etter forrige konjunkturoppgang. Også internasjonalt venter vi avdempet vekst og dermed noe lavere etterspørselsimpulser til norsk økonomi enn tidligere antatt.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til lønnsutviklingen. Erfaringsmessig vil lønnsveksten ta seg opp i den delen av konjunkturforløpet vi nå er inne i. Vi venter at samlet årslønnsvekst øker fra om lag $3\frac{1}{4}$ prosent i år til $3\frac{3}{4}$ prosent i 1996. På bakgrunn av historiske erfaringer har vi i «referansebanen» lagt til grunn at lønnsveksten kan ta seg ytterligere noe opp i årene etter og dermed bli liggende litt høyere enn hos handelspartnerne.

Usikre anslag viser at produktivitsveksten i norsk industri er svakere enn hos handelspartnerne, og at vi kan stå foran en periode hvor konkurransevnen svekkes med rundt 1 prosent årlig. Selv om det er vanskelig å vurdere endringer i den kostnadsmessige konkurransevnen fra år til år, må en eventuell svekkelse av konkurransevnen sees i lys av målet i «solidaritetsalternativet» om å styrke konkurransevnen med ti prosent over en femårsperiode.

«Referansebanen» er bare ett av flere mulige – og sannsynlige – forløp for utviklingen i norsk økonomi. Utviklingen de siste årene har vist at lav lønns- og kostnadsvekst gjør det mulig å få til både høy vekst i sysselsettingen og en betydelig vekst i husholdningenes realdisponible inntekt. Dette kan tale for at «solidaritetsalternativet» fortsatt vil få gjennomslag, og at lønnsveksten dermed fortsatt blir lavere enn hos våre handelspartnere. Beregningene i denne rapporten tyder på at en slik utvikling vil gi høyere sysselsettingsvekst og lavere ledighet gjennom fremskrivningsperioden enn i «referansebanen». Betingelsene for videre vekst vil også være bedret.

De langsiktige utfordringene i statens finanser, med avtakende oljeinntekter og økende pensjonsutgifter, tilsier en finanspolitisk innstramming i årene som kommer. Dette bør først og fremst skje i perioder med sterk vekst i økonomien. På bakgrunn av finanspolitikens rolle i konjunkturstyringen, kan det være naturlig å vurdere en ytterligere innstramming dersom det skulle vise seg at lønns- og kostnadsveksten blir sterkere enn det som er lagt til grunn i budsjettdokumentene for 1996. Som en illustrasjon har vi sett på virkningene av en finanspolitisk innstramming i størrelse 1 prosent av BNP fordelt på 1996 og 1997, sammen med en utsettelse av offentlige investeringer. Dette vil være et viktig bidrag til å styrke statens finanser. En slik innstramming vil samtidig bidra til å holde en lav pris- og kostnadsvekst, og gi et bedre grunnlag for sysselsettingsvekst og en mer varig nedgang i ledigheten. En videreføring av «solidaritetsalternativet» og fortsatt lav lønnsvekst vil innebære at den finanspolitiske tilpasningen kan tas mer gradvis, med moderate virkninger på den økonomiske aktiviteten.

1. Fremskrivninger for 1995–99 ¹⁾

Mens vi i Norges Banks inflasjonsrapport sikter mot å gi et bilde av inflasjonsutviklingen de nærmeste 12–18 månedene, forsøker vi i denne rapporten å trekke opp et perspektiv fram til århundreskiftet. Som hjelpemiddel ved fremskrivningene har vi benyttet Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. En modell kan selvsagt ikke gi noen fullgod beskrivelse av hvordan et lands økonomi fungerer. Dels vil det være usikkerhet knyttet til utviklingen i sentrale størrelser som modellen ikke fanger opp, og dels kan det ha skjedd strukturelle endringer i deler av økonomien som gjør at modellen blir mindre relevant. Et eksempel på dette kan være lønnsdannelsen, som kan være varig endret gjennom solidaritetlinjen i inntektspolitikken. Vi har valgt å korrigere enkelte variable i modellen, og disse korreksjonene omtales underveis.

Fremskrivningene bekrefter den markerte konjunkturoppgangen vi skisserte i Penger og Kreditt 1995/2. Konjunkturoppgangen som begynte i 1992 har vært sterk også i år, særlig drevet av kraftig investeringsvekst og fortsatt sterk vekst i privat konsum. Veksten gjennom 1995 har vært noe sterkere enn det vi tidligere har antatt, og vi venter fortsatt høy aktivitet neste år. De løpende konjunkturindikatorerne antyder imidlertid en viss avdemping av veksttakten i økonomien.

Vi venter en noe svakere konjunkturutvikling i perioden 1997–99. Dette må sees på bakgrunn av økende sparerate i husholdningene, en utflating av bedriftsinvesteringene og noe svakere eksportvekst enn tidligere antatt. Erfaringsmessig står norsk eksport for leveranser tidlig i en internasjonal konjunkturoppgang, og det er klare tegn til en utflating i eksporten av tradisjonelle industrivarer. Selv om fortsatt moderat vekst hos handelspartnerne vil bidra til at etterspørselen etter norske varer og tjenester holder seg relativt høy, blir det

¹⁾ Hovedrevisjonen i nasjonalregnskapet har medført enkelte definisjonsendringer. De nye kvartalstallene finnes bare tilbake til 1993, slik at en ny tallfesting av sammenhengene i økonomien basert på de nye definisjonene ennå ikke har vært mulig. Disse beregningene er derfor basert på det gamle nasjonalregnskapet slik det foreligger til og med 1994, og tilpasset det nye nasjonalregnskapet ved aggregering av resultater fra de ulike sektorene. Dette har skapt større usikkerhet enn vanlig i fremskrivningene.

vanskelig å opprettholde markedsandelene for norsk eksport. En svekkelse av industriens konkurranseevne gjennom perioden vil kunne forsterke dette problemet.

Til tross for redusert eksportvekst, vil driftsoverskuddet overfor utlandet trolig øke betydelig i fremskrivningsperioden. Mens handelsbalansen for tradisjonelle varer svekkes med om lag 15 milliarder kroner fra 1995 til 1999, vil en kraftig økning i oljeproduksjonen de kommende årene føre til at driftsbalansen styrkes med 30–35 milliarder kroner i samme periode. Denne økningen er mindre enn vi tidligere har anslått, dels som følge av lavere eksportanslag og dels ved at rente- og stønadsunderskuddet er oppjustert i det nye nasjonalregnskapet. Prognosene for oljeproduksjonen er noe oppjustert, men dette mer enn motvirkes av at anslaget for oljeprisen er redusert fra 118 til 105 1996-kroner pr fat gjennom perioden. Driftsoverskuddet vil avleire seg som økte netto fordringer på utlandet, blant annet ved nedbetaling av lån fra utenlandske oljeselskaper, og ved plasseringer fra Statens petroleumsfond.

Hovedtrekkene i fremskrivningene er:

- Det ventes en moderat vekst i handelspartnerens BNP på om lag $2\frac{1}{2}$ prosent pr år som gjennomsnitt for perioden 1996–99.
- Med en lønnsdannelse i tråd med historiske erfaringer vil årslønnsveksten kunne øke fra $3\frac{1}{4}$ prosent i år til $3\frac{3}{4}$ prosent i 1996, med ytterligere noen økning i årene etter. Sammen med en relativt svak produktivtetsvekst kan denne utviklingen gi en svekkelse av industriens konkurranseevne på rundt 6 prosent i perioden 1995–99. Anslaget for produktivtetsveksten er imidlertid usikkert, blant annet i lys av det høye investeringsnivået i industrien. En produktivtetsvekst på linje med handelspartnerne vil med den angitte lønnsveksten gi en mer moderat svekkelse av konkurranseevnen på rundt 3 prosent i samme periode.
- Veksten i BNP for Fastlands-Norge ventes å bli $3\frac{1}{4}$ prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent neste år. I referansebanen avtar veksten deretter til 2 prosent årlig i siste del av perioden. Av etterspørselskomponentene vil privat konsum bidra til avdempet etterspørselsvekst

med en økning på $3\frac{1}{4}$ prosent i år og $2\frac{3}{4}$ prosent neste år, før veksten avtar til om lag 2 prosent. Samtidig vil bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge etter hvert flate ut og avta noe etter en vekst på drøyt 20 prosent i år. Eksporten av tradisjonelle varer vokser med $4\frac{1}{4}$ prosent pr år som gjennomsnitt for perioden, men veksten avtar noe mot slutten. Oljeinvesteringene vil gi et negativt bidrag til etterspørselen perioden sett under ett, men den fallende trenden brytes av en økning i årene 1997 og 98. Økningen er knyttet til forsering av enkelte prosjekter og investeringer for å øke produksjonen i eksisterende oljefelt.

- Sysselsettingen øker i fremskrivningene med om lag 40 000 personer i år og om lag 70 000 personer i perioden 1996–99 samlet, eller drøyt $\frac{3}{4}$ prosent pr år. Samtidig vil yrkesdeltakelsen øke med om lag 35 000 personer i år og om lag 45 000 personer samlet i resten av perioden. Med et slikt bilde vil arbeidsledigheten avta til litt under 4 prosent.

Fremskrivningene bygger på to tekniske forutsetninger om pengepolitikken. Gjennomsnittlig effektiv valutakurs de siste tre måneder er holdt uendret ut fremskrivningsperioden. Dette gir en appresiering i den effektive valutakursen på $2\frac{1}{2}$ prosent i år og $\frac{1}{4}$ prosent neste år. Det er videre forutsatt at dagens rentedifferanser overfor ECU er forenlig med en stabil utvikling for kronkursen.

For finanspolitikken har vi tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som er skissert i salderingsproposisjonen for 1996. Dette innebærer at statsbudsjettets underliggende utgifter reelt sett blir uendret i 1996. For perioden 1997–99 er det lagt til grunn en reell vekst i disse utgiftene på om lag 1 prosent pr år. Skatte- og avgiftssatser er forutsatt uendret fra 1996 gjennom hele perioden. Dette svarer til forutsetningene i de mellomlang-siktige fremskrivningene presentert i Nasjonalbudsjettet, og innebærer at statsbudsjettets oljekorrigerte underskudd holdes om lag uendret.

På kort og mellomlang sikt er det i stor grad etterspørselsutviklingen som bestemmer den økonomiske aktiviteten. Utviklingen i økono-

mien vil derfor i vår fremskrivningshorisont i stor grad styres av etterspørselskomponentene, og disse omtales i punkt 2.

Hvor raskt økonomien kan vokse, vil imidlertid også være påvirket av bedriftenes tilpassing og utviklingen i arbeidsmarkedet. Dersom denne «tilbudssiden» i økonomien ikke klarer å møte veksten i etterspørselen, kan dette utløse pressproblemer som gir tiltakende lønns- og prisvekst. I punkt 3 omtaler vi samspillet mellom tilbuds- og etterspørselssiden ved å se nærmere på hvilke forhold som kan føre til økende pris- og kostnadsvekst i økonomien.

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

	1994	1995	1996	1997–99 ¹⁾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,8	$4\frac{1}{2}$	$3\frac{1}{2}$	$1\frac{1}{4}$
Privat konsum	4,6	$3\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$	2
Offentlig konsum	1,1	$\frac{3}{4}$	$1\frac{1}{4}$	$1\frac{1}{2}$
Realinvesteringer Fastlands-Norge	12,0	16	8	$\frac{3}{4}$
Påløpte oljeinvesteringer	-7,7	$-8\frac{1}{4}$	-9	$2\frac{1}{2}$
Eksport	8,5	5	$7\frac{1}{4}$	$3\frac{1}{4}$
Hervav:				
Olje, gass og rørtransport	11,6	9	$14\frac{1}{2}$	$2\frac{1}{4}$
Tradisjonelle varer	13,3	$4\frac{1}{4}$	$4\frac{1}{4}$	$4\frac{1}{4}$
Import	6,6	$4\frac{1}{2}$	4	3
Tradisjonelle varer	15,0	$9\frac{1}{4}$	$4\frac{1}{4}$	$3\frac{1}{4}$
BNP	5,7	4	4	2
BNP, Fastlands-Norge	4,8	$3\frac{1}{4}$	$2\frac{1}{4}$	2
Memo:				
AKU-ledighet, årsgjennomsnitt	5,4	5	$4\frac{1}{2}$	$3\frac{3}{4}$ ²⁾
Sysselsetting, prosentvis vekst	1,5	2	$1\frac{1}{2}$	$\frac{3}{4}$
Driftsbalanse, milliarder kroner	21,1	33	44	66 ²⁾
Konsumprisvekst, årsgjennomsnitt	1,4	$2\frac{1}{2}$	2	$2\frac{1}{4}$

¹⁾ Gjennomsnittlig årlig vekst

²⁾ Ved utgangen av perioden

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

2. Etterspørselsbildet i fremskrivningene

2.1 Internasjonale rammebetingelser

Konjunkturbildet i industrilandene er blandet. I USA er en langvarig oppgang blitt ledet over i en «myk landing», med en veksttakt i nærheten av økonomiens langsiktige vekstpotensia-

le. I Japan har den svake oppgangen stanset opp. I Europa er det nå tegn til at konjunktur-oppgangen avdempes.

Den sterke økningen i de langsiktige rentene i 1994 er i betydelig grad reversert inneværende år. Samtidig er kursbevegelsene mellom hovedvalutaene – amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen – tidligere på året også snudd. Depresieringen av japanske yen ventes å bidra til et visst økonomisk oppsving i Japan gjennom 1996.

I USA kan fjorårets tilstramming i pengepolitikken og lavt inflasjonspress gi rom for en omlegging av pengepolitikken i ekspansiv retning dersom den økonomiske utviklingen blir svak. Det knytter seg noe større usikkerhet til utviklingen i Vest-Europa og Japan.

I Vest-Europa er stivhetene i arbeidsmarkedet trolig en medvirkende årsak til at konjunkturoppgangen gir så liten vekst i sysselsettingen. Samtidig står mange av landene overfor høy offentlig gjeld og store budsjettunderskudd, som gjør det nødvendig med en tilstramming i finanspolitikken i årene fremover. Tilpasningen til kravene for offentlige budsjetter og gjeld i Maastricht-traktaten vil også medvirke til at det blir ført en stram finanspolitikk. Det knytter seg usikkerhet til prosessen fram mot etableringen av en felles valuta innenfor EU. Usikkerheten om hvilke land som vil tilfredsstille kravene til deltakelse, kan bidra til valuta- og renteuuro i årene som kommer, slik vi har sett tendenser til de siste månedene. En innstramming i finanspolitikken vil ha en dempende effekt på etterspørselen, men kan bidra til lavere rentenivå og større valutastabilitet gjennom å øke tilliten til prosessen fram mot en felles valuta. Den siste tiden er det kommet indikatorer som peker i retning av en ytterligere avdemping av veksten i tysk økonomi. Også i Frankrike er det økende fare for betydelig lavere vekst enn tidligere antatt. Det er derfor en mulighet for at veksten i Europa kan bli noe svakere enn vi har lagt til grunn.

Forholdene skulle nå ligge til rette for et visst økonomisk oppsving i Japan. Vårens appresiering av japanske yen er reversert, og finanspolitikken er nylig gjort ytterligere ekspansiv. Samtidig er både kortsiktige og langsiktige realrenter kommet ned på et lavt nivå.

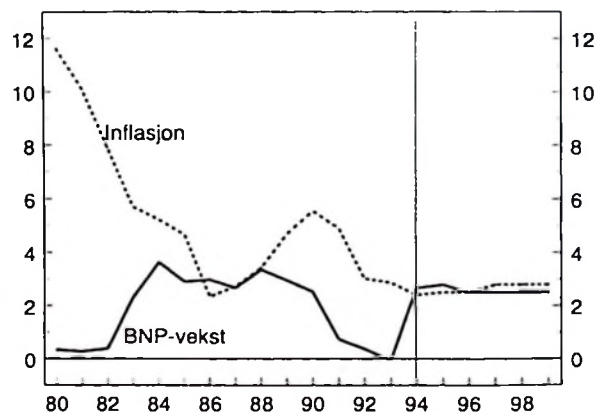
Oppgangen i økonomien kan imidlertid bli skjøvet ut i tid dersom japanske yen styrker seg på nytt eller om problemene i Japans finanssektor ikke blir løst.

For våre handelspartnere økte BNP med 3,1 prosent i 1994, og vi venter en vekst på 2³/₄ prosent i inneværende år. Mens de store landene bidrar til å trekke veksten for handelspartnerne ned, er utviklingen i Norden mer positiv enn for gjennomsnittet. I Finland ventes en vekst på om lag 5 prosent i 1995, og både i Sverige og Danmark ventes nå en vekst på i overkant av 3 prosent.

Det er lagt til grunn at veksten for handelspartnerne blir om lag 2¹/₂ prosent som et årlig gjennomsnitt resten av fremskrivningsperioden. Land som ligger langt fremme i konjunkturutviklingen forventes å komme ned i en veksttakt mer i tråd med det langsiktige vekstpotensialet. Det er samtidig rom for at veksten tiltar noe i land som ligger etter i konjunkturutviklingen. Muligheten for en fortsatt lav vekst og eventuelt et omslag til en mer markert lavkonjunktur i Kontinental-Europa er imidlertid trolig større en tidligere antatt.

Prisveksten internasjonalt er nede på 1960-tallsnivå, og det underliggende inflasjonspress-

Figur 1.1 BNP og inflasjon blant våre handelspartnere. Prosentvis vekst fra foregående år



Inflasjonen hos handelspartnerne falt sterkt først på 1980-tallet, men den påfølgende konjunkturoppgangen bidrog til at inflasjonen igjen økte. I forbindelse med denne konjunkturoppgangen venter vi imidlertid at prisveksten de neste årene vil holde seg lav og relativt stabil. Dette har bakgrunn i at den internasjonale høykonjunktoren er svakere enn på 1980-tallet, og at en internasjonalt i større grad enn tidligere har erkjent behovet for å holde prisveksten lav.

set er lavt i de aller fleste industriland. Vi venter at konsumprisveksten for handelspartnerne blir på 2½ prosent i år og neste år, og 2¾ prosent i årene 1997–99.

2.2 Husholdningenes tilpasning

Den årlige veksten i privat konsum anslås til 2 prosent i årene 1997–99. Dette innebærer en avdemping i forhold til den sterke forbruksveksten i inneværende år og den anslåtte veksten på 2¾ prosent neste år, jf figur 2.

Konsumveksten har de siste to årene vært sterkere enn veksten i husholdningenes disponible inntekt. Veksten har vært særlig sterk for kjøp av varige forbruksgoder som biler, hvitevarer og møbler. Det kan derfor se ut til at det fortsatt gjør seg gjeldende gjeninnhentingseffekter etter det lave nivået på kjøp av varige forbruksgoder på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Konsumveksten må sees på bakgrunn av rentefallet i 1993, som har redusert husholdningenes renteutgifter og medvirket til økte boligpriser. Økte boligpriser har igjen bedret husholdningenes formuesposisjon og medvirket til at forbruket har kunnet øke sterkere enn husholdningenes inntekter. Husholdningenes sparing er således redusert de to siste årene. Dersom kjøp av varige forbruksgoder som biler, hvitevarer og møbler inkluderes i sparebegrepet, er imidlertid reduksjonen i sparingen betydelig mindre.

Vi antar at forbruksveksten fra og med neste år vil bli på nivå med eller noe svakere enn veksten i husholdningenes inntekter. Dette innebærer at husholdningenes sparing tar seg opp fra 5¾ prosent i 1995 og 1996 til nesten 7 prosent mot slutten av fremskrivningsperioden. Husholdningenes sparing i realkapital tar seg ventelig noe opp i de to første årene, hovedsakelig på grunn av økte boliginvesteringer. Som andel av husholdningenes disponible realinntekt vil likevel sparingen i boliger ligge på et betydelig lavere nivå enn på 1980-tallet. Husholdningenes finanssparing forutsettes å holde seg positiv gjennom hele perioden, slik at husholdningenes netto finansformue stabiliseres som andel av disponibel inntekt, jf figur 4 og 5.

I vår referansebane vil husholdningenes disponible inntekter øke relativt sterkt i perio-

den 1996–99. Økningen skyldes i hovedsak høyere lønnsinntekter som følge av noe høyere lønnsvekst og høyere sysselsetting. Vi antar også at husholdningenes driftsinntekter fra næringsvirksomhet vil bidra positivt til inntektsveksten gjennom perioden. Samlet innebærer anslagene en vekst i husholdningenes realdisponible inntekter på om lag 2½ prosent årlig i perioden 1996–99, jf tabell 2.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen i husholdningenes atferd fremover. Momenter som trekker i retning av lavere forbruksvekst og høyere sparing enn i referansebanen er:

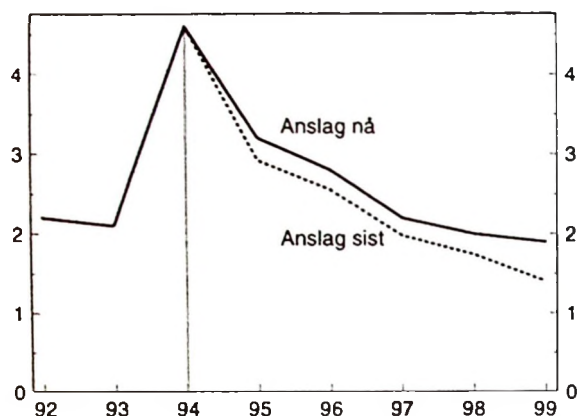
- Den sterke forbruksveksten de to siste årene kan for en stor del settes i sammenheng med nedgangen i det generelle rentenivået og husholdningenes behov for å fornye ulike varige forbruksgoder. Dersom disse effektene nå er uttømt, kan konsumveksten bli noe lavere enn vi har lagt til grunn fremover.
- Den demografiske utviklingen, med en stadig større andel pensjonister i befolkningen fra rundt år 2010, kan være en bakgrunn for høy samlet privat sparing i dag. Blant annet kan dagens yrkesaktive ønske et høyere forbruk i sin pensjonisttilværelse enn det eksisterende pensjonsordninger innebærer, og dermed øke sin sparing nå mer enn vi har forutsatt.

Det er også momenter som trekker i retning av høyere forbruksvekst:

- Vi har lagt til grunn at både husholdningene og bankene har trukket lærdom fra den kredittfinansierte forbruksveksten på 1980-tallet og den påfølgende innstrammingen. Det kan imidlertid ikke utelukkes at husholdningene vil øke sin låneetterspørsel sterkere enn vi ser for oss, og at bankene samtidig er villige til å øke utlånsvolumet.
- Veksten i boligprisene ventes å bli moderat fremover. Dersom boligprisveksten og dermed boligformuen blir høyere enn vi har antatt, vil forbruksveksten kunne tilta.

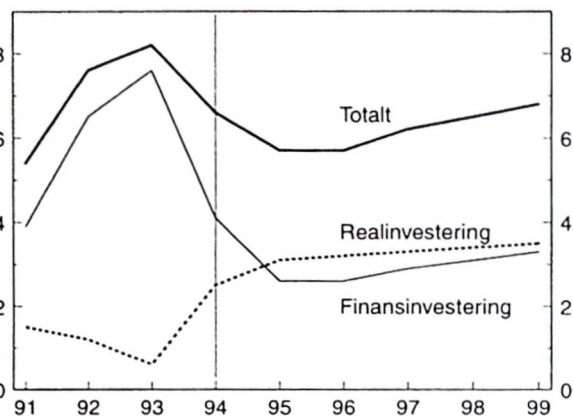
Figur 2 – 5 Husholdningenes tilpasning

Figur 2 Privat konsum. Prosentvis vekst fra foregående år



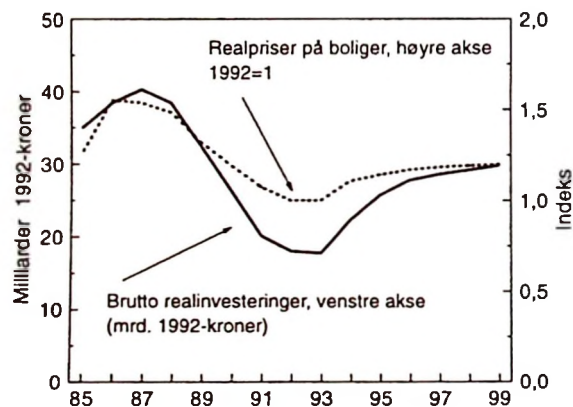
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4 Sparingen fordelt på real- og finansinvesteringer. Prosent av disponibel inntekt



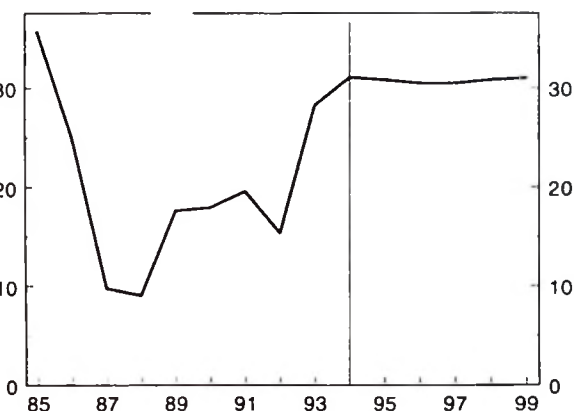
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Boligmarkedet, realinvesteringer og realpriser



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5. Husholdningenes netto finansformue. Prosent av disponibel inntekt.



Kilde: Norges Bank

Veksten i privat konsum ser ut til å ha nådd toppen i 1994 med en vekst på 4,6 prosent. Vi anslår at veksten vil avta til 3¼ prosent i år, 2¾ prosent i 1996, og videre ned til 2 prosent mot slutten av perioden (figur 2). Vi har antatt at boligprisene vil øke noe sterkere enn den generelle prisveksten gjennom fremskrivningsperioden. Boliginvesteringene har vært høye de to siste årene. Vi venter at veksten i boliginvesteringene avdempes i fremskrivningsperioden (figur 3). Høye boliginvesteringer fører til at husholdningenes realsparing tar seg noe opp i begynnelsen av fremskrivningsperioden. Konsumveksten i fremskrivningsperioden anslås å ligge noe lavere enn veksten i husholdningenes realdisponible inntekt. Spareraten tar seg derfor opp mot 7 prosent mot slutten av perioden (figur 4). Husholdningenes finanssparing tar seg noe opp fra og med 1997, og netto finansformuen stabiliseres i fremskrivningsperioden målt som andel av disponibel inntekt (figur 5).

Tabell 2. Husholdningenes tilpasning

	1994	1995	1996	Gjennomsnitt 1997-99
Prosentvis vekst i:				
Privat konsum	4,6	3 ¹ / ₄	2 ¹ / ₄	2
Disponibel realinntekt	2,8	2 ¹ / ₄	2 ¹ / ₄	2 ¹ / ₂
Herav bidrag fra:				
–Reallønn	3,0	1 ¹ / ₄	2 ¹ / ₂	2
–Stønader fra det offentlige	0,2	¹ / ₄	¹ / ₄	¹ / ₄
–Skatter	-1,4	- ¹ / ₄	-1	- ¹ / ₄
–Netto renteinntekter	0,4	0	- ¹ / ₄	0
Andel av disponibel inntekt:				
Netto realinvesteringer	2,5	3	3 ¹ / ₄	3 ¹ / ₂
Netto finansinvesteringer	4,1	2 ¹ / ₄	2 ¹ / ₂	3
Sparing ¹⁾	6,6	5 ¹ / ₄	5 ¹ / ₄	6 ¹ / ₂

¹⁾ Spårningen er i samsvar med nasjonalregnskapets tall. Finansinvesteringene er residualt bestemt ut fra anslag på husholdningenes netto realinvesteringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2.3 Boligmarkedet

Fallet i det generelle rentenivået i 1993 og 1994 stimulerte til betydelig økte boligpriser og høyere boliginvesteringer, særlig i 1994. Effekten fra rentenedgangen kan nå være i ferd med å bli uttømt, og vi har som en teknisk forutsetning lagt til grunn en stabil utvikling i rentene fremover. Som følge av veksten i husholdningenes inntekter venter vi at etterspørselen etter boliger vil holde seg oppe. Vi anslår at realprisene på boliger øker med 4–4¹/₂ prosent i år og deretter flater ut gjennom fremskrivningsperioden. En slik utvikling innebærer at prisene på brukte boliger i 1999 vil ligge nesten 30 prosent høyere enn på det laveste i 1992, men om lag 20 prosent lavere enn i toppåret 1987.

Prisøkningen på bruktboliger de tre siste årene har ført til at kostnadene ved å bygge nytt relativt sett er blitt lavere. Dette gjenspeiles i sterk vekst i boliginvesteringene. I fremskrivningsperioden ventes en mer moderat boligprisutvikling. Vi antar derfor at veksten i boliginvesteringene gradvis vil flate ut. Vi anslår en investeringsvekst på 15 prosent i 1995 og 8 prosent i 1996, før veksten reduseres til rundt 2 prosent årlig mot slutten av perioden, jf figur 3. Et slikt forløp innebærer en igang-

setting på om lag 21 500 boliger årlig i prognoseperioden. Vi legger også til grunn en viss økning i gjennomsnittlig boligstørrelse.

2.4 Bedriftenes investeringer

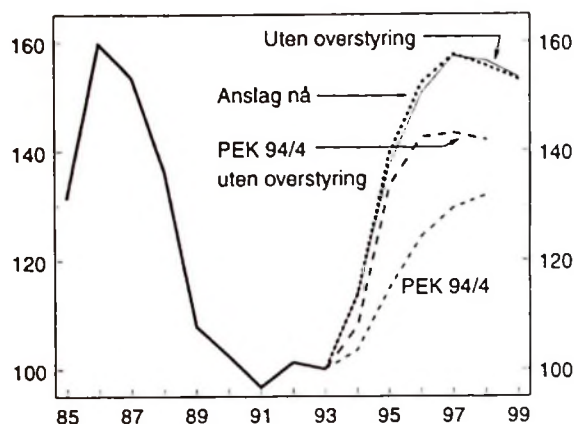
Etter flere år med lav vekst og nedbygging av produksjonskapasiteten fra slutten av 1980-tallet, begynte bedriftsinvesteringene å ta seg opp i 1994. Rentefallet året før, gunstig lønnsomhetsutvikling og høy etterspørsel har gitt en kraftig investeringsvekst i bedriftene. Store offentlige utbyggingsprosjekter som hovedflyplass på Gardermoen, metanolfabrikk på Tjeldbergodden og nytt Rikshospital bidrar til å forsterke veksten ytterligere. Investeringsveksten i industri, bygg og anlegg ventes i år å bli enda høyere enn vi så i noe enkelt år på 1980-tallet. Mens investeringsveksten ofte har begynt noe tidligere i konjunkturforløpet, bidrar investeringene denne gang til at konjunkturoppgangen strekker seg lenger ut i tid. For investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge venter vi en vekst på drøyt 20 prosent i år og 10 prosent neste år, mens investeringene faller svakt mot slutten av perioden, jf figur 6.

Med den kraftige investeringsveksten i år, særlig innenfor industri, bygg og anlegg, er investeringsratene (investeringene i forhold til bruttoproduktet) kommet opp på et vesentlig høyere nivå enn de siste årene, men er fortsatt lavere enn under forrige konjunkturoppgang, jf figur 7. Det er grunn til å tro at bedriftene har trukket lærdom fra overinvesteringene den gang, slik at investeringsratene denne gang ikke vil nå opp mot nivået på 1980-tallet. Effektene av skattereformen trekker i samme retning, ettersom reformen bidro til høyere avkastningskrav på investeringer.

Selv om veksten i økonomien ventes å bli mindre i årene som kommer, vil aktivitetsnivået fortsatt være høyt. Det er derfor grunn til å tro at industriinvesteringene vil stabilisere seg på et relativt høyt nivå, men avta noe når etterspørselen avmattes. Vi venter en vekst på 35–40 prosent i år, 5 prosent neste år og deretter et svakt fall i investeringene mot slutten av perioden. Mens investeringsveksten i begynnelsen av konjunkturoppgangen i særlig grad var knyttet til maskiner, økte også bygningsinvesteringene gjennom fjoråret. Dette kan tol-

Figur 6-7. Bedriftenes tilpasning

Figur 6. Investeringer i bedrifter, Fastlands-Norge. Indeks 1993=100



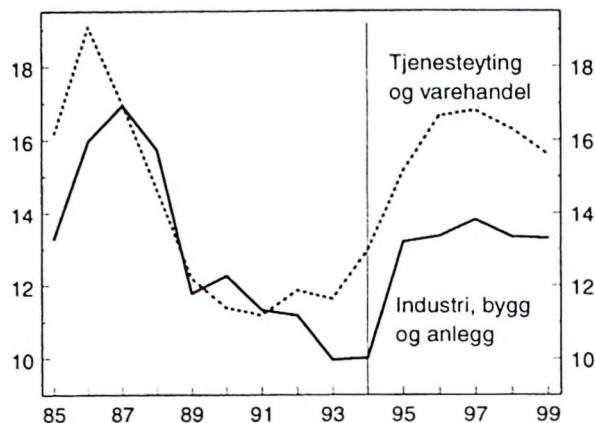
Bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge er lite overstyrt i disse fremskrivningene. En liten oppjustering i begynnelsen av perioden og en viss nedjustering de siste årene har sammenheng med innfasing og ferdigstilling av en del store investeringsprosjekter som ny hovedflyplass på Gardermoen og metanolfabrikk på Tjeldbergodden. I Penger og Kreditt 1994/4 viste vi en figur som illustrerte vår behandling av RIMINI-modellens investeringsrelasjoner for et år siden. Vi har satt denne figuren sammen med en tilsvarende illustrasjon fra fremskrivningene nå. Figuren viser at dersom vi hadde holdt oss til modellen, ville vi fått et bilde av investeringene i 1994 og 1995 som lå svært nær det bildet vi nå tegner. Denne gangen er våre vurderinger mer i samsvar med modellens anslag for investeringene.

kes som at investeringene i industrien for tiden både er kapitalfordypende og kapasitetsutvidende. Selv om det er innslag av gjeninnhentingseffekter etter flere år med svært lave investeringer, kan dette være et tegn på forventninger om økt etterspørsel i årene som kommer. Også innenfor varehandel og tjenesteyting venter vi høy investeringsvekst de neste årene, med 20 prosent i år og 13 prosent neste år, men med en klart avtakende tendens deretter.

2.5 Utenriksøkonomien

Kraftig eksportvekst medvirket til den kraftige konjunkturoppgangen i 1994. Eksportveksten har avtatt noe mer i år enn vi ventet tidligere. Det er særlig eksport av ferdigvarer som har utviklet seg svakt. Eksporten av tradisjo-

Figur 7. Investeringsrater. Investeringer i prosent av bruttoprodukt



Investeringsoppgangen som begynte i 1994 har fortsatt med kraftig vekst i år. Investeringsveksten har hittil vært bredt anlagt, og særlig industrien har hatt høy vekst i år. Neste år venter vi en viss avdemping i industrien, men fortsatt sterk vekst i tjenesteyting og varehandel. Til tross for dette blir investeringene liggende på et lavere nivå enn under konjunkturoppgangen på 1980-tallet, dels på grunn av at det nye skattesystemet stiller større krav til avkastning av investeringer og dels fordi bedriftene trolig har trukket lærdom fra overinvesteringer i forrige konjunkturoppgang. Mot slutten av perioden legger vi til grunn et visst fall i investeringene, men investeringsratene blir fortsatt liggende høyere enn vi har sett de siste årene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nelle varer ventes nå å øke med $4\frac{3}{4}$ prosent i 1995.

Norsk eksport er i stor grad råvarebasert og har tradisjonelt stått for leveranser i begynnelsen av en internasjonal konjunkturoppgang. Ettersom veksten hos handelspartnerne nå ser ut til å stabilisere seg, kan vi vente at det i de kommende årene vil være vanskelig å opprettholde en fortsatt høy eksportvekst. Det er imidlertid en sammensatt oppgang hos handelspartnerne, noe som sammen med økende verdenshandel likevel kan bidra til å opprettholde en viss vekst i etterspørselen etter norske varer. Vi ligger an til å tape markedsandeler i 1995, og en fortsatt svekkelse av konkurransevnen de nærmeste årene gjør det vanskelig å holde markedsandelene gjennom fremskrivningsperioden. Med en årlig markedsvekst på $4\frac{1}{2}$ -5 prosent har vi antatt en

vekst i eksporten av tradisjonelle varer på om lag 4 $\frac{1}{4}$ prosent neste år og i årene etter. Vår tidshorisont er for kort til å fange opp den fulle virkningen av svekket konkurranseevne.

Den kraftige investeringsveksten sammen med høy privat konsumvekst har bidratt til en betydelig vekst i importen hittil i konjunkturoppgangen. På den annen side har avtakende oljeinvesteringer bidratt til lavere importvekst. Etter hvert som etterspørselsveksten dempes, vil også importveksten avta, og vi venter at importen av tradisjonelle varer vil øke med 4 $\frac{3}{4}$ prosent neste år etter en vekst på hele 9 $\frac{3}{4}$ prosent i år. Deretter vil importveksten avta. Økt verdenshandel trekker i retning av en fortsatt økning i importandelene, en tendens som kan forsterkes ved svakere konkurranseevne. Hjemmekonkurrerende bedrifter er relativt sett mer arbeidsintensive enn de kapitalintensive eksportbedriftene, og det kan være grunn til å tro at en svekkelse av konkurranseevnen på kort sikt slår sterkere ut i denne sektoren. Lavere vekst i investeringene i Fastlands-Norge vil på den annen side bidra til redusert import, mens økte oljeinvesteringer i 1996 og 97 vil trekke import til petroleumsvirksomheten. Med dette bildet vil samlet import øke med 4 $\frac{1}{2}$ prosent i år, 4 prosent neste år og deretter avta noe som følge av lavere investeringer både i Fastlands-Norge og i oljesektoren.

Etter kraftig vekst i råvareprisene mot slutten av fjoråret, har prisene falt hittil i år, særlig for metaller. Det ligger likevel an til en prisvekst for tradisjonell eksport på om lag 7 prosent i år. Basert blant annet på råvareprisutviklingen i år har vi lagt til grunn at veksten avtar til $\frac{1}{2}$ prosent neste år og øker til 2–2 $\frac{1}{2}$ prosent i årene 1997–99. Prisene på tradisjonell vareimport vil øke noe svakere i begynnelsen av perioden, med en vekst på 1 prosent i år og 1 $\frac{1}{2}$ prosent neste år. Deretter antar vi en prisvekst på drøyt 2 $\frac{1}{2}$ prosent, slik at bytteforholdet for tradisjonelle varer svekkes noe gjennom perioden etter en klar bedring i år.

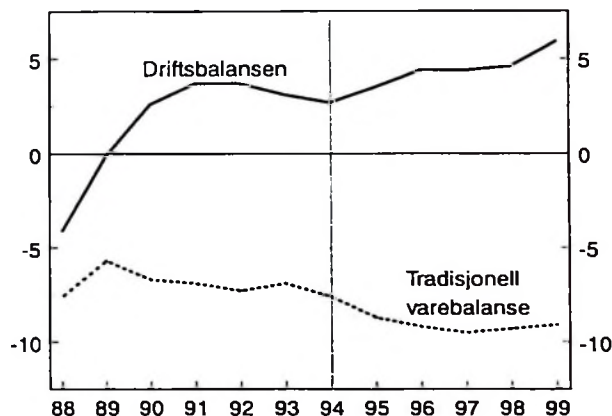
Som følge av at vi har nedjustert anslaget for oljeprisen til 105 1996-kroner ut perioden, blir utviklingen i driftsbalansen nå noe svakere enn vi tidligere har lagt til grunn, til tross for at oljeproduksjonen er oppjustert. Videre er eksportveksten noe lavere enn i Penger og

Tabell 3 Komponenter på driftsbalansen. Milliarder kroner.

	1994	1995	1996	1999
Eksport	335	357	383	457
Olje og gass	106	113	125	147
Tradisjonelle varer	128	144	150	184
Import	282	297	314	370
Tradisjonelle varer	185	206	219	260
Eksportoverskudd	52	60	69	88
Tradisjonell varebalanse	-57	-62	-68	-77
Rente- og stønadsbalanse	-31	-28	-25	-21
Driftsbalansen	21	33	44	66
Nettofordringer på utlandet pr. 31.12 ¹⁾ i prosent av BNP	-4,8	1	5	19

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 ut 1999.

Figur 8. Driftsbalansen i prosent av BNP og tradisjonell varebalanse i prosent av BNP for Fastlands-Norge.



En viss svekkelse av konkurranseevnen gjør det vanskelig for norsk industri å holde markedsandelene for tradisjonell eksport. Moderat vekst hos handelspartnere kan også bidra til en viss svekkelse av den tradisjonelle varebalansen gjennom fremskrivningsperioden. Bedringen helt mot slutten skyldes at lavere investeringer både i Fastlands-Norge og oljesektoren reduserer importbehovet. Flere år med høye oljeinntekter har likevel gitt overskudd på driftsbalansen, og Norge kom i løpet av 1995 i netto fordringsposisjon overfor utlandet. Fram mot 1999 kan store oljeinntekter føre til at driftsoverskuddet mer enn doubles som andel av BNP. Nedbetaling av lån fra oljeselskapene og plasseringer fra Statens petroleumsfond i utlandet vil utgjøre en vesentlig del av kapitalutgangen som følger av overskuddene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kreditt 1995/2, samtidig som rente- og stønadsunderskuddet er blitt større i det nye nasjonalregnskapet. Driftsoverskuddet vil imidlertid fortsatt være svært høyt i historisk sammenheng, og vil i vår bane øke fra 33 milliarder kroner i år til 65–70 milliarder i 1999, jf figur 8. Handelsbalansen for tradisjonelle varer vil i samme periode svekkes med rundt 15 milliarder kroner.

2.6 Kapitalbevegelser og finansinvesteringer

Det store driftsoverskuddet må motsvares av en tilsvarende kapitalutgang. Det er ventet at oljesektoren, og i noen grad utenriks sjøfart, i hele perioden vil stå for en betydelig del av denne kapitalutgangen. Oppbyggingen av Statens petroleumsfond vil føre til at også offentlig sektors kapitalutgang øker fra 1996.

Overskuddet på driftsbalansen representerer en netto fordringsoppbygging på utlandet. De samlede netto finansinvesteringene for innenlandske sektorer vil således samsvare med driftsoverskuddet. Tabell 4 viser hvordan vi anslår at disse finansinvesteringene vil fordele seg på de ulike sektorene. Fra 1996 er det ventet at statens budsjetter vil gå med overskudd, og disse overskuddene vil trolig øke noe fram mot slutten av tiåret. Som det fremgår av tabellen vil dette innebære at offentlig sektor vil stå for om lag halvparten av de samlede nettofinansinvesteringene de nærmeste årene.

Tabell 4. Driftsoverskudd og finansinvesteringer etter sektor. Milliarder kroner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Finansinvesteringer etter sektor:	26	34	44	45	50	67
– Offentlig sektor ¹⁾	5	18	22	25	25	32
– Husholdninger	13	8	7	9	11	13
– Foretak ²⁾	8	8	15	11	14	22

¹⁾ Inklusive Norges Bank

²⁾ Inklusive olje, sjøfart, finansielle foretak og statistiske avvik

Sammenliknet med netto finansinvesteringene i årene 1991–1994 forventer vi noe lavere finansinvesteringer i husholdningssektoren de nærmeste årene. Mot slutten av fremskrivningsperioden er det likevel lagt til grunn at

husholdningenes finansinvesteringer kan ta seg noe opp igjen. Tabellen viser at foretakssektorens (inklusive olje og sjøfart) finansinvesteringer vil kunne bli liggende på et nivå omkring 15–20 milliarder kroner.

2.7 Produksjon og sysselsetting

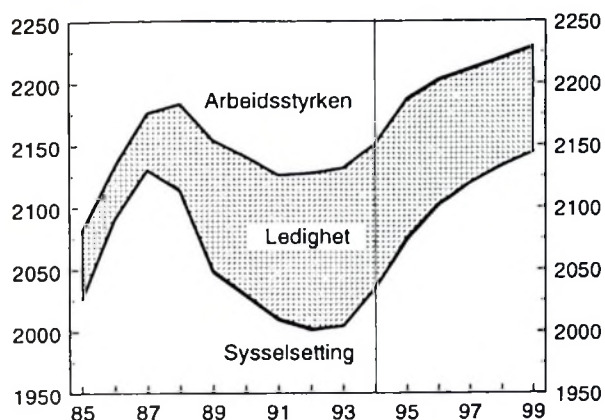
Veksten i norsk økonomi har vært høy i år og vil avta noe i årene som kommer. BNP for Fastlands-Norge ventes å øke med 3¹/₄ prosent i år og 2³/₄ prosent neste år. Det er dermed fortsatt fare for at det vil oppstå flaskehalser i økonomien. Fra 1997 vil en markert avdemping av investeringsveksten og avtakende vekst i privat konsumetterspørsel bidra til at BNP-veksten for Fastlands-Norge bringes ned til en mer moderat vekstbane på rundt 2 prosent.

Konjunkturoppgangen gir for tiden sterke vekstimpulser til sysselsettingen. Vi anslår en vekst i sysselsatte personer med 2 prosent i år og 1¹/₂ prosent neste år. Dette er høyere enn vi tidligere har antatt. En avdempet vekst i økonomien gir deretter en sysselsettingsvekst på rundt ³/₄ prosent årlig for perioden 1997–99.

Med den lønnsdannelsen som er lagt til grunn i beregningene, vil svakere lønnsomhet og tap av konkurranseevne svekke grunnlaget for sysselsettingsvekst mot slutten av perioden. Hele den negative effekten på sysselsettingen vil imidlertid ikke fanges opp innenfor vår tidshorisont. Svakere lønnsomhetsutvikling i industrien bidrar normalt til lavere investeringsvekst og dermed lavere aktivitetsnivå. Videre vil svekket konkurranseevne over tid føre til at mange bedrifter reduserer arbeidsstokken i forsøk på å styrke produktiviteten. En svekkelse av konkurranseevnen slik vi har skissert i vår referansebane gir derfor et svakere utgangspunkt for sysselsettingsvekst ved inngangen til neste hundreår.

Sysselsettingsveksten hittil i konjunkturoppgangen er for en stor del møtt med økt arbeidstilbud, slik at ledigheten bare er svakt redusert. Dette er i tråd med erfaringene fra tidligere konjunkturoppganger – når sysselsettingen vokser, vil sannsynligheten for å få jobb øke, og flere personer melder seg i arbeidsmarkedet. Vi så tilsvarende tendenser med motsatt fortegn på slutten av 1980-tallet,

Figur 9. Arbeidsmarkedet. 1000 personer



Sysselsettingen vil øke kraftig i år og neste år før veksten flater noe ut. Samtidig vil veksten i økonomien føre til at flere melder seg på arbeidsmarkedet. Antall ledige personer reduseres derfor mindre enn det sysselsettingsveksten alene skulle tilsi. Vi ser likevel for oss en jevn nedgang i ledigheten fra 5 prosent i år til om lag 4½ prosent neste år. Mot slutten av dette tiåret vil ledigheten kunne avta til litt under 4 prosent.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

da økningen i arbeidsledigheten ble dempet ved at mange gikk ut av arbeidsstyrken. Det er særlig kvinnene som har bidratt til veksten i arbeidsstyrken de siste årene. Selv om yrkesfrekvensen for kvinner nå er høyere enn noen gang tidligere, er det grunn til å tro at denne vil fortsette å nærme seg frekvensen for menn.

Mennenes yrkesfrekvens er om lag 4 prosentpoeng lavere enn da yrkesdeltakelsen var på topp i 1987 og 1988. Selv om det hittil har vært betydelig vekst i arbeidsstyrken, vil søkingen til arbeidsmarkedet erfaringsmessig fortsette i den fasen av konjunkturforløpet vi nå befinner oss. Det er imidlertid usikkert om yrkesdeltakelsen for menn når samme høye nivå som under forrige konjunkturoppgang, dels fordi vekstraten i økonomien da var svært høy, og dels fordi vi trolig har fått en permanent høyere utdanningsfrekvens. På denne bakgrunn ser vi for oss en vekst i arbeidsstyrken på 1¼ prosent i år og om lag ½ prosent i årlig gjennomsnitt resten av perioden. Med dette bildet vil arbeidsledigheten avta fra i overkant av 5 prosent i år til 4½ prosent neste år og videre ned til under 4 prosent mot slutten av tiåret.

3. Lønninger, priser og konkurransevne

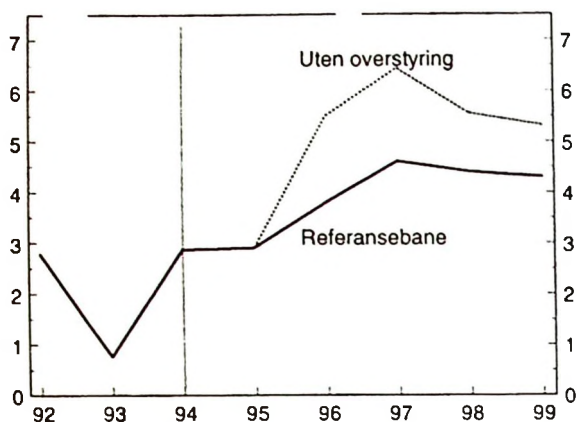
3.1 Lønninger

Den solidariske lønnspolitikken de siste årene har bidratt til at lønnsveksten i Norge har vært lavere enn hos handelspartnerne. Som en følge av lavere nominell lønnsvekst og lav prisstigning internasjonalt, er inflasjonen falt til et historisk lavt nivå. Til tross for at moderasjonslinjen har gitt gode resultater, er det viktig å være oppmerksom på forhold som kan bidra til å trekke opp lønnsveksten mer enn det vi har opplevd de siste årene:

- Den kraftige konjunkturoppgangen vi fortsatt er inne i har gitt økt lønnsomhet i næringslivet, særlig i konkurranseutsatt virksomhet, men også i skjermet sektor. Den moderate lønnsutviklingen de siste årene har gjort det vanskelig å få til lønnsøkning i de bransjer som går godt og hvor det er økonomisk rom for det. Tradisjonelt gir økt lønnsomhet rom for økt lønnsvekst.
- En nedgang i arbeidsledigheten fremover vil kunne utløse tiltakende lønnspress. Virkningen på lønnsutviklingen av en nedgang i ledigheten er imidlertid sterkt påvirket av hvor høy ledigheten er i utgangspunktet og hvor fort nedgangen skjer. Sterk sysselsettingsvekst i en høykonjunktur vil kunne skape flaskehals i deler av næringslivet, slik at pris- og lønnsveksten tiltar ved et høyere nivå på arbeidsledigheten enn dersom sysselsettingen vokser mer moderat.
- Flere år med relativt høy ledighet kan ha gjort at en del av arbeidsstyrken sitter med andre kvalifikasjoner enn det som for tiden etterspørres i arbeidsmarkedet. Dessuten er en større andel av de ledige nå uten tidligere arbeidserfaring. Dette kan tyde på at presset i arbeidsmarkedet er større enn det ledighetstallene alene viser. Lønnsveksten kan dermed ta seg opp ved høyere ledighetsrater enn det vi tidligere har vært vant til.

For 1996 er det lagt til grunn at lønningene vil utvikle seg i tråd med de erfaringer vi har for hvordan lønnsdannelsen virker i en konjunkturoppgang, slik disse fremkommer i RIMI-NI-modellen. Dette innebærer at årslønnsveksten i Fastlands-Norge vil øke til 3¾ prosent

Figur 10. Lønnskostnader Fastlands-Norge totalt. Prosentvis vekst fra foreg. år



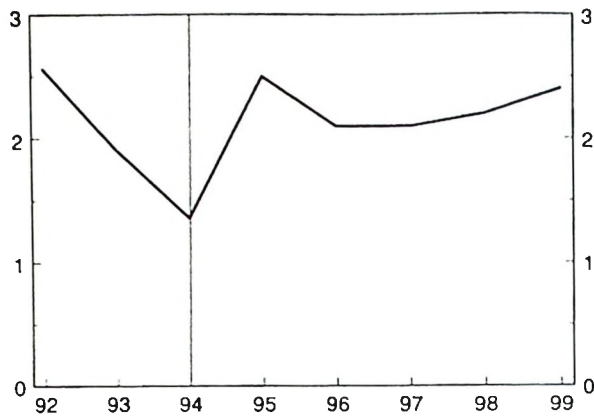
Vi har anslått at samlet vekst i bedriftenes lønnskostnader tar seg opp fra 3 prosent i år til $3\frac{3}{4}$ prosent neste år. Lønnsveksten kan stige ytterligere noe etter dette, både som en følge av et strammere arbeidsmarked samt fortsatt god lønnsomhet i bedriftene. Anslagene for lønnsveksten fra og med 1996 er i stor grad basert på historiske erfaringer, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen. Vi har imidlertid forutsatt at moderasjonslinjen hele tiden får gjennomslag i det nominelle lønnsnivået, det vil si at gjeninnhentingseffekter ikke gjør seg gjeldende. Dersom vi i stedet antar at moderasjonslinjen vi har sett de siste årene ikke har hatt varige virkninger for lønnsdannelsen i norsk økonomi i det hele tatt, tilsier de historiske erfaringene at lønnsveksten øker sterkt og kan nå opp i et gjennomsnitt på nærmere 6 prosent i årene 1996–99. Dette forløpet er basert på kraftige gjeninnhentingseffekter i de næringene som har hatt lavest lønnsvekst de siste årene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

neste år, fra $3\frac{1}{4}$ prosent i år. Også for årene 1997–99 har vi valgt å legge til grunn en lønnsvekst i tråd med historiske erfaringer. Vi har imidlertid forutsatt at moderasjonslinjen de siste årene hele tiden får gjennomslag i det nominelle lønnsnivået, det vil si at gjeninnhentingseffekter ikke gjør seg gjeldende.

Prisveksten har de siste årene vært lavere enn hos våre viktigste handelspartnere. Som følge av avgiftsendringer har prisveksten variert en del de to siste årene og er nå på linje med handelspartnerne. Med det forløpet vi tegner for fremskrivningsperioden vil prisveksten ta seg opp til $2\frac{1}{2}$ prosent i 1999. Dette er i samsvar med det som fremkommer ved bruk av RIMINI-modellen. Usikkerheten i disse anslagene er særlig knyttet til konjunkturutviklingen fremover. Øker etterspørselen etter norskproduserte varer og tjenester mer enn vi har lagt til grunn, kan prisveksten tilta markert.

Figur 11. Konsumprisindeksen. Prosentvis vekst fra foregående år



Veksten i konsumprisene viste en fallende tendens fram til 1994, da årsveksten var nede i 1,4 prosent. Avgiftsøkninger 1. juli i fjor og 1. januar i år har bidratt til å øke konsumprisveksten i år. Når effekten av disse økningene uttømmes, anslås konsumprisveksten å falle fra $2\frac{1}{2}$ prosent i 1995 til 2 prosent i 1996. Som følge av noe økte prisimpulser fra lønnsvekst og importpriser anslås prisveksten å ta seg noe opp i de påfølgende årene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

3.2 Produktivitet og konkurransevne

Produktivitsveksten i norsk næringsliv er fortsatt svak. I Penger og Kreditt 1995/2 gav vi en bred omtale av hvordan vi bygger opp produktivitsanslagene. Arbeidskraftens produktivitet bestemmes dels av samlet effektivitet i utnyttelsen av kapital og arbeidskraft, såkalt total faktorproduktivitet, og dels av kapitalmengden pr arbeider. Det er vanlig å anta at samlet utnyttelse av arbeidskraft og kapital er god i en vekstperiode som den vi nå er inne i, men vil avta når veksten avtar. På den annen side vil store investeringer øke kapitalmengden pr sysselsatt i år og neste år. Samlet venter vi en produktivitsvekst i industrien på rundt $1\frac{1}{2}$ prosent årlig ut fremskrivningsperioden.

Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere er anslått til om lag $4\frac{1}{4}$ prosent både i år og resten av fremskrivningsperioden. Selv

Lønnsvekst, reallønn og realdisponibel inntekt

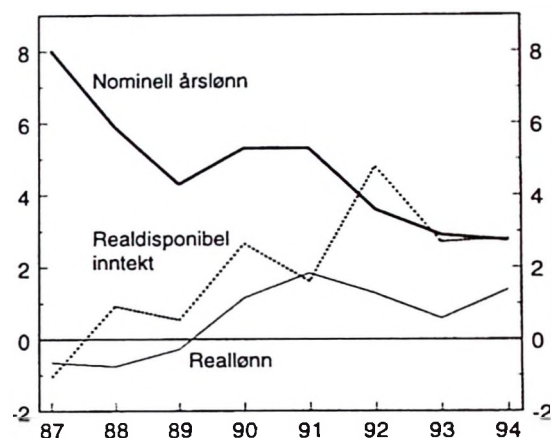
Denne rammen belyser sammenhengen mellom lønnsstillegg, utviklingen i reallønn og husholdningenes realdisponible inntekt.

Etter forrige høykonjunktur på midten av 1980-tallet har lønns- og prisstigningen har vært betydelig lavere enn vi har vært vant til i Norge. I Sysselsettingutvalget (NOU 1992: 26) ble partene i arbeidslivet enige om «et forpliktende opplegg for lønnsdannelsen og inntektspolitisk samarbeid». Siktemålet var å begrense lønnsveksten slik at konkurranseevnen skulle bedres. Dette skulle i sin tur gi gunstige virkninger på etterspørselen etter arbeidskraft, bedret lønnsomhet og dermed økte private investeringer. Den økte handlefriheten i den økonomiske politikken som ville følge av dette, skulle utnyttes til å styrke sysselsettingen både i den private og i den offentlige del av økonomien, og til å redusere underskuddet på statsbudsjettet.

Den nominelle lønnsveksten har fra og med 1992 ligget på om lag 3 prosent årlig, jf figur 12. Sammenliknet med 1987, hvor lønnsveksten var på 8 prosent, kan det virke som om husholdningene har kommet dårligere ut. En må imidlertid se på reallønnsveksten for å få et inntrykk av utviklingen i lønningenes kjøpekraft. Gjennom en moderat lønnspolitikk har inflasjonen falt til et nivå som er lavere enn våre viktigste handelspartnere. Til tross for lave tillegg i lønnsoppgjørene viser figur 12 en klar økning i reallønnsveksten de siste årene.

Utviklingen i husholdningenes disponible realinntekt er et mer samlet mål på det husholdningene har fått igjen for moderate lønnsoppgjør. Disponibel realinntekt bestemmes i hovedsak ut fra fire forhold; inntektsutviklingen, skatte- og stønadsendringer, utviklingen i rentenivået og prisutviklingen. Høyere sysselsetting har ført til økte lønnsinntekter for husholdningene som gruppe. Lav prisvekst har økt husholdningenes kjøpekraft og gjorde det samtidig mulig for Norge å følge den internasjonale rentenedgangen. Dette har gitt lavere renteutbetalinger for husholdningene. Veksten i husholdningenes realdisponible inntekt har således vært sterk de siste årene på tross av relativt lave nominelle lønnsstillegg.

Figur 12. Lønnsutvikling 1987–1994. Prosentvis vekst fra foregående år



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

om produktivitetsveksten i industrien hos handelspartnerne avtar fra $2\frac{3}{4}$ prosent i år til $2\frac{1}{4}$ prosent resten av perioden, er dette fortsatt en høyere produktivitetsvekst enn i norsk industri. Veksten i lønnskostnader pr produsert enhet (LPE) hos handelspartnerne blir dermed om lag 2 prosent årlig resten av fremskrivningsperioden, som er noe høyere enn tidligere antatt. Forklaringen ligger dels i at land som er kommet lenger i konjunkturoppgangen har redusert produktivitetsanslagene, og at et strammere arbeidsmarked hos handelspartnerne har trukket lønnsanslaget noe opp.

Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn at gjennomsnittlig effektiv valutakurs siste tre måneder holdes fast ut fremskrivningsperioden. Dette gir en appresiering i indu-

Tabell 5. Relative lønnskostnader pr. produsert enhet i industrien. Prosentvis endring fra året før. Negative tall for RLPE innebærer styrket kostnadmessig konkurranseevne.

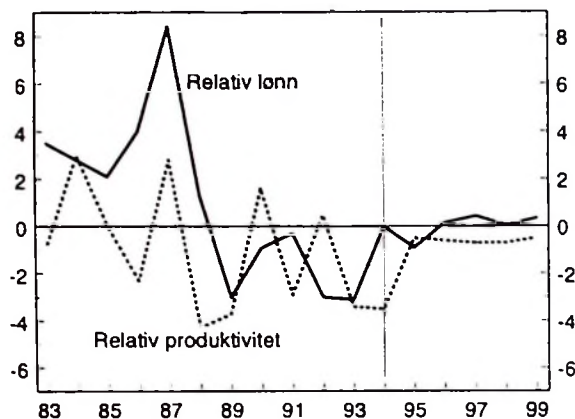
	1989–93 ¹⁾	1994	1995	1996	1997–99 ¹⁾
Norges handelspartnere					
Lønnskostnader	6,3	3,1	4 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{4}$
Produktivitet	3,1	5,3	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{4}$
LPE, nasjonal valuta	3,0	-2,1	1 $\frac{1}{2}$	2	2
Norsk industri					
Lønnskostnader ²⁾	4,0	3,1	3 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{2}$
Produktivitet	1,5	1,7	2 $\frac{1}{4}$	1 $\frac{1}{2}$	1 $\frac{1}{2}$
LPE, nasjonal valuta	2,5	1,4	1	2 $\frac{1}{4}$	3
Valutakursendring	0,7	1,4	-2 $\frac{1}{2}$ ³⁾	-1 $\frac{1}{4}$	0
RLPE, felles valuta	-1,1	2,2	2	1	1

¹⁾ Årlig gjennomsnitt

²⁾ Inkluderer endringer i arbeidsgiveravgiften

³⁾ Gjennomsnittlig valutakurs siste tre måneder ut fremskrivningsperioden.

Figur 13. Komponenter i industriens kostnadsmessige konkurranseevne. Norsk industri i forhold til handelspartnerenes industri. Prosentvis vekst fra foregående år.



Lønnskostnadene i norsk industri har de siste årene økt mindre enn hos våre viktigste handelspartnere. For konkurranseevnen er dette imidlertid i stor grad blitt motvirket av at produktivitsveksten i norsk industri har vært svakere enn hos handelspartnerne. Vi har forutsatt en produktivitsvekst i norsk industri på 1½-2 prosent i årene 1995-99. For våre viktigste handelspartnere venter vi en produktivitsvekst i overkant av 2 prosent de neste årene. Vi legger i tillegg til grunn noe høyere lønnskostnadsvekst i norsk industri enn hos handelspartnerne fra og med 1996. Vekst i relative lønnskostnader og lavere relativ produktivitet kan derfor trekke i retning av svekket konkurranseevne mot slutten av fremskrivningsperioden.

Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

striens effektive valutakurs (konkurransekursindeksen) med 2½ prosent i år og ¼ prosent neste år. Med den lønns- og produktivitsutviklingen som ble skissert i forrige punkt, innebærer dette en samlet svekkelse av konkurranseevnen i årene 1995-99 på rundt 6 prosent, som er en enda større svekkelse enn den bedringen vi så i årene 1989-93. Det er imidlertid viktig å være klar over svakhetene ved vårt mål på konkurranseevnen. Dette drøftes nærmere i neste avsnitt.

3.3 Ubalanser i bildet

Det bildet som kommer fram i beregningene, viser en relativt balansert utvikling i norsk økonomi, der den nåværende konjunkturoppgang-

en gradvis går over i en periode med mer balansert vekst. De forutsetningene om lønnsdannelsen som er lagt til grunn i referansebanen, illustrerer imidlertid at det er en krevende oppgave å opprettholde industriens kostnadsmessige konkurranseevne. Erfaringene for hvordan lønnsdannelsen reagerer under og etter en sterk konjunkturoppgang, tyder på at lønnsveksten i tiden fremover kan bli høyere enn det som skal til for å forhindre en svekkelse av konkurranseevnen i norsk industri med mindre moderasjonslinjen får større gjennomslag.

En lønnsvekst som tar seg opp til 4-4½ prosent de nærmeste årene virker kanskje ikke høy i historisk sammenheng, men bidrar til en jevn svekkelse av konkurranseevnen. Selv om vi i tidligere perioder har opplevd liknende svekkelser, er den utviklingen vi tegner i referansebanen trolig ikke i samsvar med en langsiktig balanse mellom næringene i norsk økonomi. Det er imidlertid grunn til å understreke usikkerheten i anslagene for konkurranseevnen fremover. For det første kan det høye investeringsnivået i industrien slå ut i en sterkere produktivitsvekst enn antatt. Dersom vi ser bort fra forskjellen i produktivitsvekst mellom norsk industri og handelspartnerne, innebærer anslagene for lønnsveksten en svekkelse av konkurranseevnen gjennom perioden på rundt 3 prosent. På den annen side kan konjunkturerne i utlandet utvikle seg svakere enn anslått, noe som vil trekke i retning av enda lavere pris- og kostnadsvekst hos handelspartnerne. Svakere konjunkturutvikling vil imidlertid på kort sikt trolig også gi lavere produktivitsvekst.

For det andre er selve målet på konkurranseevne, relative lønnskostnader pr produsert enhet i industrien, noe upresist. Norsk næringsliv går gjennom en omstillingsperiode der veksten i sysselsettingen i stor grad synes å komme i små og mellomstore bedrifter. Det kan tenkes at disse bedriftene gjennomgående har et lavere produktivitsnivå enn større bedrifter, samtidig som den bedringen av konkurranseevnen vi har hatt de senere årene, kan være en av faktorene bak etableringen av disse bedriftene. I så fall kan den lave produktivitsveksten når en ser industrien under ett, være et uttrykk for at det igjen er blitt lønnsomt å øke sysselsettingen, snarere enn at hver enkelt bedrift svekker sin konkurranseevne gjennom lav produktivi-

tetsvekst. I tillegg kommer at anslagene på produktivitetsveksten er relativt usikre både i Norge og utlandet, og derfor ofte revideres i ettertid.

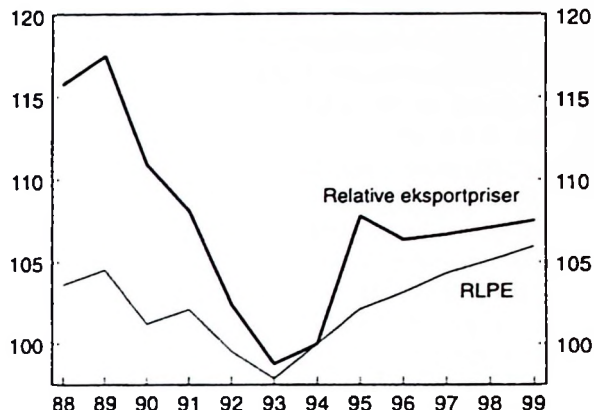
Relative lønnskostnader pr enhet er ikke det eneste målet på konkurranseevnen. I figur 14 fremgår det at mens relative lønnskostnader pr enhet i løpet av neste år kan være tilbake på 1989-nivå (økning i RLPE innebærer svekket konkurranseevne), vil de relative prisene på tradisjonell vareeksport fortsatt være vesentlig lavere. Dette skyldes i stor grad fallet i eksportpriser i perioden 1988–93. Lavere relative eksportpriser bedrer vår konkurranseevne i den forstand at norske varer blir relativt billigere, men svekker inntjeningen i industrien sammenliknet med utlandet. Forholdet mellom relative eksportpriser og relative lønnskostnader kan være en indikator på lønnsomheten i konkurranseutsatt industri. I så fall ser det ut til at lønnsomheten kan bedres i år, mens fremskrivningsbanen innebærer at de relative kostnadene øker sterkere enn de relative prisene, jf figur 14. Lønnsomheten i næringslivet vil dermed svekkes noe i resten av perioden.

Det er grunn til å tro at industrien på sikt ikke kan tape konkurranseevne uten at næringslivet taper markedsandeler i utlandet og i hjemmemarkedet. Lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer vil dermed svekkes, og underskuddet i handelsbalansen for Fastlands-Norge vil øke. Resultatet av dette vil gjerne bli økt bruk av oljeinntektene og en ekspanderende offentlig sektor.

Vår fremskrivningshorisont er for kort til å fange opp den fulle effekten av svekket konkurranseevne. Et vesentlig trekk ved referansebanen er imidlertid at ledigheten stabiliseres på noe under 4 prosent mot slutten av fremskrivningsperioden. Dette må sees i forhold til ambisjonene i «solidaritetsalternativet» om en forbedring av konkurranseevnen på 10 prosent over fem år og en reduksjon av arbeidsledigheten ned mot 3 prosent fram mot århundreskiftet.

Det andre hovedproblemet i norsk økonomi er knyttet til de langsiktige utfordringene i statsfinansene. Forutsetningene som er lagt til grunn for finanspolitikken, innebærer at økningen i oljeinntektene legges til side. Selv om dette i seg selv er en meget krevende oppgave, er det ikke nødvendigvis tilstrekkelig – verken

Figur 14. Ulike mål på konkurranseevne. Relative lønnskostnader pr enhet (RLPE) og relative eksportpriser for varer. Målt i felles valuta. Indeks 1994=100



Basert på våre anslag for lønnskostnadsvekst og produktivitetsvekst i industrien både i Norge og hos handelspartnerne, vil konkurranseevnen svekkes i perioden 1995–99 målt ved relative lønnskostnader pr enhet (RLPE). En økning i RLPE innebærer svekket konkurranseevne. Selv om vi hadde en forbedring av konkurranseevnen målt på denne måten i perioden 1989–93, innebærer svekkelsen de nærmeste årene at vi totalt i løpet av tiåret 1989–99 kan tape konkurranseevne. RLPE er imidlertid ikke det eneste målet på konkurranseevnen. Utviklingen i relative eksportpriser kan være et annet mål. Lavere relative eksportpriser øker vår konkurranseevne i den forstand at norske varer blir relativt billigere. Målt på denne måten kan også konkurranseevnen bli svekket i perioden 1995–99. Forholdet mellom relative eksportpriser og RLPE kan være et mål på relativ lønnsomhet i industrien. I et slikt bilde får vi en god lønnsomhetsutvikling i norsk industri sammenliknet med handelspartnerne i år og neste år, deretter en viss svekkelse.

Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

til å sørge for stabil konkurranseevne i et 4–5 års perspektiv, eller til å sikre et tilstrekkelig fundament for å møte statens fremtidige forpliktelser. En slik politikk vil med dagens oljepris gi et oljefond som tømmes allerede før de store problemene melder seg om 20 år.

3.4 Hvordan kan vi møte utfordringene?

Referansealternativet er bare ett av flere mulige – og sannsynlige – forløp for utviklingen i norsk økonomi. Vi har derfor forsøkt å belyse hvordan ubalansene i bildet kan møtes ved å se

Hvordan oppnå en balansert utvikling?

I referansealternativet viser vi en utvikling som er ett av flere mulige forløp for norsk økonomi. Det bildet vi tegner, avdekker et av hovedproblemene vi kan komme til å stå overfor – en svekkelse av konkurranseevnen gjennom frem-skrivningsperioden. Dette skyldes at vi har lagt til grunn en lønnsdannelse som samsvarer med det vi har sett under og etter tidligere konjunkturoppganger i en norsk økonomi. I denne sammen-viser vi at en videreføring av «solidaritetsalternativet» i lønnsoppgjørene vil løse noen av de problemene vi står overfor. Dersom dette ikke skulle lykkes, har myndighetene også mulighet til å påvirke kostnadsveksten indirekte med finanspolitiske virkemidler. Disse to alternativene bidrar til å belyse de spenningene som ligger i vår referansebane, og utdyper lønnsdannelsens rolle i økonomien.

En videreføring av «solidaritetsalternativet»

I vårt referansealternativ har vi lagt til grunn at den solidariske lønnsveksten de siste årene har hatt varige virkninger på det nominelle lønnsnivået, men at lønnsveksten videre vil utvikle seg i tråd med historiske erfaringer. Det er imidlertid også forhold som trekker i retning av at partene i arbeidslivet ønsker å videreføre en solidarisk lønnsutvikling:

- Veksten i husholdningenes realdisponible inntekt har gjennom denne konjunkturoppgangen vært vesentlig høyere enn i den sterke oppgangen på 1980-tallet. Mange lønnstakere har observert at dette har vært mulig å få til selv med moderate nominelle lønnstillegg.
- Veksten i norsk økonomi vil avta de nærmeste årene. Svakere konjunkturutvikling kan gi et bedre utgangspunkt for å videreføre moderasjonslinjen i lønnsoppgjørene.
- Lav lønnsvekst hos våre handelspartnere tilsier at lønnsveksten i Norge må holdes lav de kommende år hvis vi ikke skal tape konkurranseevne.

Dersom partene i arbeidslivet sørger for at lønnsveksten fortsatt blir lavere enn hos handelspartnere, vil vi få en klart gunstigere utvikling i økonomien. Sysselsetningsveksten blir sterkere og arbeidsledigheten faller raskere enn

i referansebanen, jf figur 15b. Sammen med noe lavere prisvekst gir dette en vekst i husholdningenes disponible realinntekt på om lag 2 prosent årlig gjennom perioden, som er noe lavere enn i referansebanen, men fortsatt høyere enn vi har sett de siste 15 årene.

Det fremgår av figur 15d at etterspørselsveksten som følge av lønnsmoderasjon blir lavere enn i referansebanen. Når ledigheten likevel blir lavere enn i referansebanen, ligger dette først og fremst i at bedriftene etterspør mer arbeidskraft når lønnskostnadene blir lavere sammenliknet med andre innsatsfaktorer. En bedring av konkurranseevnen i moderasjonsalternativet vil også på sikt bidra til høyere sysselsetting. Virkningen på ledigheten av endringer i samlet arbeidstilbud vil være usikker: Lavere lønn tilsier isolert sett lavere arbeidstilbud og dermed lavere ledighet for en gitt sysselsetting, mens høy sysselsetningsvekst taler for at flere melder seg i arbeidsmarkedet.

En finanspolitisk innstramming

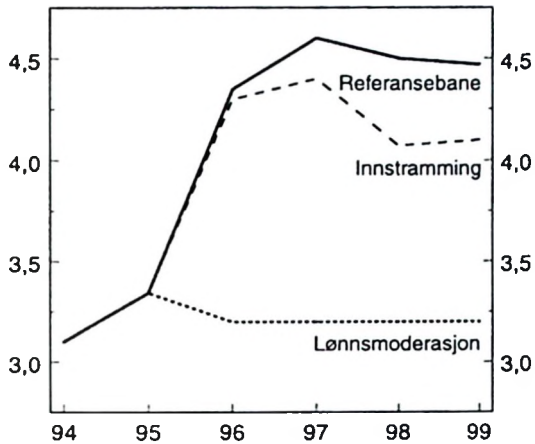
Ved hjelp av RIMINI-modellen har vi anslått effektene av en finanspolitisk innstramming i 1996 og 1997. Innstrammingen er fordelt på offentlig konsum og overføringer til husholdningene. Offentlige investeringer holdes om lag uendret perioden sett under ett, men forskyves til slutten av perioden. Etter som det er en nær sammenheng mellom offentlig konsum og offentlig sysselsetting, vil en slik innstramming også påvirke veksten i offentlig sysselsetting og dermed arbeidsmarkedet direkte.

Beregningene viser at en innstramming i de underliggende utgiftene på til sammen 1 prosent av BNP fordelt på de to årene 1996 og 1997, sammen med en forskyvning av offentlige investeringer til slutten av perioden på i alt om lag 1/2 prosent av BNP, vil bringe lønnsveksten ned på en bane som gir nær uendret konkurranseevne fra og med 1998.

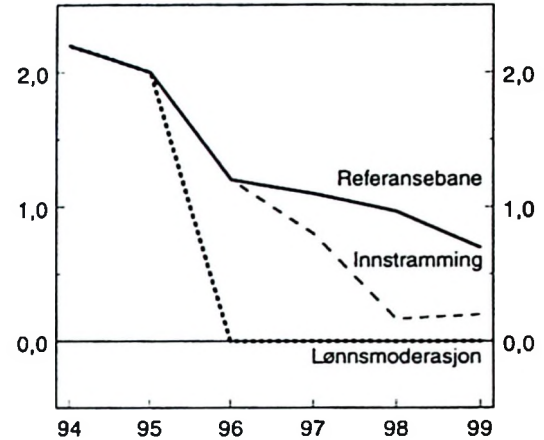
Lønnsveksten påvirkes dels ved at privat etterspørsel blir mindre, og dels ved at sysselsetningsveksten i offentlig sektor blir lavere enn i referansebanen. Nedgangen i arbeidsledigheten vil bli noe svakere enn i referansealternativet. Til gjengjeld vil utgangspunktet for videre vekst være bedre.

Figur 15. Utviklingen i noen hovedstørrelser i referansebanen, «solidaritetsalternativet» og med en finanspolitisk innstramming

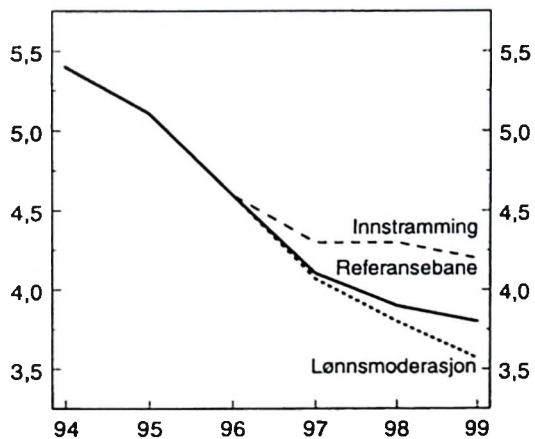
a. Lønnsvekst i industri. Prosentvis vekst fra foregående år



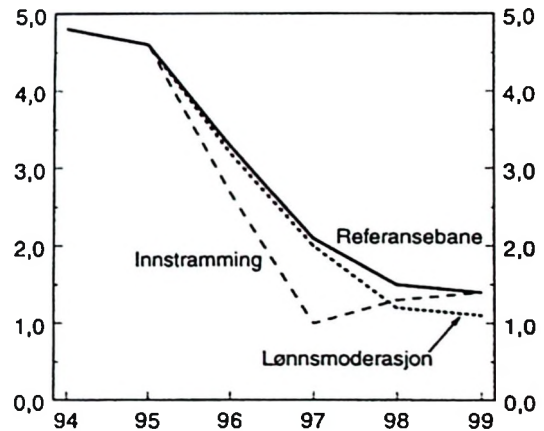
c. Relative lønnskostnader pr enhet. Prosentvis vekst fra foregående år



b. Arbeidsledighetsrate, AKU. Prosent av arbeidsstyrken



d. Etterspørsel fra Fastlands-Norge. Prosentvis vekst fra foregående år



Med en videreføring av moderat lønnsvekst (fig 15a) kan partene sikre uendret konkurransevne (fig 15c). Samtidig vil etterspørselsveksten bli noe lavere enn i referansebanen (fig. 15d), men lav kostnadsvekst i næringslivet vil føre til høyere sysselsetting og dermed lavere arbeidsledighet (fig 15b). Også en finanspolitisk innstramming vil bringe etterspørselsveksten og lønnsveksten ned. Den nominelle lønnsveksten blir imidlertid liggende noe høyere enn med fortsatt lønnsmoderasjon.

på to ulike alternativer om lønnsdannelsen og politikktutforming, og hvilke resultater dette gir. Resultatene er omtalt i en egen ramme.

Først har vi sett på en utvikling der partene i arbeidslivet selv løser konkurranse-

evneproblemet gjennom en videreføring av moderasjonslinjen i lønnsoppgjørene. Resultatene viser at dette alternativet vil gjøre det vesentlig enklere å lede konjunkturoppgangen over i balansert vekst i norsk økonomi og at ledigheten blir lavere mot slutten av tiåret.

Beregningene viser dessuten at fortsatt gjennomslag for en solidarisk lønnspolitikk vil sikre lønntakerne en vekst i realdisponibel inntekt på 2–2½ prosent pr år, som er klart høyere enn gjennomsnittet på 1980-tallet. Denne beregningen bekrefter således betydningen av moderasjonslinjen for inntekts- og sysselsetningsutviklingen.

Selv om erfaringene med en moderat lønnsvekst har vært gode, kan det ikke utelukkes at «solidaritetsalternativet» forlates og at lønnsveksten skyter fart de nærmeste årene. Så lenge pengepolitikken er bundet til å holde stabil valutakurs, er det finanspolitikken som i en slik situasjon må brukes til å dempe kostnadsveksten i økonomien. Denne oppfatningen gav også regjeringen uttrykk for i Nasjonalbudsjettet for neste år:

«I en oppgangskonjunktur må finanspolitikken strammes til, med sikte på at økonomien kommer inn i en balansert og langvarig oppgang uten at pris- og kostnadsveksten øker vesentlig.»

Norges Bank sluttet seg til denne vurderingen i vårt brev til Finansdepartementet om statsbudsjettet for 1996:

«Finanspolitikken må dermed ha et hovedansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen, både på kort og lang sikt. Det finanspolitiske opplegget, sammen med det inntektspolitiske samarbeidet mellom partene i arbeidslivet, blir dermed avgjørende for utviklingen i priser og kostnader.»

På denne bakgrunn kan det være naturlig å vurdere en ytterligere innstramming av finanspolitikken, dersom det skulle vise seg at lønns- og kostnadsveksten blir vesentlig høyere enn det som er lagt til grunn i budsjett dokumentene. Som en illustrasjon har vi i denne rapporten sett nærmere på virkningene av en strammere finanspolitikk fra annet halvår 1996, med en samlet innstramming i størrelse 1 prosent av BNP fordelt på årene 1996 og 1997 og en utsettelse av offentlige investeringsprosjekter til slutten av perioden tilsvarende i alt ½ prosent av BNP.

Beregningene viser at både offentlig og pri-

vat etterspørsel reduseres i forhold til referansebanen. Lønnsveksten avtar fra 1997 slik at konkurranseevnen stabiliseres fra 1998. Kostnaden ved denne type innstramming er en svakere konsumutvikling. Gevinsten er at statsfinansene bedres, konkurranseevnen stabiliseres, og at utgangspunktet for næringslivet og fortsatt vekst i sysselsettingen bedres i forhold til referansebanen. I tillegg til de virkningene det er tatt hensyn til i disse beregningene, er det grunn til å tro at en slik stram finanspolitikk kan få gunstige virkninger på investeringsklimaet og på forholdene i penge- og valutamarkedene. I så fall vil utviklingen i sysselsettingen og ledigheten bli bedre enn det beregningene antyder. Slike virkninger er imidlertid så usikre og vanskelige å anslå at de er sett bort fra i anslagene. Alternativet med lavere lønnsvekst gir imidlertid klart gunstigere utvikling enn innstrammingsalternativet. I lys av statens langsiktige finansielle utfordringer er det uansett behov for en stram finanspolitikk i årene som kommer. En fortsatt moderat lønnsutvikling vil gi et langt større spillerom til å stramme inn finanspolitikken gradvis, samtidig som høyere sysselsetting vil kunne gi større skatteinntekter, og dermed også en bedring i statsfinansene.

4 Hva kan gå galt?

Veksten i økonomien kan ha vært sterkere enn det som er forenlig med en langsiktig balansert vekstbane.

Gjennom 1994 og 1995 har det vært en markert konjunkturoppgang i norsk økonomi. Konjunkturoppgangen har fått bredt feste, og sterk investeringsvekst har bidratt til å forlenge oppgangen. Samtidig har pris- og lønnsutviklingen vært moderat, valutakursen har vært stabil, og driftsbalansen og de offentlige budsjetter er bedret.

Før eller senere vil drivkreftene i konjunkturoppgangen svekkes, og økonomien vil bringes ned på en vekstrate som er mer i takt med den langsiktige ressurstilgangen i norsk økonomi. Det er imidlertid ikke likegyldig hvordan en slik «landing» foregår. Erfaringene fra Norge og andre land har vist at det ofte utvikler seg betyde-

lige ubalanser i en sterk konjunkturoppgang, som gjør at den påfølgende nedgangen blir dyp før økonomien kan bringes inn i en ny vekstfase.

Vi kan også ha undervurdert styrken i konjunkturoppgangen. Under konjunkturoppgangen for ti år siden opplevde vi at sterk vekst i privat konsum kombinert med sterk kredittvekst gav negative sparerater for husholdningene. Riktignok er realrenten etter skatt i dag langt høyere enn den gang, ikke minst fordi skattereformen har bidratt til at lånefinansiering nå er mindre gunstig. Likevel kan vi ikke se bort fra en ny runde med sterk vekst i privat konsum, ytterligere nedgang i spareraten og høyere boligpriser.

Erfaringene fra forrige konjunkturoppgang viste at en ikke satt med riktig informasjon om den faktiske tilstanden i økonomien. I mellomtiden er løpende statistikk og nasjonalregnskapsrutiner forbedret, slik at det nå er større sannsynlighet for at vi har et riktig bilde. Men det vil alltid være en mulighet for at vi enten sitter med gal informasjon om økonomien, eller feilvurderer de kortsiktige drivkreftene. Den betydelige revisjon av vekst-ratene for 1994 er et eksempel på hvor vanskelig det er å vurdere veksttakten i økonomien ut fra korttidsstatistikken. På denne bakgrunn kan vi ikke utelukke muligheten for at konjunkturoppgangen faktisk er sterkere enn vi antar. Erfaringene fra 1985 og 1990 er omtalt i en egen ramme.

Vi kan ha undervurdert pris- og kostnadsveksten forbundet med referansebanen

Vi har lagt til grunn en lønnsdannelse i tråd med historiske erfaringer, men hvor de solidariske lønnsoppgjørene de siste årene har fått varig gjennomslag i det nominelle lønnsnivået. Men dersom solidaritetslinjen svikter, kan det utløse betydelige lønnskrav. Faren for dette skjerpes gjennom en bedret overskuddssituasjon i bedriftene, kombinert med et stramme arbeidsmarked. Dette vil i så fall være et uttrykk for at det ikke blir lagt tilstrekkelig vekt på at moderate lønnsoppgjør har bidratt vesentlig til den sterke sysselsettingsveksten vi har sett i 1994 og 1995.

En betydelig høyere lønnsvekst enn det vi har lagt til grunn innebærer at prisstigningen

etter hvert vil øke vesentlig. En tiltakende pris- og kostnadsvekst vil føre til en svekkelse av det langsiktige grunnlaget for sysselsettingen, blant annet ved at konkurranseevnen reduseres for næringslivet. Har pris- og kostnadsveksten først kommet ut av kontroll, vil det erfaringsmessig være realøkonomisk meget kostbart å bringe økonomien tilbake i et spor som er forenlig med stabil og varig vekst i sysselsettingen. Høyere kostnadsvekst i norsk næringsliv vil på sikt gi høyere arbeidsledighet og trolig, blant annet gjennom høyere ledighet, også svekke statsfinansene.

Finanspolitikken kan bli mindre stram enn det som er nødvendig for stabil vekst

Referansebanen forutsetter en relativt stram finanspolitikk. Det kan ikke utelukkes at økte oljeinntekter og den relativt store finanspolitiske friheten vi har på kort sikt vil bli benyttet til å øke de offentlige utgifter. En slik politikk vil bidra til å forsterke konjunkturbølgen og den pris- og kostnadsveksten som ligger i vår referansebane. Å gjenopprette stabiliteten i økonomien, med lav pris- og kostnadsvekst og vekst både i offentlig og privat sysselsetting, vil da være en meget krevende oppgave. En slik situasjon vil blant annet kunne føre til at markedet reagerer slik at rentene blir høyere og investeringene lavere. Erfaringer viser oss at en slik forventningsdrevet markedsreaksjon fort blir ukontrollert, noe som kan gi stor ustabilitet i både renter og valutakurser. Dessuten vil en ekspansiv finanspolitikk rive bort statens finansielle grunnlag for å møte en ny lavkonjunktur og fremtidige pensjonsforpliktelse uten at det krever dramatiske omstillinger i økonomien.

Det er usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen

I fremskrivningsbildet har vi lagt til grunn en moderat vekst hos handelspartnerne som sikrer en jevn etterspørselsvekst mot norsk eksport. En betydelig svakere utvikling internasjonalt enn det vi legger til grunn vil kunne forplante seg til Norge i form av lavere aktivitetsnivå i eksportsektoren og større konkurranse for hjemmekonkurrerende industri. Dette kan bli spesielt vanskelig i en situasjon hvor

Hvor sikre er vi på det økonomiske bildet?

En vurdering av utviklingen i økonomien vil alltid være kritisk avhengig av hvilken tilstand økonomien i utgangspunktet befinner seg i. For å belyse den usikkerheten som ligger i vår oppfatning av den aktuelle økonomiske situasjonen har vi sett nærmere på erfaringene fra prognosearbeidet i 1985 og 1990. Disse årene er gode eksempler på hvordan man henholdsvis kan under- og overvurdere den økonomiske utviklingen.

Det er mange forhold som bidrar til usikkerhet i de økonomiske prognosene:

- Den løpende statistikk er beheftet med usikkerhet og blir ofte revidert i ettertid. Det er derfor en viss sannsynlighet for at vi enten sitter med gal informasjon eller feilvurderer de kortsiktige drivkreftene i økonomien, slik vi så både i 1985 og 1990. Dette kan få konsekvenser for anslag og politikkbefalinger.
- De holdepunkter vi har for å lage prognoser ligger først og fremst i våre erfaringer om hvordan økonomien virker. Selv om vi forsøker å fange opp strukturelle endringer i økonomien, kan vi lett over- eller undervurdere slike endringer.
- Det er usikkerhet knyttet til hvordan og hvor fort penge- og finanspolitikken virker.
- Som en liten, åpen økonomi er vi i stor grad avhengig av forhold utenfor vår kontroll. Utviklingen i internasjonal økonomi spiller en avgjørende rolle både for norsk eksport, oljeinntekter, priser og renter.

I tabellen nedenfor har vi gjengitt anslag for noen utvalgte størrelser som ble gitt i Penger og Kreditt 85/4 for årene 1985 og 1986 og Penger og Kreditt 90/4 for 1991, samt endelige nasjonalregnskapstall (i parentes). Disse to årene er valgt for å vise at usikkerheten kan slå begge veier.

Høsten 1985 trodde man at konjunkturtoppen var nådd og at økonomien ville bevege seg mot en mer balansert bane. Anslagene var i stor grad basert på en betydelig demping av kreditt- og likviditetstilførselen i forhold til hva den hadde vært de siste årene, og en antakelse om at impulsene fra det private konsumet ville svekkes noe etter hvert. Veksten i privat konsum ble imidlertid kraftig undervurdert både for 1985 og for 1986. Samtidig ble veksten i boliginvesteringene sterkt undervurdert, dels som følge av svak løpende statistikk. Følgelig ble også BNP-veksten større enn det vi så for oss ved utgangen av 1985.

At utviklingen i driftsbalansen er svært av-

hengig av oljeprisen fikk vi tydelig demonstrert i 1986. Med en forventet oljepris på 215 kroner pr fat var eksportverdien av olje og gass anslått til om lag 80 milliarder kroner i 1986. Ettersom oljeprisen faktisk ble halvert i forhold til dette anslaget, ble statens inntekter nærmere 30 milliarder kroner mindre enn antatt. Mens det var anslått et *overskudd* i driftsbalansen på 5 milliarder kroner, ble resultatet et *underskudd* på 33 milliarder.

Høsten 1990 var situasjonen en annen. Etter en periode med lavkonjunktur trodde man at bunnen var nådd og at etterspørselsveksten skulle tilta. Dette skyldtes i første rekke en antakelse om sterkere vekst i privat konsum som følge av relativt sterk inntektsvekst og stabilisering av spareraten. Det knyttet seg imidlertid stor usikkerhet til husholdningenes tilpasning, og avgjørende for spareraten var om husholdningene fortsatt ønsket å styrke sine finansielle balanser etter den sterke konsum- og gjeldsveksten i 1985-87. Man antok den gangen at den sterke veksten i finansinvesteringene vi hadde på slutten av 1980-tallet som følge av økt sparing og reduserte realinvesteringer, ville bli vesentlig avdempet i 1991.

Det viste seg imidlertid at husholdningene i stor grad fortsatte sin gjeldskonsolidering også i 1991. Anslagene for privat konsum og boliginvesteringer ble dermed lavere enn anslått. Også veksten i markedene for norske tradisjonelle eksportvarer ble vesentlig svakere enn antatt. BNP-veksten for Fastlands-Norge ble dermed over 1/2 prosentpoeng lavere i 1991 enn vi så for oss høsten 1990.

Selv om erfaringene fra de siste ti årene viser at man kan over- eller undervurdere drivkreftene i økonomien, tror vi likevel at vi i dag har bedre oversikt over den aktuelle situasjonen. Dette skyldes først og fremst at løpende statistikk er forbedret. Dessuten er realprisen på olje relativt nær sitt historiske nivå fra før det første oljepris-sjokket i 1973, og det er derfor lite sannsynlig at vi vil se så kraftige fall som vi så for ti år siden.

Anslag fra Penger og Kreditt 1985/4 for årene 1985 og 1986, og fra Penger og Kreditt 1990/4 for 1991. Endelige nasjonalregnskapstall i parentes. Prosentvis årlig vekst.

	PEK 85/4		PEK 90/4
	1985	1986	1991
Privat konsum	6,0 (9,9)	3,0 (5,6)	2,5 (1,5)
Boliginvesteringer	-5,0 (4,1)	5,0 (9,6)	-2,0 (-23,5)
Tradisjonell eksport	4,0 (4,3)	3,0 (-1,4)	5,0 (-2,5)
BNP, Fastlands-Norge	-	2,5 (3,4)	2,8 (1,1)
Driftsbalanse (mrd. kroner)	20 (27)	5 (-33)	19 (33)

vi taper konkurransevne, samtidig som pris- og kostnadsveksten i utlandet kan bli lavere enn vi har lagt til grunn.

Den store oljeavhengigheten gjør oss sårbare overfor svingninger i oljeprisen

Flere av de positive nøkkeltallene for norsk økonomi skyldes høye oljeinntekter. Takket være oljeinntektene venter vi store overskudd i driftsbalansen og overskudd i statsfinansene. Historien har imidlertid lært oss at vi er sår-

bare overfor store fall i oljeprisen, og at slike fall kan komme uventet. Selv om realprisen på olje nå er vesentlig lavere enn før oljeprisfallet i 1986, skal det ikke stort prisfall til før overskuddet i statsbudsjettet forsvinner og driftsbalansen svekkes kraftig. I så fall kan vi oppleve at vi til tross for 3–4 år med til dels kraftig konjunkturoppgang ikke klarer å bringe statsbudsjettet i overskudd. Utgangspunktet for å møte den påfølgende konjunkturedgangen og statens langsiktige forpliktelser vil i så fall være dårlig.



Forvaltningen av valutareservene

Helge Eide, kontorsjef i Markedsoperasjonsavdelingen

Hensikten med denne artikkelen er å gi et bedre innblikk i hvordan Norges Bank forvalter valutareservene. Artikkelen presenterer de rammer for forvaltningen som hovedstyret har vedtatt, og viser hvordan disse rammene brukes i praksis. En drøfter nærmere prinsipper for hvordan rente- og valutakursrisikoen bør styres, og viser de konsekvenser dette har fått for Norges Banks plasseringsstrategi.

Reservenes omfang

Norges Banks internasjonale reserver er sammensatt av gull, fordringer på Valutafondet (IMF), kortsiktige innskudd i utenlandske banker og rentebærende verdipapirer. De to siste postene, som til sammen utgjør en dominerende del av de internasjonale reservene, betegnes gjerne som Norges Banks valutareserver. I tabell 1 vises utviklingen i valutareservene i perioden 1990 – 95¹⁾. Tallene viser valutareservene, i milliarder norske kroner, ved utgangen av hvert år. (For 1995: utgangen av september.)

Tabell 1. Netto valutareserver (i milliarder kroner)

1990	1991	1992	1993	1994	1995
81,9	80,1	66,7	141,9	135,1	138,1

Hvorfor har vi valutareserver?

Det vanligste formål med å holde valutareserver er å kunne forsvare kursen på egen valuta. Også for Norges vedkommende er dette en viktig grunn til å ha betydelige valutareserver. Etter 10. desember 1992 har ikke Norges Bank vært forpliktet til å forsvare en spesiell

¹⁾ Tallene viser de såkalte netto valutareservene, dvs. hensyn tatt til inngåtte, men ikke oppgjorte kjøp og salg av valuta på det gitte vurderingstidspunktet.

verdi på kronen ved store støttekjøp i valuta-markedet. Gjeldende valutaforskrift sier at sentralbanken likevel skal søke å stabilisere kronens verdi, målt mot de europeiske valutaene. Et høyt nivå på valutareservene gjør det lettere å oppfylle denne målsettingen, og det vil kunne skape tillit i markedet til at sentralbanken virkelig er i stand til å stabilisere valutakursen.

Med dagens kursregime overstiger imidlertid valutareservene hva man med rimelighet må regne med vil være nødvendig til støttekjøp av kroner. Det er derfor mulig å plassere deler av valutareservene også ut fra andre hensyn. Ett av disse hensyn vil være å dekke statens låneforpliktelser i utenlandsk valuta. I årene 1996 – 1998 vil statlig utenlandsgjeld motsvarende 55 milliarder kroner forfalle til betaling. Det foreligger ikke planer om å refinansiere denne gjelden i utenlandsk valuta ved forfall, slik at nedbetalingen av gjelden vil bli møtt ved å trekke på reservene.

Norges Bank har skilt ut en egen portefølje fra de øvrige reservene for å dekke statens utenlandsgjeld når denne forfaller til betaling. Denne porteføljen kalles «immuniseringsporteføljen». Ved utgangen av september 1995, var immuniseringsporteføljen verdsatt til 65,6 milliarder kroner. De øvrige reservene (kalt 1.- og 2.-linjereserver) kan plasseres uavhengig av statens valutaopplåning i utlandet.

Også etter at man har øremerket en del av

reservene til betjening av statens utenlandsgjeld, overstiger det gjenværende hva som er påkrevet ut fra intervensjonsformål. Det er derfor naturlig å se på deler av reservene som en langsiktig oppbevaring av en del av vår nasjonalformue. Dette representerer fordringer mot utlandet, som det med liten sannsynlighet vil bli behov for å realisere i løpet av de kommende år. En slik formuesforvaltning har mange fellestrekk med formålet som skal gjelde for plasseringene av Statens Petroleumsfond, jf. Nasjonalbudsjettet for 1996.

Uavhengig av plasseringsformålet vil det alltid være et mål for Norges Bank å oppnå en høy avkastning på reservene, hensyn tatt til en akseptabel risikoprofil. Risikoen kan være knyttet til:

- * verdipapirenes sikkerhet (kredittrisiko)
- * verdipapirenes omsettelighet (likviditetsrisiko)
- * utviklingen i valutakurser (valutakursrisiko)
- * utviklingen i prisene på verdipapirene (markedsrisiko/renterisiko)

Vurderingen av akseptabel risiko kan variere, avhengig av hvilket plasseringsformål en har. Spesielt gjelder dette hvilke prisendringer man er beredt til å akseptere over en kortere periode. Sentralbanken verden over legger generelt til grunn en konservativ holdning til risikoeksponeringen. Dette følger naturlig av formålet med forvaltningen av reservene.

Vurderingen av kreditt-, likviditets-, valutakurs-, og markedsrisiko i reserveforvaltningen er beskrevet i noe mer detalj senere i artikkelen.

Fordeling av beslutningsansvaret

I lov om Norges Bank og pengevesenet (nr.28, 24. mai 1985), § 24, står det: «Banken skal plassere de offisielle valutareserver slik at de tjener den valutapolitikk som er fastlagt. Kongen kan gi forskrifter om plasseringen av de offisielle valutareserver». Regjeringen har så langt ikke funnet det hensiktsmessig å gi detaljerte forskrifter om hvordan reservene skal plasseres. Retningslinjene fastsettes således av Norges Banks hovedstyre, men fore-

legges Finansdepartementet før de settes i kraft².

Retningslinjene gir generelle rammer for reserveforvaltningen, men er ikke egnet som operativt styringsverktøy. Sentralbanksjefen gir nærmere regler for krav til de låntakere som anses å ha tilfredsstillende sikkerhet for tilbakebetaling av lånene. Innenfor hovedstyrets rammer fastsetter Markedsoperasjonsavdelingen, som er bankens operative enhet i reserveforvaltningen, den konkrete valutafordeling og nivået på reservenes markedsrisiko. I tillegg bestemmer avdelingen hvilke instrumenter som oppfyller retningslinjenes krav til likviditet. Det er også nedsatt en investeringskomite, ledet av visesentralbanksjefen, med representanter for bankens fagavdelinger. Denne komiteen blir konsultert av Markedsoperasjonsavdelingen i alle prinsipielle spørsmål vedrørende reserveforvaltningen.

Rammebetingelser for likviditet og sikkerhet

Selv om det er lite sannsynlig at store deler av reservene vil bli brukt til intervensjonsformål i løpet av noen få dager, skal likevel reservene være så likvid plassert at de kan anvendes på svært kort varsel. Enten man har kjøpt verdipapirer ut fra hensynet til formuesoppbevaring eller for å dekke statens gjeld, må de derfor være lett omsettelige eller lette å belåne i store beløp. Store deler av Norges Banks valutareserver er derfor plassert i rentebærende verdipapirer – obligasjoner – hvor det er mulig å omsette betydelige beløp i markedet uten at verdipapirprisene endres uforholdsmessig mye.

Reservenes likviditetsgrad ble satt på prøve i november 1992, da Norges Bank i løpet av 2 dager solgte valuta for motsvarende 50 milliarder kroner. Beløpet ble dekket gjennom løpende forfall i pengemarkedet, salg av obligasjonsbeholdninger, samt gjennom belåning av verdipapirporteføljene. Selv om beløpet langt oversteg gjeldende likviditetskrav, var det forbundet små problemer med å stille beløpet øyeblikkelig til disposisjon fra valutareservene.

2 Jf. brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 3. desember 1985, gjengitt i Norges Banks årsberetning 1985.

Retningslinjer for plassering av valutareservene

§ 1. Formålet for investeringene av valutareservene

Valutareservene skal deles inn i porteføljer hvor investeringene styres etter følgende formål:

- Immuniseringsporteføljen og statens utenlandsgjeld skal koordineres slik at rente- og valutakursrisikoen samlet blir minst mulig.
- De øvrige reserver (1.- og 2.-linjereservene) skal for det ene bestå av reserver som skal nyttes til intervensjoner i valutakursstyringen og i den innenlandske likviditetsstyringen ut fra situasjonen i valuta- og pengemarkedet. For det annet skal reservene bestå av investeringer der hovedmålet er avkastning.

§ 2. Krav til likviditet

Valutabeholdningene skal i hovedsak være slik plassert at de på kort varsel kan anvendes i valutakurs- og likviditetsstyringen, samt til oppfyllelse av internasjonale kredittavtaler (swap-avtaler).

§ 3. Valutakursrisiko

1.- og 2.-linjereservene skal samlet plasseres i henhold til følgende fordeling:

Europeiske valutaer: 70 % – 80 %

Amerikanske valutaer (USD, CAD): 3 % – 23 %

Asiatisk valutaer (JPY): 2 % – 12 %

§ 4. Renterisiko

Den gjennomsnittlige renterisiko i 1.- og 2.-linjereservene, målt ved modifisert durasjon, skal samlet være maksimalt 5.

§ 5. Kredittrisiko

5.1. Verdipapirer

Verdipapirene skal være utstedt av nasjonale stater, foretak med statsgaranti eller internasjonale organisasjoner med høy kredittverdighet. Det kan også investeres i verdipapirer hvor myndighetene anses å stå bak låneprogrammet, men uten at det foreligger formelle garantier. Det er ikke adgang til å investere i aksjer eller andre former for egenkapital. Etter tilråding fra Markedsoperasjonsavdelingen og forutgående drøfting i investeringskomiteen fastsetter sentralbanksjefen krav til låntagere som kan godkjennes.

5.2. Lån til banker

Lån til banker skal ikke overstige en verdi på 25 % av totale valutareserver.

Bankinnskudd kan ha inntil 6 måneders løpetid. Sentralbanksjefen fastsetter nærmere regler for plasseringer i banker, etter tilråding fra Markedsoperasjonsavdelingen.

Gull kan utlånes til banker eller mot garanti fra banker som sentralbanksjefen har godkjent for ordinære innskudd. Lånet må ligge innen den ramme for innskudd som er fastlagt for den enkelte bank.

Avtaler om kjøp og salg av valuta på termin kan gjøres med godkjente banker.

5.3. Gjenkjøps/gjensalgsavtaler

Verdipapirer kan utlånes til banker og depotinstitusjoner mot tilfredsstillende sikkerhet. Det kan foretas valutainnskudd med løpetid inntil 6 måneder i investeringsbanker hvis det stilles sikkerhet i verdipapirer som oppfyller kravene til kredittverdighet.

5.4. Fastrenteinstrumenter med fremtidig levering (rente-«futures»).

Kontrakter i «futures» kan inngås basert på de instrumenter Norges Bank ellers handler med.

§ 6. Delegering av myndighet

6.1. Sentralbanksjefen

Sentralbanksjefen kan ut fra hensynet til den løpende valutakursstyringen treffe beslutning om å fravike retningslinjene, for så vidt gjelder valutafordelingen og renterisikoen. Hovedstyret orienteres i ettertid om betydelige avvik fra retningslinjene.

6.2. Investeringskomitéen

En investeringskomité, oppnevnt av sentralbanksjefen, gir nærmere anbefalinger til Markedsoperasjonsavdelingen om plasseringene av valutareservene, herunder ram-

mer for valutafordeling, kredittrisiko og renterisiko.

6.3. Markedsoperasjonsavdelingen

Markedsoperasjonsavdelingen vurderer det løpende behov for likvide plasseringer i lys av den aktuelle valutasituasjon, og avgjør hvilke instrumenter og markeder som tilfredsstillende kravene til likviditet.

Markedsoperasjonsavdelingen godkjenner de enkelte instrumenter som kan handles, og fastsetter konkrete posisjongrenser for disse. Markedsoperasjonsavdelingen fører en liste over godkjente banker og andre låntakere.

Det er også stilt strenge krav til verdipapirenes sikkerhet. Valutareservene er plassert i statsobligasjoner eller obligasjoner med tilsvarende sikkerhet, i obligasjoner utstedt med garanti fra internasjonale organisasjoner som for eksempel Verdensbanken, i kortsiktige utlån mot sikkerhet i slike obligasjoner, eller i bankinnskudd i store internasjonale banker med høy kredittverdighet³.

Plasseringen av immuniseringsporteføljen

Hensikten med å skille ut immuniseringsporteføljen fra de øvrige reservene er å se denne porteføljen i sammenheng med statens opplåning utenlands og minimere valutakurs- og markedsrisikoen for porteføljene samlet, jf. St.prp. nr. 14 (1995–96). Ut fra et slikt ønske er det klart at disse to porteføljene bør ha samme valutamessige sammensetning. Hvis immuniseringsporteføljens beholdning av for eksempel tyske mark er like stor som gjeld i tyske mark, vil en endring av markens verdi målt i kroner ikke påvirke porteføljenes samlede verdi. Tilsvarende argumentasjon kan føres for fordelingen av markedsrisiko i porteføljene. Så lenge markedsrisikoen er lik i hver valuta i begge porteføljene, har Norges Bank

og staten samlet sett ingen markedsrisiko på porteføljene. Av denne grunn vil derfor størrelsen, den valutamessige sammensetning og markedsrisikoen i immuniseringsporteføljen være tilnærmet lik sammensetningen av utenlandsgjelden⁴.

Hvilke valutaer som velges, og hvilken rentebindingstid man skal velge i gjelden og i immuniseringsporteføljen, bestemmes av Norges Bank og Finansdepartementet i fellesskap. Målet er å oppnå en så gunstig margin som mulig mellom statens lånekostnad og avkastningen på verdipapirene Norges Bank kjøper. Hvis denne marginen utvikler seg forskjellig i forskjellige markeder, kan Norges Bank og Finansdepartementet gjennomføre koordinerte endringer av gjeldens og immuniseringsporteføljens sammensetning.

Styring av valutakursrisiko

Hovedstyrets rammer for valutasammensetningen av reservene er relativt vide. I teorien kan Markedsoperasjonsavdelingen foreta store og hyppige endringer av valutasammensetningen uten å komme i konflikt med rammen. Hvis porteføljeforvalterne i Norges Bank trodde at for eksempel amerikanske dollar vil-

3 Dette er beskrevet i noe mer detalj i Penger og Kreditt 3/93, Ole Christian Frøseth: Forvaltningen av Norges Banks valutareserver

4 Immuniseringen av statsgjelden er presentert i Penger og Kreditt 4/94: Helge Eide: Immunisering av statens utenlandsgjeld.

Retningslinjer for samordningen av utenlandsgjelden og Norges Banks valutaeserver

1. Hensikten med immunisering

Plassering av valutaeservene og statens utenlandsgjeld skal koordineres slik at rente- og valutakursrisikoen blir minst mulig. Gitt hensyn til krav om valutafordeling, sikkerhet og likviditet i investeringene, skal lån og investeringer plasseres slik at marginen mellom innlånsrente og investeringsrenten er mest gunstig. Endringer i sammensetningen av gjeldsporteføljen og immuniseringsporteføljen skal skje gjennom en koordinering av innlåns- og investeringsaktivitetene mellom Finansdepartementet og Norges Bank.

2. Gjelds- og immuniseringsporteføljens valutafordeling og renterisiko

Gjelds- og immuniseringsporteføljen skal innenfor de avvik som er omtalt nedenfor, ha lik valutafordeling og lik renteeksponering i hver valuta. Andelen av de tre mest likvide valutaene (USD, DEM og JPY) bør samlet utgjøre mer enn halvparten av gjelds- og immuniseringsporteføljen. Hvis tilbakebetaling av utenlandslån resulterer i en valutafordeling utenfor denne rammen, kan ledelsen i Finansdepartementet og Norges Bank gi dispensasjon fra rammen. Det fastsettes ikke noe mål for gjennomsnittlig rentebindingstid.

Følgende maksimale avvik mellom gjelds- og immuniseringsporteføljen kan tillates:

- * valutafordeling: +/- 1 prosentpoeng

- * rentenivårisiko: +/- 1,0 i gjennomsnittlig modifisert durasjon i hver valuta.

Ved immuniseringen skal en også søke å minimere renterisiko som følge av ikke-parallele skift i rentekurven.

Både Norges Bank og Finansdepartementet står fritt til å fravike den valgte samordning hvis gjennomføringen av valutakurspolitikken skulle kreve det.

3. Likviditet

Opplåningen kan skje i valutaer og med rentebindingstid hvor det er mulig for Norges Bank å investere beløpet uten å komme i konflikt med hovedstyrets retningslinjer for sikkerhet og likviditet for valutabeholdingene.

4. Løpende kontakt mellom institusjonene

Finansdepartementet og Norges Bank møtes regelmessig for å tilrettelegge for den løpende samordning.

5. Rapportering

Hvert kvartal utarbeider Norges Bank og Finansdepartementet en rapport over gjelds- og reserveforvaltningen som viser:

- * størrelse, valutafordeling og renterisiko på gjelden og reservene som er avsatt for å møte gjeldsforpliktelsene, og endringer i innværende periode
- * eventuelle avvik mellom porteføljene
- * avkastningstall for porteføljene

le falle i verdi den nærmeste måneden, kunne man selge plasseringer i amerikanske verdipapirer og veksle valutaen om til for eksempel japanske yen. Etter en måned reverserte man så hele handelen. Hvis valutakursutviklingen i løpet av måneden var som anslått, ville valutatransaksjonene gi en ekstraavkastning. Gikk

valutakursutviklingen i motsatt retning enn man trodde, ville man imidlertid være utsatt for et like stort tap.

Forutsetningen for å tjene på slike transaksjoner er imidlertid at man greier å predikere valutakursutviklingen korrekt i mesteparten av tilfellene. Hvis man var bedre informert

enn de andre aktørene i markedet, eller greide å omsette informasjonen i markedsoperasjoner på en strategisk bedre måte enn andre, ville det være grunnlag for å tro på en slik ekstraavkastning. I reserveforvaltningen legges det imidlertid til grunn at aktørene i valutamarkedene både er profesjonelle og velinformerte, og at valutakursene gjenspeiler all tilgjengelig informasjon. Det er derfor svært vanskelig å forutsi og utnytte valutakursbevegelser på en lønnsom måte. Selv en mulig bedre innsikt i – og informasjon om – andre sentralbankers utforming og gjennomføring av penge- og valutapolitikken gir vanligvis ikke et slikt kunnskapsmessig fortrinn fremfor andre aktører at det kan berette en slik mer risikoeksponert atferd. Det er dessuten en underliggende, stilltiende forutsetning at sentralbanker søker å bidra til stabilitet i de internasjonale valutamarkeder. En atferd som her er beskrevet, ville prinsipielt og i praksis være i strid med de spilleregler som sentralbanker søker å legge til grunn for sin virksomhet.

Det er et faktum at valutakursene kan endre seg mye i løpet av kort tid. Det betyr at en strategi basert på hyppige forandringer i valutasammensetningen kunne medføre store gevinster – og store tap. Når sannsynligheten for tap er på høyde med sannsynligheten for gevinst, vil man ikke over tid få kompensert for den ekstra risikoen man påtar seg. I forvaltningen av valutaresservene legges det derfor vekt på å holde en fast valutafordeling som reduserer valutakursrisikoen for reservene samlet. Investeringskomiteen har anbefalt en fast valutafordeling for 1.- og 2.-linjereservene. I praksis vil Markedsoperasjonsavdelingen holde en valutafordeling som ligger svært nær denne anbefalte fordelingen. Denne atferd har mange fellestrekk med andre langsiktige kapitalforvalteres håndtering av valutakursrisiko.

Valutakursrisikoen kan deles opp i to elementer: risikoen for at kursen på norske kroner endres og bevegelser i kursene mellom

utenlandske valutaer. Den førstnevnte risikoen må man akseptere. Hvis norske kroner stiger i verdi, vil dette medføre et valutakurstap på reservene. Risikoen som skyldes at utenlandske valutaer beveger seg mot hverandre, kan imidlertid reduseres ved å holde en veldiversifisert portefølje av flere valutaer. I en slik portefølje vil valutakurssvingningene på de ulike porteføljene delvis kunne motvirke hverandre. I fastsettelsen av valutasammensetningen på 1.- og 2.-linjereservene er det tatt utgangspunkt i fordelingen av norsk import fra de forskjellige markeder. En hovedgrunn for et slikt utgangspunkt er hensynet til formuesbevaring og ønsket om å opprettholde reservenes internasjonale kjøpekraft. Det er imidlertid foretatt visse tilpasninger i denne sammensetningen. Viktigste tilpasning er at andelen som er plassert i de store, likvide markedene, er noe større enn importvektene skulle tilsi. Dette har sammenheng med behovet for høy likviditet i reservene. I den samlede vurdering er det også lagt vekt på at det overordnede mål for valutakursstyringen er å holde en stabil kronekurs overfor de sentrale europeiske valutaer. Dette styrker isolert sett argumentene for å holde en forholdsvis stor andel av reservene i europeiske valutaer. Andelen av de andre skandinaviske lands valutaer i reservene er mye lavere enn deres andel av norsk import. Investeringskomiteen har lagt vekt på at disse valutaene i visse situasjoner tenderer til å være svake samtidig som norske kroner er utsatt for midlertidig press. Hvis det skulle bli behov for å støttekjøpe kroner, kan det da være problematisk å selge svenske og danske kroner. I tabell 2 vises den valutamessige sammensetningen av 1.- og 2.-linjereservene ved utgangen av september.

I debatten om forvaltningen av Petroleumsfondet er det hevdet at Norges Bank som eventuell forvalter kunne stå overfor en potensiell rollekonflikt. Som forvalter av fondet kunne en tenkes å ville selge en valuta ut fra et

Tabell 2. Valutafordeling 1.- og 2.-linjereservene september 1995 (i prosent)

DEM	NLG	BEF	FRF	GBP	DKK	SEK	XEU	USD	CAD	JPY
30,8	1,0	2,2	9,8	16,9	4,3	4,7	8,4	13,4	2,9	5,6

syn på fremtidig kursutvikling. Hvis valutaen samtidig var under press, ville hensyn til banken fra å gjennomføre slike transaksjoner. En slik mulig rollekonflikt vil Norges Bank i prinsippet allerede ha møtt som forvalter av en omfattende valutaportefølje. Målet om å maksimere en formue på lang sikt er, som beskrevet foran, felles for både Petroleumsfondet og store deler av reservene.

Norges Bank unngår å selge andre lands valutaer hvis de respektive lands sentralbanker ikke ønsker dette av hensyn til valutakursstyringen. Som nevnt vil Norges Bank uansett ikke foreta valutaomvekslinger med sikte på å oppnå kortsiktige kursgevinster. Den mulige rollekonflikten er derfor begrenset til omvekslinger som følge av valutainngang – eller utgang – til/fra valutareservene. Selv om man i korte perioder kan være nødt til å akseptere små avvik fra den valgte fordelingen, skaper dette i dagens situasjon få problemer. Dette har blant annet sammenheng med at det er forståelse i andre lands sentralbanker for at man over tid må følge en fastsatt valutafordeling i reservene. Også andre sentralbanker administrerer fond hvor valutafordelingen ikke gjøres avhengig av valutakurssamarbeidet.

Styring av markedsrisiko

Rammene for markedsrisiko er gitt i form av måltall for modifisert durasjon. Dette er et tall som viser hvor sensitivt et verdipapir eller en portefølje er for endringer i rentenivået. En stigende rente vil bety at prisene på verdipapirene faller, slik at man må bokføre et tap på verdipapirbeholdningen. Hvis en portefølje har en modifisert durasjon på 2, kan man – svært grovt – si at hvis renten stiger med 1 prosentpoeng, vil markedsverdien på porteføljen falle med 2 prosent⁵. Rentebærende verdipapirer med lang tid til forfall vil ha en modifisert durasjon som er høyere enn verdipapirer med kort tid til forfall. En rentestigning vil derfor medføre større tap i markedsverdien på

5 Dette måltallet er beheftet med flere teoretiske problemer og bygger på svært strenge forutsetninger, som det vil ta for mye plass å redegjøre for i denne sammenheng. I Penger og Kreditt 2/91, s. 64* er det gitt en presentasjon av formelen for modifisert durasjon.

et verdipapir med lang tid til forfall enn et verdipapir med kortere gjenstående løpetid.

På kort sikt vil verdien på plasseringer med høy modifisert durasjon svinge mest. Det kan likevel ikke sies at slike investeringer er mer risikofylte. Hvis man for eksempel vil innrette sin økonomi i dag etter hva man må betale for et boliglån i 5 år, er det mindre risikofyllt å binde renten i 5 år enn å beholde en lånerente som kan justeres i løpet av perioden. Tilsvarende vil vurderingen av markedsrisikoen på investeringene være bestemt av hvilken periode man vil sikre avkastningen for. Fra hovedstyrets side er det sagt at enhver plassering av valutareservene som innebærer en markedsrisiko målt ved modifisert durasjon på mindre enn 5, er akseptabel. Investeringskomiteen har ytterligere anbefalt at modifisert durasjon i 1.- og 2.-linjereservene bør ligge rundt 3.

I dette valget har investeringskomiteen foretatt en avveining mellom hensynet til formuesoppbevaring på lang sikt og sannsynligheten for valutautgang gjennom intervensjoner på kort sikt. Det første hensynet tilsier at reservene bør være plassert med en lang modifisert durasjon. Selv om dette isolert kan føre til større prisgevinster eller -tap på kort sikt, vil man være mer sikker på hvilken avkastning man får på lang sikt.

Hensynet til intervensjoner tilsier korte plasseringer. Kan man anslå hvor mye valuta man vil måtte selge på kort sikt, bør man plassere denne delen av reservene kort. I virkeligheten vil det være svært vanskelig å anslå dette beløpet. Investeringskomiteens anbefaling er et skjønnsmessig kompromiss mellom disse to hensynene, hvor likevel hensynet til formuesoppbevaring er tillagt størst vekt.

Investeringskomiteen har til en viss grad også lagt vekt på data fra det amerikanske obligasjonsmarkedet, som viser at en på lang sikt har oppnådd høyere avkastning ved å øke den modifiserte durasjonen på porteføljene til ca. 2–3. Undersøkelsene viser at ved å øke markedsrisikoen ytterligere har en først og fremst fått større svingninger i porteføljenes verdi uten samtidig å få høyere avkastning over tid.

I praksis vil markedsrisikoen i 1.- og 2.-linjereservene ligge svært nær Investeringskomiteens anbefaling. Et mål om modifisert

durasjon på 3 kan imidlertid oppfylles på flere alternative måter. En mulighet er å kun investere i verdipapirer som har modifisert durasjon på 3. I praksis vil det bety å samle alle investeringene i verdipapirer med noe over 3 år til forfall. Andre alternativer er å kombinere svært korte og lengre investeringer slik at gjennomsnittlig modifisert durasjon ble 3, eller å spre investeringene over en rekke ulike løpetider. 1- og 2.-linjereservene er hovedsakelig investert i verdipapirer med varierende tid til forfall. Ved såkalte ikke-parallele renteskift, dvs. når for eksempel korte renter endres mye mer enn lengre, vil en slik strategi medføre mindre endringer i markedsverdien på reservene sammenlignet med en portefølje som er konsentrert rundt en bestemt løpetid.

Avkastningskrav til reservene

Avkastningen på reservene avhenger først og fremst av den valgte valutafordeling og nivået på markedsrisikoen, målt ved modifisert durasjon. Som beskrevet styres dette innenfor rammer anbefalt av investeringskomiteen i Norges Bank. Markedsoperasjonsavdelingen forsøker aktivt å oppnå meravkastning på reservene gjennom operasjoner og valg av markedsinstrumenter som ikke endrer risikoprofilen på reservene. Eksempler på slike operasjoner er utlån av verdipapirer, en viss bruk av rentefutures, og den løpende vurdering av enkeltobligasjoner innen de rammer som eksisterer.

For å vurdere hvilken avkastning en bør kunne kreve på valutareservene, har Markedsoperasjonsavdelingen tatt i bruk såkalte normporteføljer. Dette er ikke porteføljer som faktisk kjøpes og selges. Normporteføljene eksisterer bare som en referanse og sammenligningsgrunnlag for de faktiske valutaporteføljene. Hensikten er å vise markedsutviklingen på en tenkt verdipapirportefølje som gjenspeiler Norges Banks krav til valutafordeling og markedsrisiko. Det vil være vanskelig å oppnå forskjellig avkastning på valutareservene sammenlignet med normporteføljene uten å velge en forskjellig risikoprofil. Som nevnt er risikoprofilen på reservene svært lik normporteføljene, og avkastningsforskjellene er derfor for tiden relativt beskjedne.

Kontakt med andre institusjoner

Mellom de nordiske lands sentralbanker er det et nært og løpende samarbeid og utveksling av informasjon og erfaringer når det gjelder forvaltning av valutareservene. Likeledes høster sentralbankene råd, veiledning og økt kompetanse og innsikt gjennom omfattende forbindelse med investeringsselskaper, banker, fondsmeglere mv. i den løpende aktivitet i markedet. Norges Bank trekker særlige fordele av at en fortsatt har en fot i de amerikanske finansielle markeder gjennom New York-kontoret, som en har funnet det hensiktsmessig å beholde helt siden det ble opprettet under krigen, riktignok i svært beskjeden skala.

Som et ledd i det løpende samarbeidet med andre sentralbanker foretar Norges Bank en fortløpende vurdering av muligheter for å teste kvaliteten og resultatene av bankens forvaltningsvirksomhet, herunder bruk av eksterne og interne normporteføljer og bruk av eksterne porteføljeforvaltere for deler av valutareservene. Andre lands erfaringer på det sistnevnte området er hverken klare eller entydige. For det første kan formålet variere, blant annet hvorvidt det er resultatmåling eller kompetansebygging som er siktemålet. Deretter kommer et fundamentalt spørsmål uvegerlig inn: Skal de retningslinjer som legges til grunn for normporteføljer og for den eksterne porteføljeforvalter, være henimot identiske med de som gjelder for sentralbankens egen forvaltning? Det blir i så fall enkelt å sammenligne resultatene, men forskjellene blir samtidig marginale. Eller skal den eksterne porteføljeforvalter få andre og «friere tøyler» for sin forvaltning? Da får man testet ut så vel strategi som den operative virksomhet i sentralbankens forvaltning. Problemet da vil være at forskjellene fra år til år kan være svært store, slik at en trenger et forholdsvis langt tidsperspektiv for å trekke rimelig sikre konklusjoner.

Norges Bank har i sin forvaltningsvirksomhet etablert internt fastlagte normporteføljer. Hvor langt en skal gå videre etter de linjer som er skissert ovenfor, arbeides det nå aktivt med, blant annet i lys av andre lands erfaringer.

Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995

Marianne Sturød, konsulent i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Omsetningen i det norske valutamarkedet ble i april 1995 målt til 129,7 milliarder amerikanske dollar. Dette er i gjennomsnitt 7,6 milliarder dollar, eller 47,2 milliarder norske kroner, pr. bankdag. Siden 1992 har omsetningen i valutamarkedet økt med 46,2 prosent. Amerikanske dollar er fortsatt den klart mest handlede valutaen, men tyske mark får en stadig mer fremtredende plass i valutamarkedet. I april ble det i gjennomsnitt omsatt rentederivater med underliggende verdi 2,8 milliarder dollar pr. bankdag. Av dette var ca. 50 prosent handel i fremtidige renteavtaler (FRA).

I Norden har Sverige de største valuta- og rentederivatmarkedene målt i utestående derivatbeholdning, men Danmark hadde den høyeste omsetningen pr. bankdag i valutamarkedet. Mens handelen i valutaspotmarkedet har økt sin relative betydning i Norge, er spotandelen redusert i Sverige og Danmark fra 1992 til 1995. De nordiske rentederivatmarkedene domineres av handel i FRAer og rentefutures. Det er lav aktivitet i de nordiske derivatmarkedene for aksjer og råvarer.

Bakgrunn

Norges Bank undersøkte i april 1995 aktiviteten i de norske valuta- og derivatmarkedene. Undersøkelsen omfattet den løpende omsetningen i valuta- og rentederivatmarkedene i april og utestående beholdning av alle derivatkontrakter ved utgangen av mars 1995. Samtidig som Norges Bank foretok sin undersøkelse, ble tilsvarende undersøkelse gjennomført i 25 andre land. Undersøkelsen er koordinert av Bank for International Settlements (BIS). BIS vil samordne og analysere dataene for alle landene og presentere resultatene i en rapport som ventes å foreligge våren 1996.

Denne typen undersøkelse har vært gjennomført hvert tredje år, men har tidligere kun dekket valutamarkedet. Den amerikanske sentralbanken begynte i midten av 1970-årene å kartlegge virksomheten i det amerikanske valutamarkedet. I 1986 ble tilsvarende undersøkelse gjennomført i Storbritannia, Japan og Canada. I 1989 deltok også de fleste OECD-land og finansielle sentra som Singapore, Hong Kong og Bahrain. Norge var også blant de 21

landene som gjennomførte undersøkelsen av valutamarkedet i 1989, og fra det året har BIS bearbeidet dataene fra de enkelte land til en undersøkelse av den globale valutaomsetningen.

Undersøkelsen er blitt stadig mer raffinert. I 1989 utformet den enkelte sentralbank selv undersøkelsen ut fra strukturen i eget valutamarked. Ulike definisjoner og beregningsmåter gjorde internasjonale sammenlikninger vanskelig. Derfor ble undersøkelsen i 1992 gjennomført stort sett med samme skjema i til sammen 26 land. Resultatene fra de to siste undersøkelsene er presentert i BIS (1990, 1993). De norske undersøkelsene er presentert i Norges Bank (1990) og Svor (1992).

Nærmere om den norske undersøkelsen i 1995

Ved undersøkelsen i 1995 er skjemaene langt mer omfattende enn før, men det er sørget for at sammenlikning med tidligere undersøkelser av valutamarkedene er mulig ved at kategori-

seringen og oppdelingen av data fra 1992 også gjenfinnes i år. På grunn av interessen for de øvrige derivatmarkedene var årets undersøkelse utvidet med omsetningen av rentederivater og utestående beholdninger av valuta-, rente-, aksje- og råvarederivater. Dette innebar behov for å revurdere hvilke institusjoner som burde delta i undersøkelsen. Mens 15 banker rapporterte i 1992, var 16 banker, 5 fondsmeglerforetak, 4 forsikringsselskaper og 2 kredittforetak med i 1995. Dermed omfattes det aller meste av aktiviteten i det norske valuta- og derivatmarkedet. Det viste seg at de største bankene dekket det vesentligste av aktiviteten i de norske markedene.

Ikke-finansielle norske foretak handler med metall- og oljederivater blant annet i London. Slik handel regnes ikke som aktivitet i det norske markedet og dekkes ikke i den norske undersøkelsen. Ettersom Storbritannia deltar i undersøkelsen, vil disse transaksjonene inngå i den globale handelen med derivater slik den blir rapportert fra BIS.

Deltakerne rapporterte brutto omsetning i valuta- og rentederivater for april måned. Telleenheten er hver enkelt kjøps- eller salgskontrakt inngått i løpet av måneden, uansett når levering er avtalt. Både for transaksjoner og utestående beholdning skulle kjøpte og solgte kontrakter rapporteres uten noen form for nettoregning. Av hensyn til internasjonal sammenlikning ble alle beløp rapportert i amerikanske dollar. Rapportørene spesifiserte type transaksjon, valutslag og motpart. I valutemarkedet er det skilt mellom spot-transaksjoner, terminer, swapper, opsjoner og futures. I rentederivatmarkedet er det skilt mellom fremtidige renteavtaler (FRA), renteswapper, opsjoner og futures. Undersøkelsen er først og fremst rettet mot OTC'-markedet, men dekker også derivater som handles over børs (futures og børsomsatte opsjoner).

Bearbeiding og revisjon av data

I 1995 falt hele påsken i april. Det var dermed bare 17 handledager i april dette året, mot henholdsvis 20 og 19 handledager i 1989 og 1992. Det store antallet fridager vil påvirke

aktiviteten i markedet. Flere rapportører meldte en månedsomsetning lavere enn i andre måneder. Omsetningen pr. bankdag kan imidlertid øke om de regulære sikringsforretningene gjennomføres på de dagene bankene faktisk er åpne. Dette kan være et problem i forhold til sammenlikninger med de tidligere undersøkelsene i 1989 og 1992, men også i forhold til internasjonale sammenlikninger med land som har andre påsketradisjoner.

Totalomsetningen er korrigert slik at transaksjoner som er registrert av to norske rapportører, bare er tatt med én gang. I 1989 og 1992 ble denne korreksjonen bare utført av BIS (1990, 1993), mens tall for valutaomsetningen i Svor (1992) inneholder en viss dobbeltrapportering. I denne artikkelen er tallene sammenliknbare, og innenlandske transaksjoner er bare talt med én gang.

Markedsforholdene i april 1995

Norske kroner svekket seg gradvis gjennom april 1995. Norges Bank intervenerte jevnlig med støttekjøp av norske kroner for å begrense kursfallet. I april var den gjennomsnittlige midtkursen på norske kroner overfor teoretisk ECU 8,3159, en svekkelse på 0,6 prosent i forhold til mars.

Internasjonalt styrket tyske mark seg overfor de fleste valutaer, og med 0,7 prosent overfor norske kroner måneden sett under ett. Amerikanske dollar falt med 1,3 prosent i forhold til norske kroner i april. Danske kroner og finske mark styrket seg overfor norske kroner med henholdsvis 2,4 og 1,3 prosent. Kursen på svenske kroner svekket seg med 2,2 prosent.

Rentene i pengemarkedet steg fra 5,16 prosent ved utgangen av mars til 5,64 prosent ved utgangen av april. I løpet av måneden beveget rentedifferansen (3 mnd.) mellom kroner og teoretisk ECU seg fra -1,39 til -0,80 prosentpoeng, mens den tilsvarende rentedifferansen overfor tyske mark økte fra 0,32 til 0,88 prosentpoeng. Den effektive renten på norsk 10-års statsobligasjon (S465) falt i løpet av måneden med 0,29 prosentpoeng til 7,65. Rentedifferansen overfor tilsvarende tyske og amerikanske lån ble i løpet av samme periode redusert med henholdsvis 17 og 16 rentepunkter.

1 «Over the counter». Derivatmarkedet utenom børs.

Definisjoner

I undersøkelsen er følgende definisjoner brukt:

Transaksjonstyper:

Spot. Avtale om kjøp eller salg av valuta med «øyeblikkelig» levering, dvs. ikke senere enn to bankdager etter kontraktsinngåelse.

Termin. Avtale om levering av en gitt mengde av et aktivum til en gitt pris (kontraktsprisen) på et fremtidig tidspunkt som er mer enn to bankdager etter kontraktsinngåelse. Terminforretninger omfatter såkalte «ekte terminer», swapper og FRA.

«*Ekte valutaterminer*». Avtale om kjøp eller salg av valuta for fremtidig levering. Beløp, leveringskurs og leveringsdag avtales ved kontraktsinngåelse og kan ikke endres i kontraktsperioden. En valutatermin-avtale innebærer en plikt til å levere eller motta valuta.

FRA (fremtidig renteavtale). Gjensidig bindende avtale om en fremtidig rente (FRA-renten) i en gitt periode og for et bestemt underliggende kontraktsbeløp. FRA-renten, perioden, kontraktsbeløpet og en referanserente (f.eks. NIBOR), avtales når kontrakten inngås. Kontrakten er en ren differansehandel. Oppgjøret beregnes ut fra rentedifferansen mellom den avtalte FRA-renten og referanserenten i markedet.

Valutaswap. Avtale om kjøp (salg) av valuta med øyeblikkelig levering, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. En swapavtale består således av en spottransaksjon og en ekte termintransaksjon. For å unngå dobbelttelling, er bare spotdelen av en swapavtale rapportert. Det forekommer også valutaswapper der partene i tillegg bytter rentestrømmer i to ulike valutaer. Denne typen swapper utgjorde en liten andel av den rapporterte swapomsetningen.

Renteswap. Avtale mellom to parter om å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter. I den vanligste formen byttes flytende rente mot fast rente eller omvendt (såkalt «plain vanilla» renteswap).

Opsjoner. Avtale som gir innehaveren en rett, men ikke plikt til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller selge (salgsopsjon) en bestemt mengde av et objekt til en gitt pris (kontraktsprisen) på eller innen et bestemt tidspunkt.

Futures. Standardisert terminkontrakt som omsettes over børs. På Oslo Børs noteres bare rentefutures på statsobligasjoner og aksjefutures på OBX-indeksen.

Valutafutures. Avtale for et standardisert beløp valuta levert til en spesifisert kurs på en bestemt dag.

Rentefutures. Standardiserte børsomsatte terminer på rentebærende papirer, som obligasjoner og sertifikater, eller en indeks av pengemarkedsrenter.

Aksjefutures. Standardisert avtale på et gitt antall aksjer eller en aksjeindeks, levert til en spesifisert aksjekurs.

Motpart:

«Motparten» er en betegnelse for hvem den rapporterende institusjonen har avtalt handel med. For transaksjonene i OTC-markedet ble det skilt mellom følgende motparter:

1. – rapporterende institusjon i Norge
2. – rapporterende institusjon i utlandet (finansinstitusjoner i de 25 øvrige landene i den internasjonale undersøkelsen).
3. – andre finansinstitusjoner i Norge
4. – andre finansinstitusjoner i utlandet (finansinstitusjoner fra land som ikke deltar i undersøkelsen)
5. – kunder i Norge (alle andre innenlandske motparter enn de to ovennevnte)
6. – kunder i utlandet

Det norske valutamarkedet

Omsetningen i det norske valutamarkedet i april 1995 var 129,7 milliarder dollar, det vil si gjennomsnittlig 7,6 milliarder dollar eller 47,2 milliarder norske kroner pr. bankdag. I 1989 og 1992 var omsetningen henholdsvis 4,4 milliarder dollar og 5,2 milliarder dollar pr. bankdag. Gjennomsnittlig dagsomsetning i valutamarkedet har dermed økt med om lag 46 prosent siden 1992 og 73 prosent siden 1989. Kursen på norske kroner var imidlertid noe høyere i forhold til amerikanske dollar i år enn under de to tidligere undersøkelsene. Målt i norske kroner har økningen i valutaomsetningen dermed vært noe lavere, ca 40 prosent siden 1992 og 58 prosent siden 1989.

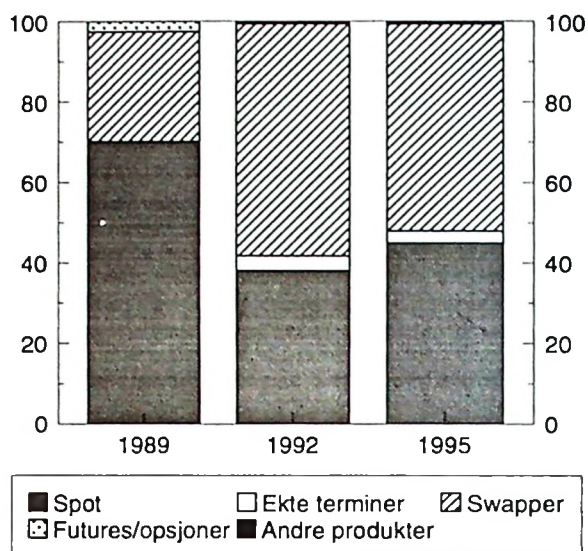
Strukturen i det norske valutamarkedet

Figur 1 viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Mens spothandelen i 1989 utgjorde vel 70 prosent av omsetningen, var andelen i 1992 falt til 38 prosent. Samtidig økte terminhandelen fra 27 prosent til over 60 prosent. Dette er i samsvar med utviklingen internasjonalt og forklares blant annet ved at økt kursstabilitet har redusert den rene arbitrasjehandelen. Dessuten fører bedre informasjonssystemer til at prisene faktisk vil bli justert uten at det handles i markedet. Årets internasjonale undersøkelse viser at spotandelen fortsatt reduseres i de fleste land, men i Norge er spotandelen økt med 7 prosentpoeng fra 1992. Dette kan skyldes en tendens til økt konsentrasjon i norsk næringsliv. Større oppmerksomhet rundt finansiell risiko og en gradvis større avhengighet av handel med utlandet bidrar til økt finansaktivitet i flere større bedrifter. En stor del av denne aktiviteten skjer i spotmarkedet. Økning i oljeinntekter og oljeskatter fra 1992 til 1995 kan også ha bidratt til å øke omsetningen i spotmarkedet.

Spotmarkedet

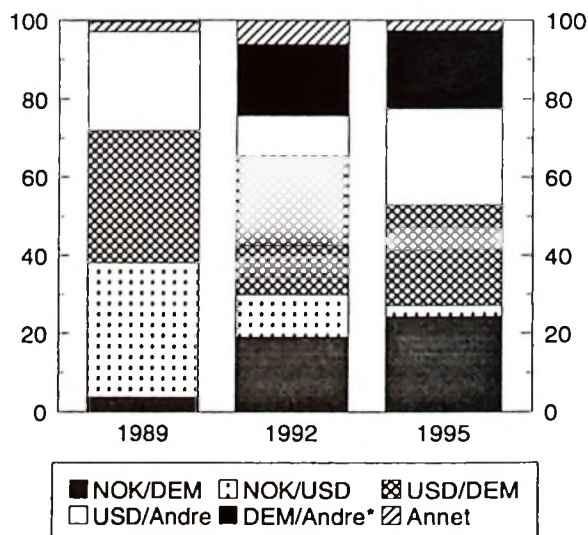
Spot-omsetningen har økt med 71 prosent de tre siste årene. Den var 2 milliarder dollar pr. bankdag i 1992 og 3,4 milliarder dollar i 1995. Over 67 prosent av spot-omsetningen

Figur 1. Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Figur 2. Spot-omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



* Ingen oppdeling på DEM/andre i 1989

Kilde: Norges Bank

var mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner. Det er en liten økning siden 1992. Andelen av direkte handel med ikke-finansielle kunder har økt med 4 prosentpoeng til over 17 prosent. Dette kan i stor grad forklares ved at flere større ikke-finansielle foretak som nevnt er blitt mer aktive i spotmarkedet.

Figur 2 viser at det har skjedd store endringer i hvilke valutaer som handles i spotmarkedet siden 1989. Fra 1989 til 1992 økte andelen som var mellom tyske mark og norske kroner fra under 4 prosent til 19 prosent. I 1995 var andelen økt til nesten 25 prosent. Totalt var tyske mark involvert i ca. 70 prosent av spot-omsetningen. Den økte markedsandelen går på bekostning av amerikanske dollar. Handelen mellom dollar og norske kroner er redusert fra 35 prosent i 1989 til 3 prosent av spot-omsetningen i 1995. Mens handelen i spotmarkedet tidligere var knyttet til amerikanske dollar, foregår nå all handel via tyske mark. Kjøp av dollar i det norske spotmarkedet gjøres nå ved å kjøpe tyske mark for norske kroner og deretter dollar for tyske mark, og kursene regnes ut via tyske mark. Tyske mark er dermed blitt en «nøkkelvaluta» i det norske valutamarkedet. Dette har skjedd samtidig som norske kroner er blitt nærmere knyttet til europeiske valutaer. I oktober 1990 ble kronen formelt knyttet til ECU, og da fastkursystemet ble erstattet av dagens valutakursregime, ble målet om stabilisering av kronens internasjonale verdi knyttet til europeiske valutaer. I denne perioden har dessuten tyske mark overtatt dollarens rolle som Norges Banks intervensjonsvaluta.

Terminmarkedet

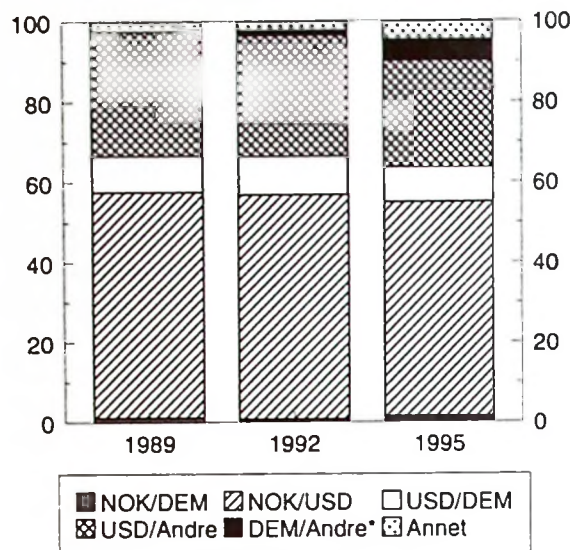
Handelen i terminmarkedet har økt betydelig siden den første undersøkelsen i 1989. I forhold til den totale omsetningen økte handelen i dette markedet fra under 30 prosent til 61 prosent fra 1989 til 1992. I år var denne andelen redusert til 54 prosent. I terminmarkedet inngås to typer forretninger, kjøp og salg av valuta med fremtidig levering («ekte terminer») og valutabytteavtaler («swap»-forretninger). Den daglige omsetningen i terminmarkedet i april i år var 4,1 milliarder dollar, hvorav swap-forretninger utgjorde om lag 94 prosent.

Swap-forretninger utgjør over halvparten av den totale omsetningen i det norske valutamarkedet. Den store andelen skyldes den rolle swapmarkedet har i det norske pengemarkedet. De norske bankene har aktivt benyttet swapmarkedet i sin innlånsvirksomhet, både fra innenlandske og utenlandske banker. Også Norges Bank benytter swapmarkedet for å tilføre eller inndra likviditet fra banksystemet. Når Norges Bank benytter begrepet *pengemarkedsrentene*, er det i første rekke renten på norske kroner i swapmarkedet (eurokronerrenten) det refereres til. Om lag 67 prosent av swaphandelen er rettet mot utenlandske finansinstitusjoner, mens 14 prosent av omsetningen er handel mellom norske finansinstitusjoner. Den sistnevnte andelen er mer enn halvert siden 1992. Dette kan til dels forklares ved at bankene generelt hadde et høyere behov for kronefinansiering i 1992. En stor del av denne innlåningen gikk via utenlandske lånopptak i fremmed valuta som ble «swappet» til norske kroner. I dag benyttes denne teknikken i langt mindre grad i bankenes innlånsvirksomhet, og swaphandelen mellom norske finansinstitusjoner er redusert med hele 43 prosent siden 1992. Denne nedgangen blir imidlertid mer enn erstattet av den økte andelen av handel med kunder i swapmarkedet. Målt i absolutte tall har det vært en økning i swapomsetning med kunder på 272 prosent.

Handel i «ekte terminer» har de siste årene bare utgjort en liten andel av omsetningen i valutamarkedet, og det er hovedsakelig ved transaksjoner mellom amerikanske dollar og norske kroner. Dette markedet er langt mer kundebasert enn resten av valutamarkedet. Den høye kundeandelen (63 prosent) indikerer at «ekte terminer» vesentlig blir benyttet som sikringsinstrument.

Figur 3 viser at amerikanske dollar fortsatt er hovedvaluta i terminmarkedet. I 1995 var dollaren involvert i ca. 89 prosent av transaksjonene. Dette er en nedgang fra 1989 og 1992, da dollaren var kontraktsvaluta for over 95 prosent av transaksjonsvolumet. Siden 1992 er markedsandelen til tyske mark økt fra i underkant av 12 prosent til over 15 prosent. Dette skyldes først og fremst termintransaksjoner mellom tyske mark og andre valutaer enn dollar og norske kroner. Selv om tyske

Figur 3. Terminomsetningen i det norske valutemarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



* Ingen oppdeling på DEM/andre i 1989

Kilde: Norges Bank

mark har økt sin markedsandel, dominerer dollaren markedet fordi det er flest aktører og størst likviditet i dollar-swapmarkedet.

Løpetiden i terminmarkedet

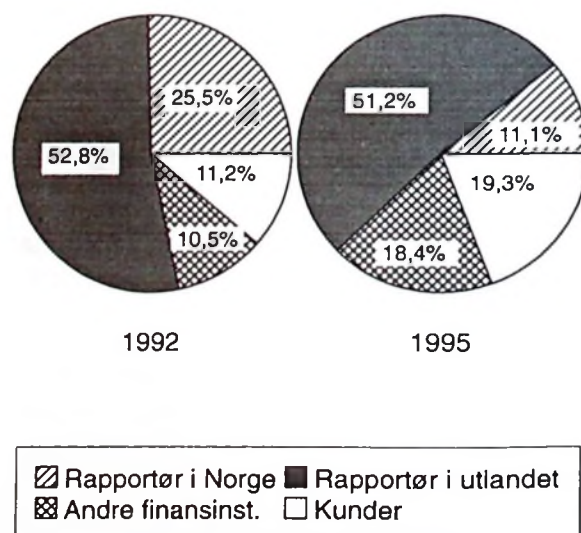
I 1992 var 68 prosent av terminomsetningen kontrakter med løpetid under syv dager, mens 31 prosent var kontrakter med løpetid mellom syv dager og ett år. Denne forskjellen var jevnet ut i årets undersøkelse. De to kategoriene stod for henholdsvis 49 og 48 prosent av all handel i terminmarkedet. Andelen av terminer med løpetid over ett år har samtidig økt med 1 prosentpoeng til i underkant av 3 prosent. Det er vanskelig å anslå gjennomsnittlig løpetid ut fra disse tallene, ettersom løpetiden innen de to lengste kategoriene kan ha endret seg. Men dersom løpetiden innen kategoriene ikke er betydelig redusert, har det vært en generell økning i løpetiden. Med samme forbehold var det en betraktelig reduksjon i løpetiden på terminkontraktene fra 1989 til 1992. Nedgangen i løpetid fra 1989 til 1992 var et internasjonalt fenomen, men den norske bankkrisen kan

også ha bidratt til utviklingen i Norge, ettersom utenlandske banker kan ha funnet det risikofylt å handle med norske banker og derfor ikke ønsket å «binde» seg for lengre perioder.

Kontraktsmotpart

Figur 4 viser at valutahandel med kunder har økt betraktelig de siste årene. Kontrakter med ikke-finansielle kunder utgjorde bare 5 prosent av valutaomsetningen i 1989, men økte til i underkant av 11 prosent i 1992. Ved årets undersøkelse var kundeandelen ytterligere økt til over 19 prosent. Det er handel i «ekte terminer» som har den største kundeandelen (63 prosent). Tilnærmet all direkte kundehandel i både spot- og «ekte termin»-markedet var rettet mot norske kunder. I swap-markedet var imidlertid nesten en tredel av all kundebasert handel knyttet til utenlandske kunder. Spot- og swaphandelen domineres av handel mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner. Denne handelen utgjør over 67 prosent i hvert av de to markedene.

Figur 4. Omsetningen i det norske valutemarkedet fordelt etter kontraktsmotpart. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Utestående kontrakter i det norske valutamarkedet

Nytt ved årets undersøkelse var rapportering av utestående kontrakter. Den underliggende verdien av utestående kontrakter i valutamarkedet ble ved utgangen av mars målt til 127,1 milliarder dollar, eller 785,8 milliarder norske kroner. Av dette var over 97 prosent terminer, mens opsjoner og futures stod for henholdsvis 2,8 og 0,1 prosent av utestående valutabeholdning.

Ved utgangen av mars 1995 var dollaren involvert i 90 prosent av utestående kontrakter i valutamarkedet, mens den tilsvarende andelen for tyske mark var 10 prosent. Dette forklares av at dollaren er den dominerende valutaen i terminmarkedet, mens det handles mest med tyske mark i spotmarkedet. All spothandel har som nevnt «øyeblikkelig» levering, og registreres derfor ikke som «utestående» kontrakter.

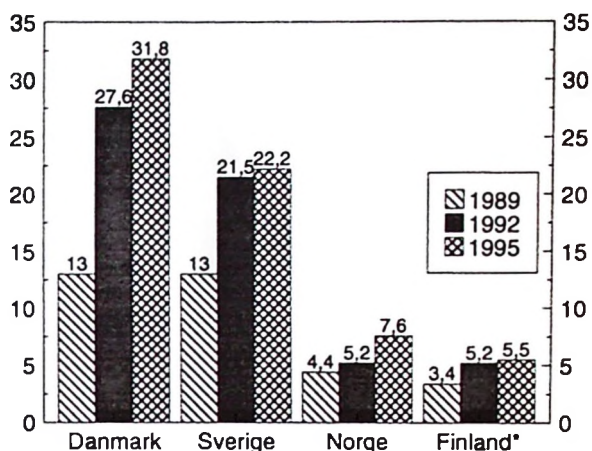
Strukturen i de nordiske valutamarkedene

I figur 5 sammenliknes valutaomsetningen i de nordiske landene. Omsetningen er vesentlig større i Danmark og Sverige enn i Norge og Finland. Figuren viser også at veksten i det norske valutamarkedet har vært større de tre siste årene enn i de tre andre nordiske landene som deltok i undersøkelsen. I Danmark har valutaomsetningen pr. bankdag økt med om lag 15 prosent til 31,8 milliarder dollar, i Sverige har den økt med bare 3 prosent til 22,2 milliarder dollar, mens omsetningen er lavest i Finland med 5,5 milliarder dollar. I 1992 ble det bare rapportert aggregert omsetning for det finske valutamarkedet, men det kan være grunn til å anta at markedet har hatt en viss vekst².

Danmark er det nordiske landet som har hatt sterkest vekst fra 1989. Pr. bankdag har valutaomsetningen i Danmark økt med 145

2 Figuren er basert på at forholdet mellom total rapportering og handel etter korrigerings for intern dobbelttelling i Finland er redusert fra 1989 til 1995. Anslag for dette forholdstallet i 1992 er utledet ved å beregne gjennomsnittet av de tilsvarende forholdstallene i 1989 og 1995. Det innebærer en vekst fra 1989 til 1992 på 52 prosent og fra 1992 til 1995 på 5 prosent.

Figur 5. Valutaomsetningen i Norge, Sverige, Danmark og Finland i 1989, 1992 og 1995. Gjennomsnitt pr. bankdag. Milliarder amerikanske dollar



* Jf. fotnote 2

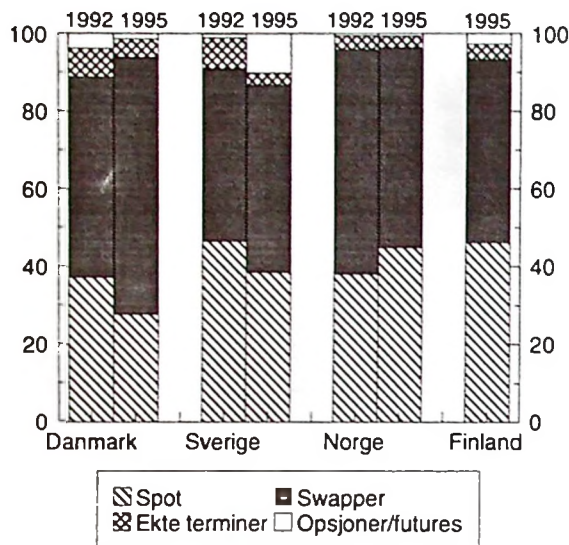
Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

prosent siden 1989, deretter følger Norge med 73 prosent, Sverige med 71 prosent og Finland med 62 prosent. I løpet av disse seks årene har det vært markerte forskjeller i endringer i kursen på de nordiske valutaene i forhold til den amerikanske dollaren. Dersom vi tar hensyn til disse kursendringene og måler veksten i de nasjonale valutaene, har Sverige hatt den største veksten med 97 prosent. De er fulgt av Danmark med 82 prosent, Finland med 64 prosent og Norge med 57 prosent.

Målt i utestående valutabeholdning har Sverige det største valutamarkedet. Ved utgangen av mars var den underliggende verdien av utestående valutaderivatkontrakter nesten 945 milliarder dollar. Dette er nesten tre ganger så høyt som pålydende verdi av utestående kontrakter i det danske valutamarkedet som ble målt til 321 milliarder dollar. Den tilsvarende verdien var som nevnt tidligere 129 milliarder dollar i det norske valutamarkedet og 95 milliarder dollar i det finske valutamarkedet.

Figur 6 viser at spotandelen i det norske valutamarkedet har økt, mens den er redusert i Sverige og Danmark fra 1992 til 1995. Endringen er størst i Danmark, der spotande-

Figur 6. Valutaomsetning i Norge, Sverige, Danmark og Finland fordelt på transaksjonstype 1992 og 1995. Prosentandeler

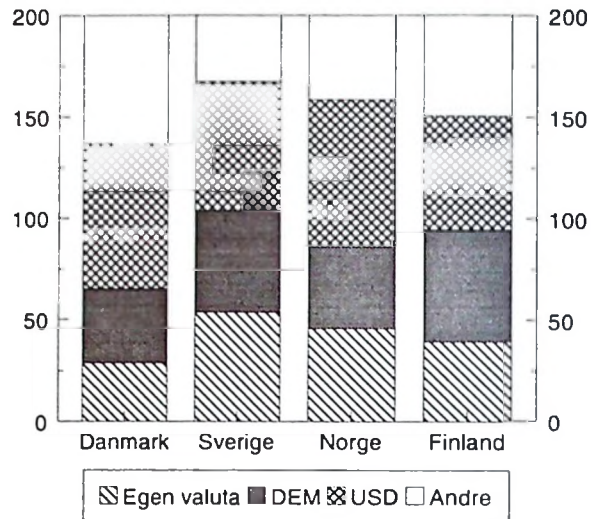


Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

len er redusert med 10 prosentpoeng til 28 prosent. For det finske valutamarkedet ble det bare rapportert aggregert omsetning i 1992. Vi har dermed ikke grunnlag for å fastslå om spothandelen i Finland, som med over 46 prosent av valutaomsetningen var den relativt største i Norden, er endret siden 1989 og 1992.

Figur 7 viser at den amerikanske dollaren er den viktigste valutaen i de nordiske valutamarkedene. I Norge, Sverige og Danmark har dollaren den klart største markedsandelen, mens tyske mark stod for en nesten like stor del av omsetningen som dollaren i Finland. Andelen av transaksjoner som involverer egen valuta, er relativt lav i Danmark, der den utgjorde 29 prosent, mens den var 40 prosent i Finland og rundt 50 prosent i Norge og Sverige. Valutamarkedet i Danmark kan dermed sies å være mer internasjonalt rettet enn de øvrige nordiske valutamarkedene. I tillegg til den relativt lave handelen i egen valuta har det danske valutamarkedet den største andelen av handel i andre valutaer enn tyske mark, dollar og egen valuta.

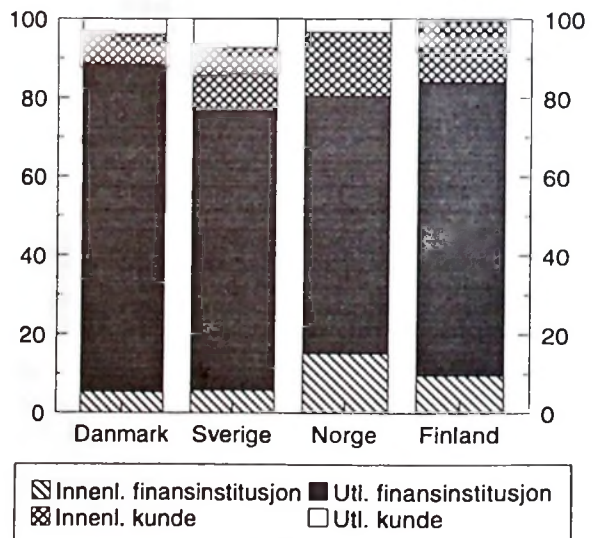
Figur 7. Valutaomsetning i Norge, Sverige, Danmark og Finland fordelt på valutasort. Prosentandeler*



* Prosentandelene summerer seg til 200, ettersom det i enhver valutaforretning inngår to valutaer.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

Figur 8. Valutaomsetning i Norge, Sverige, Danmark og Finland fordelt på kontraktmotpart. Prosentandeler



Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

Figur 8 viser at Danmark har den største andelen av handel med utenlandske finansinstitusjoner (82 prosent). Det bekrefter inntrykket av et mer internasjonalt valutamarked. Innenlandske finansinstitusjoner er motpart i en større andel av omsetningen i Norge enn i de øvrige nordiske landene. De detaljerte tallene fra undersøkelsen viser at forskjellen spesielt skyldes strukturen i swapmarkedet og markedet for ekte terminer. Sverige har den største andelen av handel med ikke-finansielle kunder (23 prosent), fulgt av Norge (19 prosent), Finland (16 prosent) og Danmark (12 prosent). Det er i markedene for ekte terminer at disse kundene har den største andelen i samtlige land, i Sverige var den over 91 prosent.

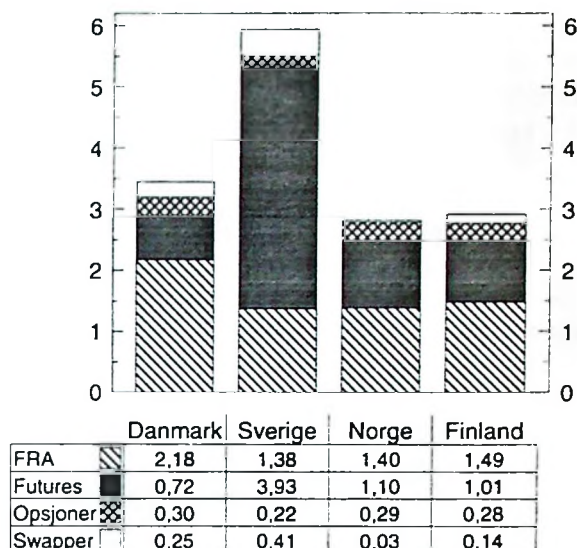
Rentederivatmarkedene i Norden

Fra rentederivatmarkedet ble den løpende omsetningen i april og utestående beholdning ved utgangen av mars rapportert. Siden det er første gang rentederivatmarkedet i Norge undersøkes, er endringer fra tidligere år ukjent. Her sammenliknes aktiviteten i disse markedene i Norge, Sverige, Danmark og Finland.

I april måned var omsetningen i det norske rentederivatmarkedet 47,8 milliarder dollar. Det tilsvarer en omsetning på 2,8 milliarder dollar, eller 17,4 milliarder norske kroner pr. bankdag. Dette er omsetningen av fremtidige renteavtaler (FRA), renteswapper, opsjoner og futures. Av figur 9 ser vi at de øvrige landene hadde høyere omsetning av rentederivater enn Norge. I Sverige ble det i april omsatt rentederivater for 5,9 milliarder dollar pr. bankdag, mens den tilsvarende omsetningen i Danmark og Finland var henholdsvis 3,4 milliarder dollar og 2,9 milliarder dollar. I forhold til økonomiens størrelse er det imidlertid ikke stor forskjell på omsetningen av rentederivater i de nordiske landene.

Figur 9 viser at aktiviteten i de nordiske rentederivatmarkedene domineres av handel i FRA og rentefutures. I Norge utgjorde handel i disse kontraktstypene henholdsvis 50 og 39 prosent av samlet omsetning i rentederivatmarkedet. Strukturen i det finske rentederivatmarkedet er relativt lik det norske, men med

Figur 9. Omsetning av rentederivater i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Gjennomsnitt pr. bankdag. Milliarder amerikanske dollar



Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

noe større omsetning av renteswapper. I det svenske rentederivatmarkedet står rentefutures for over 65 prosent av omsetningen, mens FRA-kontraktene står for 63 prosent av omsetningen i det danske rentederivatmarkedet. Det var lav aktivitet i de nordiske renteswapmarkedene.

Omsetningen i rentederivatmarkedet var oppdelt på 4 valutasorter. USD, DEM, JPY og «andre renter». Kontrakter i nasjonal valuta ble ikke skilt ut eksplisitt, men for Norge er kategorien «andre renter» hovedsakelig kontrakter på norske renter. Det finske rentederivatmarkedet domineres av handel i finske renter, men har også en viss andel av handel i svenske renter. «Andre renter» er i mindre grad dominert av nasjonale renter i Danmark og Sverige, der bankene blant annet er aktive i hverandres rentederivatmarkeder.

FRA (fremtidige renteavtaler)

FRA-markedet er det best utviklede av rentederivatmarkedene i Norge. I april ble det omsatt FRA-kontrakter for 1,4 milliarder dollar, eller 8,7 milliarder norske kroner, pr. bank-

dag. Aktiviteten i det norske FRA-markedet har økt betraktelig det siste året. Ifølge Norges Banks interne FRA-statistikk, basert på frivillig rapportering fra seks market-makere, var utestående beholdning av FRA-kontrakter ved utgangen av mars i år tredoblet fra tilsvarende tidspunkt i 1994. Ettersom enkelte nye deltakere i markedet har en betydelig markedsandel i april 1995, har veksten i det norske markedet vært større enn dette. Det danske FRA-markedet var størst i Norden, med en daglig omsetning på 2,2 milliarder dollar. Aktiviteten i det finske og det svenske FRA-markedet var omtrent som det norske, med omsetning på henholdsvis 1,5 milliarder dollar og 1,37 milliarder dollar pr. bankdag.

FRA-kontrakter omsettes i OTC-markedet. FRAer i norske kroner har som regel en renteperiode på 3, 6 eller 12 måneder, med forskuddsvis oppgjør på IMM³-datoene. Den rapporterte FRA-omsetningen var ikke brutt ned på løpetid, men tall for utestående beholdning viser at FRAer først og fremst benyttes for kontrakter på kortere renter. De fleste avtalene inngås kort tid før renteperioden starter og har kort kontraktsperiode (3 eller 6 mnd.). Det er flere årsaker til at det er høy aktivitet i FRA-markedet. I tillegg til å være svært likvide, noe som innebærer lave kostnader, er det lav risiko knyttet til FRA-ene. Det underliggende kontraktsbeløpet fungerer kun som regningsgrunnlag for verdien av kontrakten ved forfall. Kontrakten gjøres opp samme dag som den fremtidige renteperioden starter, på grunnlag av differansen mellom den avtalte FRA-renten og en valgt referanserente. Lave rentedifferanser og kort gjennomsnittlig renteperiode på kontraktene bidrar dermed til at det faktiske oppgjørsbeløpet utgjør en svært liten andel av det underliggende beløpet.

Den største andelen av FRA-omsetningen i Norge er knyttet til norske renter. Bankene må antas å ha naturlige fortrinn i sin nasjonale valuta. Over 96 prosent av omsetningen bestod av kontrakter på kategorien «andre renter», hvorav det alt vesentligste er norske renter. I samtaler vi har hatt med norske aktører, frem-

holder de at det også er blitt et aktivt FRA-marked i andre nordiske renter fra sommeren 1995, altså etter at undersøkelsen ble gjennomført. Også i de andre nordiske landene er en stor del av FRA-omsetningen konsentrert rundt nasjonale renter. Den laveste andelen finner vi i Danmark, der kontrakter i danske renter stod for 37 prosent av FRA-omsetningen. Andel av handel på tyske og amerikanske renter var høyest i det danske og det finske FRA-markedet, der slike kontrakter utgjorde 17 prosent av omsetningen.

Rentefutures

Rentefutures har en relativt stor andel av markedet. I løpet av april ble det gjennomsnittlig omsatt rentefutures for 1,1 milliarder dollar pr. bankdag. Dette er høyere enn i Danmark, om lag det samme som i Finland, men langt lavere enn i Sverige, der det ble handlet rentefutures for 3,9 milliarder dollar pr. bankdag. I Norge handles rentefutures som futures på statsobligasjoner, og de ble første gang tatt opp til notering i juni 1993. Norske finansinstitusjoner handler imidlertid også futureskontrakter på utenlandske børser. Av samlet futuresomsetning i april utgjorde futures i tyske mark og dollar henholdsvis 47 og 33 prosent. De øvrige nordiske landene har en langt mindre andel av rentefuturesomsetningen rettet mot tyske og amerikanske rentefutures. I Sverige utgjorde futures i tyske mark og amerikanske dollar til sammen i underkant av 15 prosent av omsetningen, mens de tilsvarende andelen i Danmark og Finland var 30 og 50 prosent.

Nesten 80 prosent av omsetningen av rentefutures i Norge bestod av kontrakter der det underliggende instrumentet hadde løpetid på under 1 år. Dette følger av at en stor del av omsetningen er handel i rentefutures på kort-siktige pengemarkedsinstrumenter som noteres på utenlandske børser.

Renteopsjoner

Handel i opsjoner utgjorde i overkant av 10 prosent av omsetningen i det norske rentederivatmarkedet. Dette innebærer en omsetning på litt under 0,29 milliarder dollar pr. bank-

³ IMM («International Monetary Market»)-datoene er de internasjonale datoene for forfall av finansielle futureskontrakter. Det er IMM-dato hver tredje onsdag i mars, juni, september og desember.

dag. Omsetningen av renteopsjoner var lav også i de øvrige nordiske landene, fra 0,22 milliarder dollar (Sverige) til 0,3 milliarder dollar (Danmark) pr. bankdag. Den norske aktiviteten i renteopsjoner skjer i OTC-markedet eller på utenlandske børser siden det foreløpig ikke noteres renteopsjoner på Oslo Børs. Den største andelen av børsomsatte renteopsjoner var i tyske mark (63 prosent). Handel i OTC-opsjoner utgjorde en liten andel av omsetningen i april. Det alt vesentlige av denne omsetningen var knyttet til handel med utenlandske finansinstitusjoner og med børsomsatte verdipapirer som underliggende instrumenter.

Renteswapper

I Norge utgjorde handel i renteswapper bare litt over 1 prosent av omsetningen i rentederivatmarkedet. I Danmark og Sverige var swapandelen omkring 7 prosent, mens den var ca 5 prosent i Finland. Den lave omsetningen av renteswapper har sammenheng med at slike kontrakter har lang løpetid i forhold til FRAer. En swap kan tolkes som en serie av FRAer, og en bank kan inngå en serie av FRA-kontrakter for å dekke samme behov som én renteswap. Renteswappene har derfor en betydelig større markedsandel (9 prosent) av utestående kontrakter enn av omsetningen i det norske rentederivatmarkedet.

I underkant av 62 prosent av omsetningen av renteswapper var kontrakter i amerikanske dollar, mens handel i tyske mark utgjorde bare 2 prosent av omsetningen. Aktiviteten er i stor grad basert på handel mellom norske og utenlandske finansinstitusjoner, som stod for nesten 66 prosent av omsetningen. Handel med ikke-finansielle kunder utgjorde nesten 27 prosent av omsetningen, hvilket var den klart største kundeandelen som ble registrert for rentederivat.

Utestående kontrakter i rentederivatmarkedene

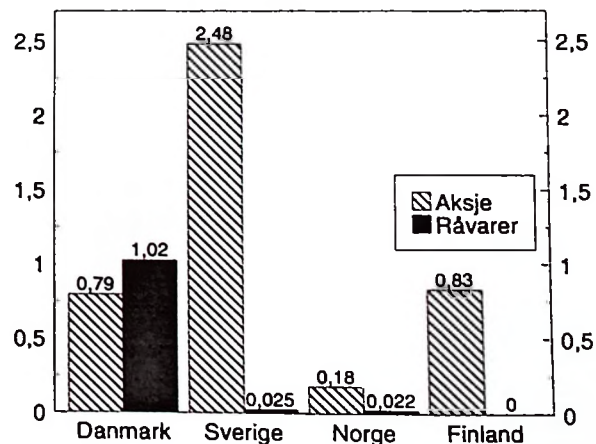
Ved utgangen av mars 1995 ble utestående beholdning av rentederivat beregnet til 194,9 milliarder dollar, eller 1 205 milliarder norske kroner, hvorav FRA-kontrakter utgjorde

over 73 prosent. Målt i utestående kontrakter har Sverige det største rentederivatmarkedet, med samlet pålydende verdi 535 milliarder dollar. I Danmark og Finland er det FRA-kontraktene som står for den største andelen av rentederivatbeholdningen, mens renteswapper utgjør den største andelen av utestående kontrakter i det svenske rentederivatmarkedet.

Aksje- og råvarederivatmarkedene i Norden

Ved beregning av utestående beholdning i derivatmarkedet ble rapportørene bedt om å registrere samtlige kontrakter knyttet til valuta-, rente-, aksje- og råvarederivater. Størrelsen på de to sistnevnte markedene er svært begrenset i Norge. Samlet utestående derivatbeholdning ble ved utgangen av mars målt til 322 milliarder dollar, eller 1 992 milliarder norske kroner, hvorav aksje- og råvarederivatkontrakter utgjorde 0,06 prosent. I faktiske tall utgjorde utestående derivatkontrakter i aksje- og råvaremarkedet henholdsvis 176 millioner og 22 millioner dollar.

Figur 10. Utestående kontrakter i de nordiske aksje- og råvarederivatmarkedene pr. 31. mars 1995. Milliarder amerikanske dollar



Kilde: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Norges Bank og Finlands Bank

Figur 10 viser at også Danmark, Sverige og Finland har relativt lav aktivitet i aksje- og råvarederivatmarkedene. Sverige har det største aksjederivatmarkedet med utestående kontrakter for 2,5 milliarder dollar. Målt i andel av samlet derivatbeholdning hadde Finland det relativt største markedet for aksjederivater. I Finland var utestående aksjederivatkontrakter på 826 millioner dollar, eller 0,3 prosent av samlet derivatbeholdning. De nordiske beholdningene i aksjederivater bestod hovedsakelig av børsomsatte opsjoner og OTC-oppsjoner, som til sammen utgjorde 60 prosent, mens kontrakter i futures og terminer utgjorde henholdsvis 24 og 16 prosent.

De nordiske råvarederivatmarkedene er lite utviklet. Internasjonalt er det imidlertid en økende interesse for derivater som har råvarer, som f.eks olje eller aluminium, som underliggende aktivum, og i Norge har vi fra oktober 1995 fått et organisert derivatmarked basert på spotprisen på elektrisitet. Danmark hadde det største råvarederivatmarkedet, med utestående kontrakter for over 1 milliarder dollar. I Norge og Sverige var pålydende verdi av råvarederivatbeholdningen henholdsvis 22 og 25 mill.

dollar, mens Finland ikke rapporterte noen aktivitet i råvarederivatmarkedet. De utestående kontraktene i råvarederivatmarkedene var hovedsakelig futures, men også OTC-oppsjoner og børsomsatte opsjoner.

Referanser:

BIS (1990): «Survey of foreign exchange market activity», Basel: Bank for International Settlements.

BIS (1993): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1992», Basel: Bank for International Settlements.

Norges Bank (1990): «Omsetningen i valutamarkedet», *Penger og Kreditt 1990/1*, 41*-48*, Oslo: Norges Bank.

Svor, A. (1992): «Omsetningen i valutamarke- det – en undersøkelse våren 1992», *Penger og Kreditt 1992/4*, 233–240, Oslo: Norges Bank.

Hva kan forklare de siste årenes renteutvikling i Norge?

*Espen Frøyland, * konsulent i Økonomisk avdeling i Norges Bank*

Gitt at den norske kronen skal holdes stabil mot europeiske valutaer, vil norske renter i et marked med frie kapitalbevegelser i stor grad være bestemt av utviklingen i utenlandske nominelle renter. De seneste årene har nivået på norske renter stort sett variert mellom rentene på tyske mark og ECU.

Nominelle utenlandske renter kan grovt sies å bestå av to komponenter: realrente og inflasjonsforventninger. Endringer i disse størrelsene har dermed også vært viktige faktorer bak rentebevegelsene her hjemme de seneste årene. Fallet i nominelle renter i 1993 og den påfølgende økningen i 1994 kan i stor grad tilskrives endringer i inflasjonsforventningene og realrenter i en rekke europeiske land.

I tillegg vil kursforventningene og valutakursrisikopremien knyttet til den norske kronen virke på det norske rentenivået. Mye tyder på at det oppstod usikkerhet om den norske kronen under EU-avstemningen høsten 1994, men etter den tid har forholdene på valutamarkedet roet seg, og det er grunn til å tro at det for tiden er stor tiltro til det norske valutakursregimet. Norske renter vil dermed i stor grad følge utviklingen i europeiske renter selv om konjunkturutviklingen er noe forskjellig. Det kan i perioder føre til en nominell renteutvikling i Norge som avviker fra det som ville vært ønskelig ut fra den realøkonomiske situasjonen her hjemme.

De korte norske rentene svinger noe mer enn rentene i enkelte andre land. Denne volatiliteten må sees i sammenheng med det pengepolitiske regimet, som er rettet inn mot en stabil valutakurs. Det innebærer at det i perioder kan være nødvendig med justeringer av rentene for å få balanse i valutamarkedet.

De store bevegelsene i obligasjonsrentene i utlandet og i Norge i 1993- 94 kan antakelig ikke bare tilskrives realøkonomiske forhold, men også ubalanser i obligasjonsmarkedene. Noe av ubalansene i Norge skyldes markedstekniske forhold som kan sies å karakterisere store deler av obligasjonsmarkedet verden over, men også særnorske forhold kan ha spilt en rolle. Obligasjonsrentene i Norge er mer volatile enn i mange andre land. Det kan blant annet skyldes et relativt lite likvid obligasjonsmarked i Norge. Gjennom oppbyggingen av få, store statslån og innføring av primærhandlersystem tar myndighetene sikte på å bidra til et mer velutviklet obligasjonsmarked her hjemme, noe som kan redusere rentevolatiliteten. En økonomisk politikk som innrettes på en måte som reduserer usikkerheten om den økonomiske utviklingen fremover, vil også være et bidrag til stabile og lave renter.

Innledning

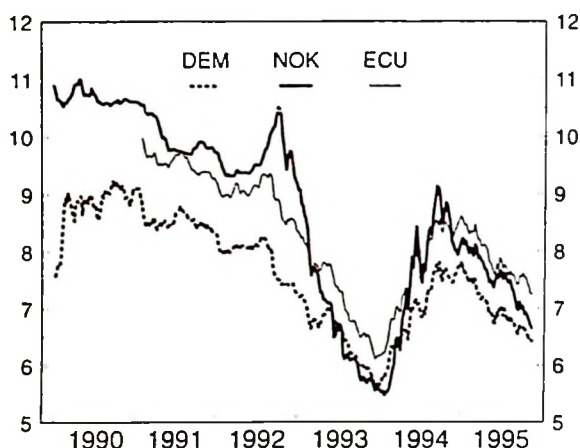
I de siste årene har vi sett kraftige rentebevegelser både i Norge og internasjonalt. Siden 1990 har de effektive rentene på obligasjoner

med lang løpetid, heretter kalt lange renter, i Norge hatt en fallende trend, jf figur 1. De lange rentene ble kraftig redusert i 1993, men steg så gjennom 1994. I 1995 har obligasjonsrentene falt på nytt. Korte renter i Norge, pengemarkedsrenter med løpetid under ett år, har stort sett fulgt samme utvikling, men ut-

* Anne Berit Christiansen takkes for kommentarer til tidligere artikkelutkast.

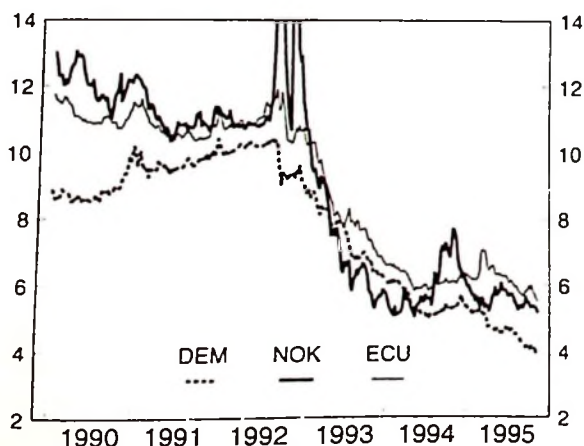
slagene var ikke så store, jf figur 2. I stor grad har de norske rentebevegelsene vært et speilbilde av den internasjonale utviklingen. Det har imidlertid vært relativt store bevegelser i de norske rentene sammenliknet med andre land. Formålet med denne artikkelen er å peke på enkelte faktorer som kan belyse renteutviklingen i Norge.

Figur 1 Tiårs effektive obligasjonsrenter. Ukegjennomsnitt. 1990 – uke 47 1995



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Tremåneders effektive eurorenter. Ukegjennomsnitt. 1990 – uke 47 1995



Kilde: Norges Bank

Teoretisk ramme

Utgangspunktet for vår drøfting er en modell for prisdannelsen i finansielle markeder. Denne typen modeller leder fram til en enkel relasjon for den nominelle renten.

$$i = r + E(\pi) + \theta \quad (1)$$

Det vil si at nominell rente, i , er lik innenlandsk realrente på en realobligasjon, r , forventet innenlandsk inflasjon, $E(\pi)$, og inflasjonsrisikopremien θ . Inflasjonsrisikopremien er den ekstra avkastning investor krever for å holde en obligasjon med nominell avkastning som, fordi inflasjonsutviklingen er usikker, vil gi en usikker realavkastning.¹ Samtlige størrelser i likning (1) gjelder for samme tidshorisont, for eksempel ti år når det er snakk om ti-årig statsobligasjonsrente. I praksis kan vi som regel bare observere nominell rente, mens realrenten, forventet inflasjon og inflasjonsrisikopremien er ikke-observerbare størrelser.

I en liten åpen økonomi som den norske, hvor pengepolitikken er innrettet med sikte på å holde en stabil valutakurs, må det innenlandske rentenivået tilpasses renteutviklingen for de valutaene kronen stabiliseres mot. Det er da mer relevant å ta utgangspunkt i følgende sammenheng for å forklare renteutviklingen:

$$i = i^* + E(\delta) + \psi \quad (2)$$

Den nominelle renten er lik utenlandsk nominell rente, i^* , pluss forventet depresiering, $E(\delta)$, pluss valutakursrisikopremien, ψ . Denne risikopremien forteller hvor mye en får ekstra i forventet avkastning med å ta risikoen ved å plassere mer av formuen i kronefordringer. Dersom valutakursrisikopremien er lik null, har en såkalt udekket renteparitet. Da vil den forventede avkastningen ved å plassere i utenlandsk valuta være lik avkastningen ved å plassere i kronefordringer.

¹ I prinsippet gjelder likning (1) for nullkupongobligasjoner, det vil si obligasjoner som ikke gir kupongbetalinger i løpetiden. I artikkelen vil vi benytte (1) også til å gjelde for obligasjoner med kupongbetalinger. Vi ser bort fra denne feilen da den ikke har betydning for konklusjonene i artikkelen. Likning (1) blir ofte kalt Fisher-likningen.

Ofte er det av interesse å finne forklaringsfaktorer bak endringer i den utenlandske nominelle renten. Tar vi som utgangspunkt at den utenlandske nominelle renten blir bestemt av utenlandsk realrente, inflasjonsforventninger i utlandet og utenlandsk inflasjonsrisikopremie, kan likning (2) skrives som:

$$i = r^* + E(\pi^*) + E(\delta) + \text{risikopremier} \quad (3)$$

Den nominelle renten innenlands bestemmes av realrenten i omverdenen, r^* , forventet internasjonal inflasjon og forventet depresiering av den norske kronen samt diverse risikopremier. Risikopremiene vi hittil har diskutert, har vært knyttet til usikkerhet om valutakurs- og inflasjonsutvikling. Andre typer risikopremier som kan være viktige for å forklare renteutviklingen, vil vi komme tilbake til senere i artikkelen. Med et troverdig operativt valutakursmål (det vil si at $E(\delta)=0$) for pengepolitikken i Norge blir den nominelle renten, når vi ser bort fra ulike risikopremier, bestemt av realrenten og forventet inflasjon i utlandet.

Ifølge noen teorier vil mobilitet av varer og tjenester mellom land på lang sikt føre til at vi må ha tilnærmet relativ kjøpekraftsparitet, slik at forskjellen i inflasjonsrater mellom land blir motsvart av en tilsvarende nominell depresiering av valutaen til det landet som har høyest inflasjon.² Et land med troverdig fastkurs overtar implisitt inflasjonsmålet til landet valutaen knyttes til. Dersom forventet reell valutakursendring er lik null, det vil si at vi har relativ kjøpekraftsparitet og kan se bort fra risikopremiene, vil realrentene bli like mellom land. Det er mest naturlig å tenke seg at kjøpekraftsparitet og udekket renteparitet vil gjelde på lengre sikt. På kort sikt kan for eksempel ulike økonomiske sjokk føre til at realrentene varierer mellom land.

Forklaringsfaktorer

Hittil har vi drøftet teoretiske momenter for rentedannelsen i en liten åpen økonomi som den norske. Vi vil nå kort drøfte nærmere ut-

2 Teorien om kjøpekraftsparitet var lenge sett på som lite robust, men senere tids forskning har gitt en viss støtte til teorien, se Taylor (1995).

viklingen i de sentrale faktorene i likning (3), det vil si utenlandsk realrente, utenlandsk inflasjon og forventet depresieringsrate de senere årene, og se om de er i stand til å forklare den nominelle renteutviklingen i Norge.

Realrenten

Fra likning (3) ser vi at en økning i utenlandsk realrente isolert sett vil øke innenlandsk nominell rente like mye. I dette avsnittet går vi litt nærmere inn på hva som bestemmer den internasjonale realrenten.

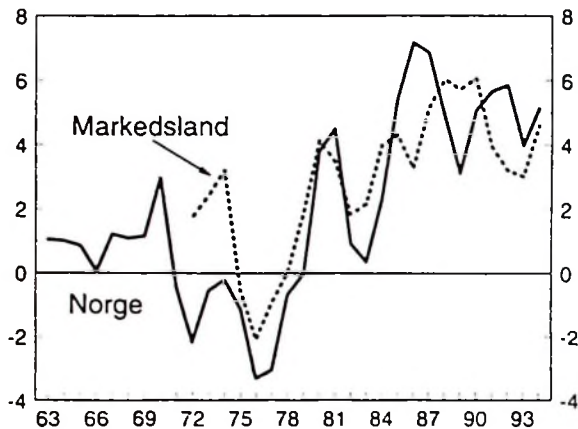
En tilnærming til diskusjonen om realrenter kan være å skille mellom kortsiktige og langsiktige faktorer. På lang sikt kan vi tenke oss at realrenten er den prisen som vil gi likevekt mellom sparing og investering. Det betyr at vi må identifisere de faktorene som påvirker sparing og investering for å forklare utviklingen i realrenten.

Ved måling av de internasjonale realrentene peker tre forhold seg ut: For det første har realrentene vært høyere etter 1980 enn i tiårene før. For det andre har det vært en tendens til internasjonal konvergens av realrentene.³ For det tredje var realrentene lave på begynnelsen av 1990-tallet, selv om realrentene i 1994 ikke var utenfor båndet av tidligere observasjoner etter 1980-tallet. I Norge var tendensen til lavere realrenter på 1990-tallet i mindre grad til stede enn internasjonalt, jf figur 3. Dette må blant annet sees i sammenheng med at det i perioder med valutauro, særlig i 1992, var nødvendig å holde høye renter i Norge for å stabilisere kronekursen.

I de ti største økonomiene innen OECD-området (G10) har det vært en klar tendens til lavere sparing. Fallet er delvis forklart med økte budsjettunderskudd og redusert sparing i offentlig sektor, men også privat sparing har avtatt i de fleste landene. Ifølge en studie foretatt av G10-gruppen kan trenden med redusert nettosparing forklare en økning i realrentene siden 1960 på omtrent ett prosentpoeng. Et annet forhold som ofte trekkes fram for å for-

3 Men selv om det har vært en generell konvergens i realrentene, er det likevel forskjeller mellom land. Driftsbalanseunderskudd og ulik inflasjons- og valutadepresieringshistorie i de enkelte land kan være forklaringer på dette. For en nærmere drøfting av effekten av realøkonomiske variable på realrentenivået vises det til Orr et al (1995).

Figur 3 Realrente i Norge og markedsland (veid gjennomsnitt av Norges handelspartnere). 1963 – 1994



Kilde: Norges Bank

I figur 3 har vi beregnet realrenten som differansen mellom lang obligasjonsrente og «forventet inflasjon» jf likning 1. Forventet inflasjon er beregnet ved å ta gjennomsnittet av inflasjonen de to foregående årene, mens obligasjonsrenten er effektiv rente på statsobligasjon med om lag ti års løpetid. En slik måte å beregne inflasjonsforventninger på har klare svakheter dersom inflasjonsforventningene avviker sterkt fra tidligere inflasjonserfaringer. Det er sett bort fra inflasjonsrisikopremien.

klare høyere realrenter, er voksende etterspørsel etter investeringsmidler fra land utenfor OECD. Politiske reformer i Øst-Europa og Latin-Amerika kan føre til forventninger om høyere økonomisk vekst i disse landene, og dermed større investeringsbehov. I hovedsak har investeringene i disse landene vært selvfinansiert, slik at denne effekten antakelig ikke er særlig relevant for å forklare renteoppgangen i OECD-landene.⁴

Det er vanskelig å forklare utviklingen i realrentene fra 1993 til 1995 ut fra endringer i langsiktige faktorer, selv om forventninger om sparing og investering kan ha endret seg kraftig. Erfaringer fra England og Canada tyder på at endringer i realrenten delvis kan forklare utviklingen i de nominelle obligasjonsrentene i 1993–94. Disse landene har marke-

der for realobligasjoner, som innebærer at en kan observere realrentene direkte. I 1993 falt realrentene med om lag 0,5 prosentpoeng. Undersøkelser foretatt av Bank of England tyder på at realrentenedgang kunne forklare omtrent 40 prosent av den nominelle rentenedgangen på obligasjoner gjennom 1993.⁵ I 1994 derimot steg realrentene gjennom hele året med rundt ett prosentpoeng. I 1995 har realrentene gått ned med 0,5 prosentpoeng, slik at de nå er omtrent det samme som ved inngangen til 1993.

På kort sikt vil realrenten påvirkes av konjunktursvingninger i sparing og investering eller som et resultat av penge- og finanspolitikk. I en høykonjunktur stiger etterspørselen etter kreditt for investeringer, og dermed kan realrenten stige, mens en konjunkturedgang fører til at investeringslysten svekkes. Videre vil effekten av høyere opplåning fra myndighetene i en konjunkturedgang kunne trekke i retning av høyere realrente. Noe av økningen i realrentene i 1994 kan ha sin bakgrunn i høyere vekstanslag innen OECD-området. Realrentenedgangen igjen i 1995 kan muligens tilskrives at økonomiene etter hvert har gått i retning av en «myk landing», med noe nedjusterte forventninger om både vekst og offentlige budsjettunderskudd.

Inflasjonsforventningene

Det vil alltid være vanskelig å skille mellom de endringer i nominelle renter som følger av endringer i realrenten, og de som følger av endringer i inflasjonsforventningene. I likhet med realrenten er heller ikke inflasjonsforventningene en direkte observerbar størrelse.⁶

Fallet i obligasjonsrentene i 1993 er av mange forklart ved endringer i inflasjonsforventningene. Selv om veksten i USA og Storbritannia var i ferd med å ta seg opp, falt produksjonen, og ledigheten økte i mange europeiske land, som for eksempel i Tyskland. Videre var inflasjonen kommet ned på et lavt nivå i flere land. På denne bakgrunn vurderte

5 Se Bank of England (1995), side 155.

6 Ofte anslås inflasjonsforventningene ved å bruke likning (1), som krever at en gjør antakelser om inflasjonsrisikopremien og om realrenten.

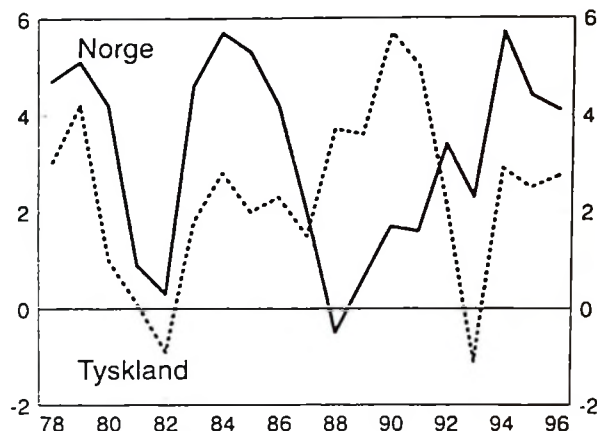
4 For en grundigere gjennomgang av realrenter, se Group of Ten (1995).

muligens mange markedsaktører det slik at inflasjonen ville bli et mindre problem i fremtiden, slik at inflasjonsforventningene, og dermed også de nominelle rentene, gikk ned. Med et ønske om en realavkastning på linje med det historiske gjennomsnittet vil imidlertid en slik tolkning av rentene i 1993 innebære at markedsaktørene faktisk forventet en lavere inflasjon enn det de implisitte eller eksplisitte inflasjonsmålene til sentralbankene i flere europeiske land tilsa. At de nominelle rentene falt så mye i 1993 kun på grunn av forventninger om redusert inflasjon, er derfor antakelig ikke den eneste forklaringen på nedgangen i de nominelle rentene. Dette vil vi komme tilbake til senere.

På samme måte er det grunn til å tro at økte inflasjonsforventninger i 1994 kan forklare noe av økningen i de nominelle rentene internasjonalt. Foranledningen til at de nominelle rentene økte, var trolig den amerikanske renteøkningen 4. februar 1994. Renteøkningen kom omtrent samtidig med offentliggjøringen av tall som viste en svært høy BNP-vekst i 4. kvartal 1993. I løpet av 1994 kom det også i flere europeiske land anslag som gav indikasjoner om høyere vekst. I Tyskland ble det offentliggjort tall som viste at pengetilbudet vokste sterkt, samtidig som det oppstod uro rundt lønnsforhandlinger tidlig på året. Kunngjøringer i Tyskland om at de korte rentene ikke skulle videre ned, kan også ha medført et markert skifte i markedets inflasjonsforventninger.⁷

At inflasjonsforventningene i utlandet er viktige for norske nominelle renter, er ikke alltid uproblematisk. Dersom Tyskland (som i stor grad bestemmer utviklingen i det europeiske rentenivået) og Norge er i ulike faser av konjunkturforløpet, kan forventninger om tiltakende inflasjon i Tyskland gi høyere renter i Norge, selv om det isolert sett ut fra den realøkonomiske utviklingen her hjemme kunne vært ønskelig med lavere renter. Dette var tilfellet etter gjenforeningen i 1990, hvor stram pengepolitikk i Tyskland førte til et høyt rentenivå i Europa generelt, samtidig som andre land, deriblant Norge, var inne i en lavkonjunktur. Realiserte realrenter i Norge, som

Figur 4 Bruttonasjonalprodukt i Norge og Tyskland. Prosentvis endring fra året før. Faste priser



Kilde: Norges Bank

vi kan definere som nominell rente minus den faktiske inflasjonen, kan da i noen perioder bli svært høye fordi pengepolitikken i Tyskland gir høye nominelle renter, samtidig som inflasjonen her hjemme er lav. I andre perioder kan den realiserte realrenten i Norge bli lav dersom vi er i en høykonjunktur samtidig som veksten i Tyskland er svak. Figur 4 viser at Norge og Tyskland har hatt ulikt konjunkturforløp de seneste årene. For tiden fører den tyske sentralbanken en ekspansiv pengepolitikk, samtidig som Norge er inne i en høykonjunktur.

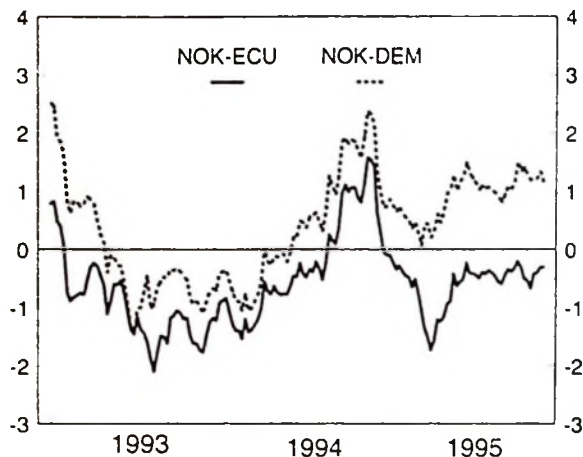
Kursforventninger

Endrede forventninger til den norske kronens kursutvikling kan være en forklaring på at norske renter utvikler seg annerledes enn utenlandske renter. Dersom valutakursrisikopremien er lik null, sier en som nevnt at udekket renteparitet gjelder. Ofte legges denne hypotesen til grunn når en skal vurdere renteutviklingen i Norge. For at valutakursrisikopremien skal være lik null, må vi ha perfekt kapitalmobilitet. Det vil være perfekt kapitalmobilitet dersom det ikke er noen valutareguleringer, aktørene i markedet har like forventninger

7 Se OECD (1994), side 21.

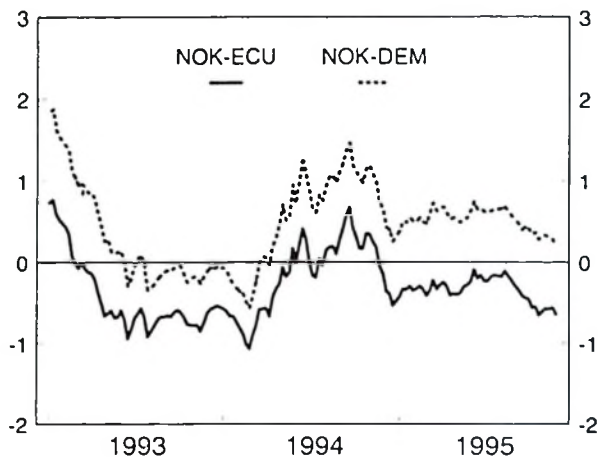
Figur 5 Rentedifferanser, effektive renter. Ukegjennomsnitt. 1993 - uke 47 1995

a. Tiårs statsobligasjonsrenter



Kilde: Norges Bank

b. Tremåneders eurokronerenter



Kilde: Norges Bank

til valutakursutviklingen, og alle aktørene plasserer der den forventede avkastningen er størst. Ved å anta at valutakursrisikopremien er lik null i likning (2), kan vi skrive:

$$i = i^* + E(\delta) \quad (4)$$

Figur 5 viser at bevegelsene i norske renter har vært annerledes enn i de tyske rentene og i ECU-rentene. Differansen var negativ for både tremånedersrenter og tiårsrenter mot ECU og DEM i store deler av 1993. I henhold til hypotesen om udekket renteparitet kan dette tolkes som at det da ble forventet at den norske kronen skulle appresiere mot både ECU og tyske mark. Dersom vi også antar at kjøpekraftsparitet gjelder, det vil si at valutakursendringer reflekterer inflasjonsforskjeller, kunne vi tolke dette som at det ble forventet lavere inflasjon i Norge enn i for eksempel Tyskland i denne perioden. Ut fra Norges og Tysklands inflasjonshistorie kan dette synes som en lite rimelig forklaring. Vi ser at i 1994 og 1995 har norske renter stort sett beveget seg mellom ECU-rentene og de tyske rentene. Legger vi samme tolkning til grunn, innebærer dette at forventet inflasjon i Norge ligger på et nivå mellom inflasjonen i Tyskland og et europeisk gjennomsnitt.

Den særnorske renteøkningen i slutten av 1994, der norske renter var høyere enn både tyske renter og ECU-renter, kan være et eksempel på hva som kan skje dersom det oppstår usikkerhet om det pengepolitiske regimet. Renteoppgangen på slutten av 1994 reflekterte trolig generell usikkerhet før EU-avstemningen, som kan ha gitt seg utslag i økt valutakursrisikopremie og forventninger om depresiering av kronen. Hvilke forklaringsfaktorer som var de viktigste, er imidlertid vanskelig å fastslå. Til tross for stabile realøkonomiske forhold økte rentedifferansen overfor ECU fra null til i underkant av 1 prosentpoeng, og overfor DEM fra 0,8 til om lag 2 prosentpoeng i løpet av høsten 1994. Så snart avstemningen var over, og det var klart at myndighetene ville videreføre samme pengepolitikk, falt rentedifferansene tilbake til nivået før uroen.

Gjelder udekket renteparitet for norske renter?

Internasjonale empiriske undersøkelser forkaster vanligvis hypotesen om udekket renteparitet, det vil si at den forventede avkastningen ved å plassere i utenlandsk valuta skal være lik avkastningen ved å plassere i kronefordringer.⁸ Undersøkelser Norges Bank har

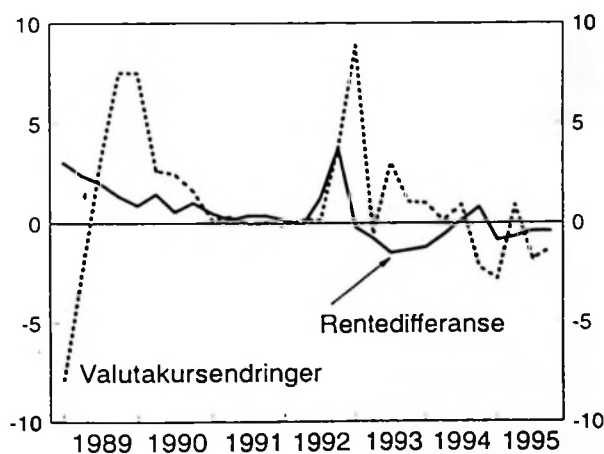
⁸ Se Taylor (1995).

gjort, gir varierende grad av støtte til antakelsen om udekket renteparitet. Vikøren (1994) testet udekket renteparitet på kvartalsdata fra januar 1979 til september 1990 for norske og utenlandske eurorenter med enmåneds og tremåneders løpetid. Vikøren kunne ikke forkaste hypotesen om udekket renteparitet på renter med tremåneders løpetid. For renter med enmåneds løpetid ble derimot hypotesen om udekket renteparitet forkastet. Vi har oppdatert disse beregningene på kvartalsdata fra annet kvartal 1989 til og med fjerde kvartal 1995 for norske renter og ECU-renter med tremåneders løpetid.⁹ I denne analysen kunne heller ikke vi forkaste hypotesen om udekket renteparitet. Udekket renteparitet ser dermed ut til å gi en rimelig beskrivelse av korte renter i den aktuelle perioden, jf figur 6, som viser at det er en klar samvariasjon mellom rentedifferansen og faktisk valutakursendring. Differansen mellom norsk rente og ECU-renten har stort sett vært positiv, men har vært svakt negativ i de seneste årene.

Det kan være flere grunner til at tester for udekket renteparitet gir varierende resultater. For det første kan det tenkes at det er en tids-

9 Vi bruker et gjennomsnitt hittil i dette kvartalet for å få med fjerde kvartal 1995.

Figur 6 Rentedifferanse (NOK-ECU, tremånedersrente) og valutakursendringer (kvartalsendring omregnet til årlig rate)



Kilde: Norges Bank

varierende risikopremie på plasseringer i norske kroner, noe som kan bety at aktørene ikke er risikonøytrale. Med risikonøytrale aktører menes at de maksimerer forventet avkastning og ikke tar hensyn til risiko. Men aktører som misliker risiko, kan komme til å kreve en risikopremie i tillegg til forventet avkastning bestemt av rente- og kursutvikling når de skal velge valuta, jf diskusjonen om uroen i forbindelse med EU-avstemningen ovenfor. For det andre må en ved empiriske undersøkelser av udekket renteparitet modellere valutakursforventningene, $E(\delta)$, som ikke er observerbare. Det er vanlig å gjøre dette ved å anta at aktørene har såkalte rasjonelle forventninger, noe som betyr at en antar at forventet valutakursendring er lik faktisk valutakursendring i gjennomsnitt. Da vil ikke markedsaktørene ta systematisk feil av hvordan valutakursen vil utvikle seg. Markedsaktørene kan også ha usystematiske forventningsfeil, men dette vil ikke være et brudd på udekket renteparitet. Både hypotesen om rasjonelle forventninger og risikonøytralitet kan trekkes i tvil. Til slutt, det at en ikke fikk støtte for udekket renteparitet for enmånedsrenten, kan skyldes at de helt korteste rentene, fra dag-til-dag-renten til enmånedsrenten, vil være avhengig av likviditeten i pengemarkedet, som kan svinge mye i løpet av få dager. Slike svingninger i de helt kortsiktige rentene vil normalt ikke avspeile kursforventninger og ha liten innvirkning på lengre renter hvis likviditeten endres etter noen dager.

Vi har hittil ikke diskutert om teorien for udekket renteparitet gjelder for lange eller korte renter (med korte renter menes her renter med gjenstående løpetid mellom tre og tolv måneder). Valutakursrisikopremien er teoretisk sett avhengig av hvilken løpetid vi betrakter, og dermed trenger ikke udekket renteparitet gjelde for lange renter, selv om det skulle vise seg å være en god forklaringsmodell for de korte rentene. Men det er en sammenheng mellom korte og lange renter. Den mest brukte forklaringsmodellen i økonomisk litteratur er forventningshypotesen. Ifølge denne teorien kan den lange renten betraktes som en vektet sum av forventede korte renter pluss en løpetidspremie som kan være positiv eller negativ. Denne pariteten følger av at den forventede avkastningen av å holde en lang obli-

gasjon skal være lik avkastningen ved å rullere korte obligasjoner. Løpetidspremien reflekterer hva det «koster» ekstra å holde lange obligasjoner. Ofte er løpetidspremien antatt å være positiv på grunn av at låntakere ønsker å utstede langsiktige papirer, mens investorer foretrekker kortsiktige papirer. Dersom investor skal være villig til å holde lange papirer, må lange renter være høyere enn de korte.

Trolig er teorien om udekket renteparitet mest relevant for å forklare utviklingen i de korte rentene med tre til tolv måneders løpetid. For det første er usikkerheten størst for lange renter, slik at det kan være en større og/eller mer variabel risikopremie på lange renter. For det andre vil vi hevde at det finnes særnorske forhold som kan påvirke de lange nominelle rentene i perioder, noe som drøftes nedenfor.

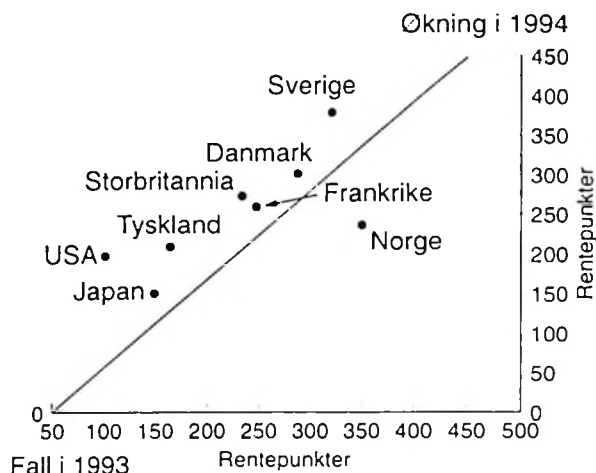
Til tross for variasjonene i de empiriske resultatene vil vi legge til grunn at udekket renteparitet (likning (4)) gir en beskrivelse av rentedannelsen for de korte rentene (tre til tolv måneder) i Norge. Valutakursrisikopremien vil antakelig være liten, og den nominelle renten i Norge vil dermed være bundet opp til rentene til landene som vi har knyttet valutaen til.

Andre forklaringsfaktorer bak renteutviklingen

Hittil i artikkelen har vi prøvd å forklare renteutviklingen i Norge med basis i teori for realrenteutjevning, det vil si både kjøpekraftparitet og udekket renteparitet, jf likning (1)-(4). Vi har argumentert for at både endrede inflasjonsforventninger og realrente i utlandet kan forklare noe av utviklingen. Det har imidlertid vist seg vanskelig å forklare den nominelle utviklingen for både norske og internasjonale renter kun med disse forklaringsfaktorene.

Renteutviklingen i 1994 må analyseres i lys av rentefallet i 1993. Figur 7 viser rentefallet i 1993 og rentestigningen i 1994 for noen utvalgte land. Vi ser at landene med størst fall i 1993 fikk den sterkeste økningen i 1994. I denne delen vil vi prøve å trekke inn andre momenter som kan være viktige faktorer for å forklare den norske renteutviklingen. Av interesse er volatiliteten til rentene og spesielle forhold i obligasjonsmarkedene.

Figur 7 Endringer i 1993 og 1994 i tiårs effektive statsobligasjonsrenter



Kilde: Norges Bank

Bobler og flokkdannelse

De nominelle rentene i 1993 falt trolig mer enn hva fundamentale forhold skulle tilsi. Markedsaktørene innså trolig dette, men antok muligens at rentene skulle falle mer på kort sikt. Rullerende kortsiktige låneopptak for å finansiere kjøp av lange obligasjoner gav en veldig gunstig avkastning, både fordi de korte rentene var forventet å falle og fordi rentefallet på obligasjonene ville gi en kursgevinst på obligasjonene. Aktører fikk store kapitalgevinster, dog ofte urealiserte. Dette spillet lokket til seg flere investorer, og det ble en selvforsterkende prosess. Strategien var fremgangsrik for spekulantene til å begynne med, fordi forventningene om lavere renter ble innfridd. Slike «bobler» i finansmarkedene vil imidlertid normalt være kortvarige, og de vil således ikke bidra til varige ubalanser i markedene. De kan imidlertid forklare økt volatilitet i rentene.

Den økende internasjonaliseringen av kapitalmarkedene kan også være med på å forklare det som for utenforstående kan virke som irrasjonell flokkdannelse. Investorer verden over har diversifiserte porteføljer. Systemene for styring av risiko til slike investorer kan føre til at obligasjonskurstap i ett marked vil kreve at de reduserer sine posisjoner i andre land også. I 1994 kan det ha vært mange som måtte omplassere sine midler i Europa på grunn av fallet i obligasjonskursene i USA.

Volatiliteten til rentene

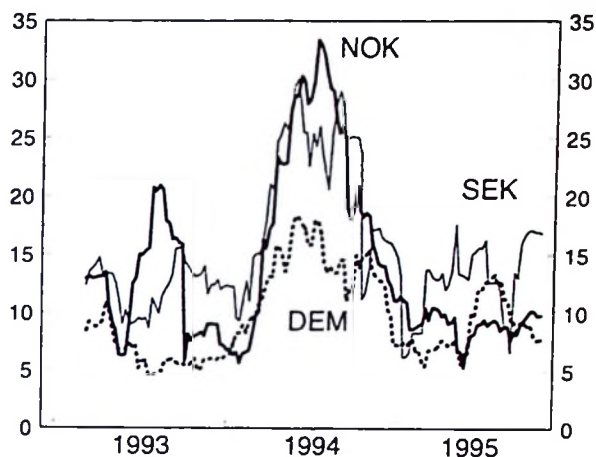
Det kan også være at store svingninger i rentene, stor volatilitet, øker de nominelle rentene. Mange faktorer kan forklare usikkerheten som gjenspeiles i volatiliteten i rentene. For eksempel kan det ha oppstått mer tvil om utviklingen i de fundamentale økonomiske forholdene og den økonomiske politikken. En annen årsak til volatiliteten i rentene kan være markedstekniske og psykologiske grunner, som bobler og flokkdannelse som diskutert ovenfor.

For en investor med lang plasseringshorisont spiller ikke den kortsiktige volatiliteten noen særlig rolle. Det er avkastningen med å sitte med obligasjonen til forfall, den effektive renten, som er viktig. For en investor med kort horisont er den effektive renten mindre viktig. Hva som er interessant er den effektive avkastning, det vil si avkastningen når det er tatt hensyn til pålydende rente, kursforandring og valutakursendring. Store svingninger i de effektive rentene og i valutakursen kan føre til store tap og gevinster ved salg av obligasjonen før forfall. Den kraftige stigningen på de lange rentene i 1994 medførte et betydelig kurstap for mange aktører.

Markedets reaksjoner på svingninger i obligasjonskursene kan tyde på at mange aktører har en kort horisont. Det kan være flere forklaringer på at det fungerer slik. En grunn kan være at viktige markedsaktører i obligasjonsmarkedet ofte er forvaltere av andres penger. Eierne av obligasjonene kan kreve en løpende tilbakemelding om avkastningen for å evaluere forvalteren. Det kan føre til at forvalteren får en kort horisont på sine plasseringer fordi store kortsiktige svingninger i rentene betyr at avkastningen midlertidig kan være lav, mens eieren av obligasjonen krever en høy løpende avkastning. Beregninger fra USA viser at lange obligasjoner gjennomsnittlig skifter eier hver syvende dag i løpet av sin levetid, noe som støtter opp under hypotesen om at mange aktører plasserer kortsiktig i lange obligasjoner.

Av figur 8 ser vi at lange tyske renter har hatt den laveste volatiliteten i perioden 1993 til 1995. Rentene i Norge har vist en tendens til større svingninger. Vi ser at volatiliteten økte sterkt i 1994 i forhold til i 1993. Volati-

Figur 8 Volatilitet i tiårsrenter for NOK, DEM og SEK. Årlig rate i prosent.



Kilde: Norges Bank

Utviklingen i den (historiske) volatiliteten er angitt ved standardavviket til renteendringene, beregnet over et rullende vindu av observasjoner. Standardavviket til renteendringene kan sies å vise variasjonene i renten rundt de lange syklene i rentene. Vinduet er ti uker langt, det vil si at vi beregner standardavviket for de ti første ukene (uke 1 til 10 1993) for deretter å beregne standardavviket fra uke 2 til 11 og så videre, fram til uke 45 1995. Det er brukt ukegjennomsnitt for rentene.

liteten steg fra begynnelsen av 1994 og flatet ut mot slutten av året.

Stor volatilitet kan tenkes å påvirke risikopremiene, som for eksempel likviditetsrisikopremien. Med likviditetsrisikopremie menes at investor krever en kompensasjon for den risikoen som oppstår fordi det er vanskelig å gå inn og ut av en posisjon uten at kursene endres. Institusjonelle forhold kan antakelig være med på å forklare store prisutslag på obligasjoner i norske kroner. Med et lite elastisk tilbud vil selv små endringer i etterspørrelsen etter obligasjoner kunne gi store prisutslag og dermed stor volatilitet i rentene. Volatiliteten er høyere i Norge enn i Tyskland og har særlig økt i perioder med store kursendringer på obligasjoner. Dette kan således være en faktor bak den positive rentedifferansen mellom lange norske og tyske renter, jf figur 8. I et lite marked for statsobligasjoner, som det norske, kan noen få aktører påvirke kursene betydelig. Disse uheldige effektene prøver myndighetene å motvirke ved å bygge opp få, men relativt store «benchmark»-obli-

gasjonslån. Primærhandlerssystemet som ble iverksatt høsten 1995, kan også sees som et bidrag til å effektivisere obligasjonsmarkedet.

Ettersom rentebevegelsene har vært vel så store for lange obligasjoner som for korte, og kursbevegelsene ved en gitt endring i rentene er større jo lengre tid obligasjonen løper, kan volatilitet i de lange rentene føre til at publikum, for å begrense videre kurstap, går ut av obligasjoner og inn i penger eller papirer med kortere løpetid. Volatiliteten skremmer bort investorer selv om de med lang horisont ikke burde legge vekt på dette. I modellen kan dette sies å tilsvare en økning i løpetidspremien.

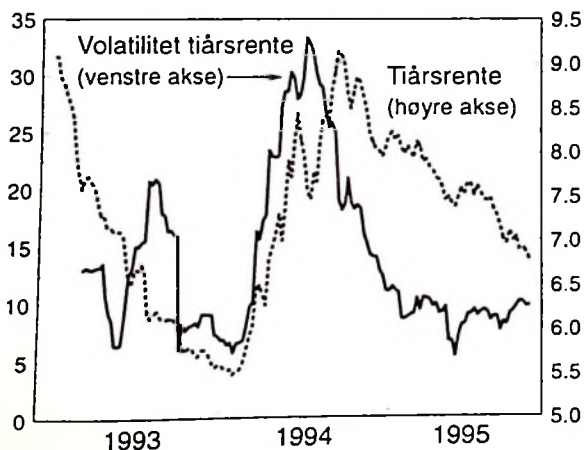
Figur 9 viser at tiårsrenten og volatiliteten samvarierer. Det er vanskelig å si om det er økt volatilitet som øker rentene, eller om det er motsatt. Det kan være at kausaliteten går begge veier. Stigende volatilitet kan forsterke likviditetsrisikoen som igjen ville øke de nominelle rentene. Det kan også tenkes at aktørene opplever en situasjon med økte renter som mer truende, og at dette i seg selv gir utslag i tiltakende rentevolatilitet.

Figur 10 viser volatiliteten til tremånedersrentene. Korte svenske og norske renter har vært betydelig mer volatile enn korte tyske renter. Valutakursregimet vil påvirke volatiliteten, spesielt i de korte rentene. I et rent flytekursregime vil det være naturlig at volatiliteten til valutakursen vil øke, mens volatiliteten til rentene

vil falle i forhold til et regime rettet mot å stabilisere valutakursen. Det skyldes at med høy kapitalmobilitet må rentene i det sistnevnte regime brukes til å stabilisere valutakursen. Fra figuren ser vi at det har vært høy rentevolatilitet i perioder med uro i valutamarkedet, som for eksempel rundt folkeavstemningen om EU mot slutten av 1994. Land med flytende kurs trenger ikke på samme måte bruke renten for å støtte valutakursen. Dette burde isolert sett tale for at norske renter er mer volatile enn for eksempel tyske renter. Det er imidlertid ikke åpenbart at det må være slik. Dersom Norges Bank bruker intervensjoner aktivt for å stabilisere valutakursen, vil dette ha en dempende effekt på rentevolatiliteten. Dagens retningslinjer for pengepolitikken gir mulighet for begrenset bruk av intervensjoner, men det er ikke aktuelt å bruke så sterke virkemidler som innen et fastkursregime. Svenskene har siden november 1992 hatt et flytekursregime, og pengepolitikken er innrettet mot lav inflasjon. Likevel har korte svenske renter for en stor del vært mer volatile enn korte tyske renter, og i perioder like volatile som de norske rentene. Den makroøkonomiske utviklingen i Sverige, blant annet uro om opprettholdbarheten av statsfinansene og fremtidig inflasjonsutvikling, kan ha gitt utslag i usikkerhet om innretningen av pengepolitikken og dermed svingende korte renter.

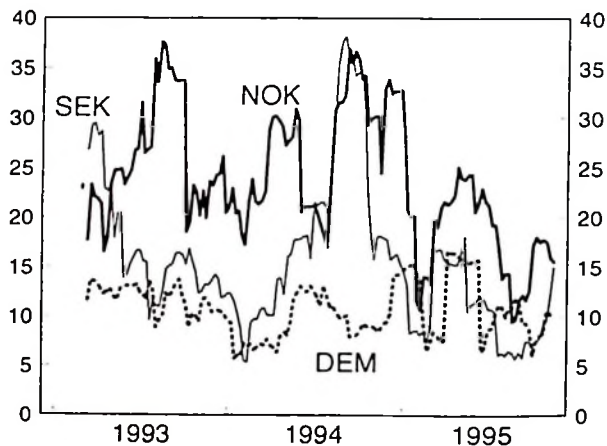
Analysen i denne artikkelen behandler ikke

Figur 9 Tiårs obligasjonsrente (prosent) og volatilitet (årlig rate i prosent). Uketall



Kilde: Norges Bank

Figur 10 Volatilitet i tremånedersrenter for NOK, DEM og SEK.



Kilde: Norges Bank

Se kommentarer under figur 8.

problemstillinger knyttet til risiko som kan oppstå i en situasjon med for eksempel uheldige statsfinansielle problemer. Dette kan gi opphav til kredittrisikopremie, siden det er rimelig å anta at en långiver vil kreve en form for kompensasjon for risikoen for at låntaker ikke gjør opp for seg. Med tanke på den statsfinansielle situasjonen i Norge, er det liten grunn til å tro at en slik premie er av særlig betydning. Noe av volatiliteten til lange svenske renter kan muligens relateres til en variabel kredittrisiko.

Referanser

- Bank of England (1995b): *Quarterly Bulletin*. May 1995
- Group of Ten (1995): *Saving, Investment and Real Interest Rates*. A Study for the Ministers and Governors prepared by the Deputies.
- OECD (1994): *OECD Economic Outlook*. June 1994, No 55.
- Orr, Adrian et al (1995): «The Determinants of Long-Term Interest Rates: 17 Country Pooled Time-Series Evidence». *Economics Department Working Papers No. 155*, OECD.
- Taylor, Mark (1995): «The Economics of Exchange Rates». *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXIII (March 1995), pp 13–47.
- Vikøren, Birger (1994): «Interest Rate Differential, Exchange Rate Expectations and Capital Mobility: Norwegian Evidence». *Norges Banks skriftserie no 21*.

Utviklingen i foretakssektoren 1992 – 1994

Harald Karlsen og Sindre Weme, rådgivere i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Med utgangspunkt i regnskapsdata for ca. 10 000 norske foretak analyseres utviklingen i bedriftenes økonomiske situasjon de siste årene. Utviklingen drøftes først i detalj for henholdsvis store, mellomstore og små foretak. Den generelle trenden er at innen alle tre kategoriene har bedriftene styrket sin stilling. Artikkelen avsluttes med et sammendrag av de viktigste funnene.

Innledning

Denne analysen av utviklingen de siste årene i foretakssektoren bygger på data fra SEBRA-databasen¹. Basen inneholder regnskapsdata for mer enn 10 000 norske foretak. Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND), som administrerer landsomfattende virkemidler i næringsfinansieringen, er inne med engasjement i den alt vesentlige delen av disse foretakene. I tillegg til SND-bedriftene finnes data for et utvalg børsnoterte foretak, samt en gruppe større foretak. Blant SND-bedriftene er industrisektoren overrepresentert, mens særlig tjenestesektoren er underrepresentert både i forhold til BNP og andre bankers utlån.

Det vil være hensiktsmessig i en analyse av foretakssektoren å se separat på utviklingen i ulike grupper av foretak. Vi skiller her mellom store foretak (omsetning større enn 70 millioner kroner), mellomstore foretak (omsetning mellom 10 og 70 millioner kroner) og små foretak (omsetning under 10 millioner kroner). I Norge har man i flere sammenhenger regnet foretak med flere enn 50 ansatte som store foretak, og denne grensen svarer grovt sett til 70 millioner kroner i omsetning. Andre, for eksempel EU, definerer store foretak som foretak med mer enn 200 ansatte. De

minste foretakene skiller seg klart ut i flere sammenhenger, og vi har derfor sett det som gunstig å behandle denne gruppen separat. I analysen vil vi fokusere på utviklingen i resultat og lønnsomhet, gjeld og gjeldsbetjenings-evne samt soliditet og investeringsutvikling.

I analysen av gjeldsbetjeningssevne (inntjening i forhold til gjeldsbelastning) bruker vi kategoriene god, middels og dårlig. God gjeldsbetjeningssevne er karakterisert ved at foretakets selvfinansiering i løpet av ett år utgjør 20 prosent eller mer av langsiktig gjeld. Middels gjeldsbetjeningssevne innebærer at kontantinntjeningen er positiv, men mindre enn 20 prosent av langsiktig gjeld. Det er her viktig å ha klart for seg at ikke alle foretak i denne gruppen nødvendigvis har tilfredsstillende gjeldsbetjeningssevne, da det alltid vil være foretak som befinner seg nær grenseverdien for dårlig gjeldsbetjeningssevne. Endelig får foretak med negativ kontantinntjening karakteristikkene dårlig gjeldsbetjeningssevne. Vi har i denne analysen valgt å fokusere på gjeldsbetjeningssevnen framfor SEBRA-systemets risikoinndikator. Dette er gjort fordi det har vært et ønske å se på foretakssektorens egengenererte tilbakebetalingsevne uten å trekke inn vurderinger av likviditet og egenkapital. Det gjør også analysen enklere, da det ikke kreves at leseren skal ha innblikk i en spesifikk risikomodel.

Når vi vurderer foretakenes rentebærende gjeld, ser vi på hvordan gjelden fordeler seg

¹ SEBRA står for «system for edb-basert regnskapsanalyse». Databasen og analysesystemet med prinsipper for å kategorisere bedriftene etter risikoinndikatorer er tidligere presentert i Penger og Kreditt nr. 2/1991.

på de tre kategorier for gjeldsbetjeningsevne som foretakene er plassert i. Denne klassifiseringen gir ikke et direkte uttrykk for den tapsrisiko som er knyttet til fordringene, da dette krever en verddivurdering av de sikkerheter som er stilt for lånene. Det må imidlertid kunne antas at den alt vesentlige del av den rentebærende gjelden er sikret gjennom pant i varelagre og anleggsmidler.

Soliditet måles ved bokført egenkapital i prosent av totale eiendeler, og det skiller mellom god soliditet (egenkapitalandel større enn 20 prosent), middels soliditet (positiv egenkapital, men mindre enn 20 prosent av totale eiendeler) og dårlig soliditet (negativ egenkapital). Også her gjelder forholdet at middels soliditet er en betegnelse som gjelder for gruppen som helhet, og ikke nødvendigvis for hvert enkelt foretak.

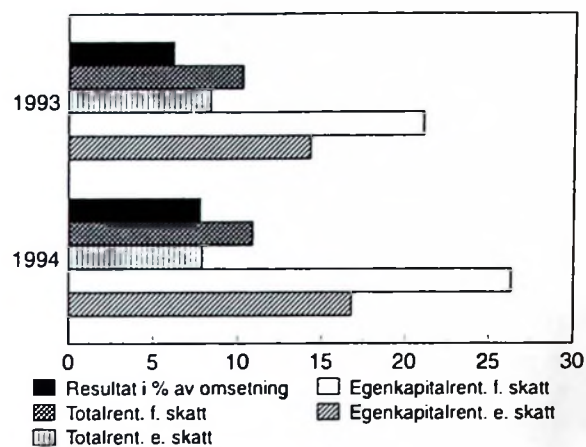
Store foretak

Utvalget av store foretak består av 573 bedrifter med regnskapsdata for perioden 1992 – 1994. Bedriftene hadde en samlet omsetning på 577,7 milliarder kroner i 1994. Dette tilsvarer om lag 43 prosent av bruttoproduksjonsverdien i landet, eksklusiv offentlig forvaltningsvirksomhet. De store foretakene har hatt en positiv utvikling i omsetningen: I 1993 økte omsetningen med i gjennomsnitt 5,9 prosent, og året etter økte veksttakten ytterligere til 8,5 prosent. Nærmere halvparten (47 prosent) av foretakene hadde i 1994 en omsetning mellom 70 og 200 millioner kroner. En firedel av bedriftene faller i intervallet 200 – 500 millioner kroner, mens en av seks bedrifter hadde en omsetning mellom 500 millioner og 1500 millioner kroner. Omsetningen oversteg 1500 millioner kroner for 12 prosent av bedriftene i utvalget.

Resultat- og lønnsomhetsutvikling

Foretakene har også hatt en positiv resultatutvikling i løpet av perioden. Resultatet før ekstraordinære poster, målt i prosent av omsetningen, økte fra 4,1 prosent i 1992 til 6,2 prosent i 1993, for så å stige til 7,8 prosent i 1994, jf. figur 1. Resultatframgangen som fant sted i

Figur 1. Resultat- og lønnsomhetsutvikling 1993–94



573 foretak med omsetning > 70 mill. kr.

1993, skyldtes bedring i driftsmarginer som følge av økt produktivitet og kostnadseffektivitet. Dessuten førte rentefallet det året til lavere netto finanskostnader. Netto finanskostnader fortsatte å falle gjennom 1994. Dette året opplevde foretakene en markert vekst i sine råvare- og lønnskostnader. Driftsmarginene ble likevel noe bedret på grunn av økt kostnadseffektivitet som følge av økt kapasitetutnyttning.

Det er relativt stor spredning blant bedriftene når det gjelder resultatet. For de dårligste 25 prosent (første kvartil) av foretakene var resultatet i prosent av omsetningen i 1994 på 0,9 prosent eller lavere. Medianverdien (som deler gruppen på midten) var 3,4. Går vi opp til tredje kvartil, får vi at de 75 prosent av foretakene som da omfattes, hadde et resultat i prosent av omsetningen på 7,5 eller lavere. Sammenholdt med det veide gjennomsnittet på 7,8 prosent viser disse tallene at inntjeningen i et begrenset antall av de største foretakene i utvalget er vesentlig høyere enn de øvrige. I tråd med utviklingen i det veide gjennomsnittet har også medianverdien økt over tid: fra 1,7 i 1992 til 3,4 i 1994. Det er også noe større spredning i resultatene i 1994 enn i 1992. I 1992 var forskjellen mellom første og tredje kvartil 5,6 mot 6,6 i 1994.

Totalrentabiliteten var i 1993 for foretakene samlet sett på 10,3 prosent før skatt og 8,4 prosent etter skatt. Utviklingen gjennom 1994 var positiv og gav en totalrentabilitet før skatt på

10,9 prosent. Dette har sammenheng med det som er nevnt over om økte resultatmarginer og mer effektiv utnyttelse av totalkapitalen.

Den positive resultatutviklingen, som i vesentlig grad har sammenheng med lavere gjeldsrenter, har medført at egenkapitalrentabiliteten har økt fra 1993 til 1994, fra 21 til 26,3 prosent før skatt og fra 14,3 til 16,8 prosent etter skatt, beregnet som veid gjennomsnitt.

Gjeldsbetjeningsevne

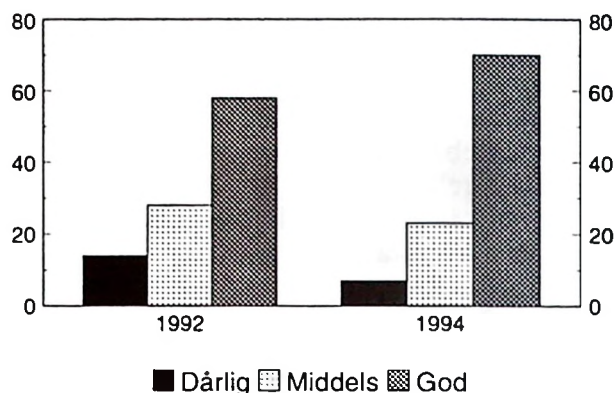
Det har funnet sted en bedring i foretakenes evne til å betjene sin gjeld, jf. figur 2. I 1992 hadde 14 prosent av storforetakene dårlig gjeldsbetjeningsevne. I løpet av 1994 var denne andelen falt til 7 prosent. 28 prosent hadde middels gjeldsbetjeningsevne i 1992, mens andelen var redusert til 23 ved utgangen av 1994. Andelen av foretak med god gjeldsbetjeningsevne har steget tilsvarende, fra 58 prosent i 1992 til 70 prosent i 1994. Det veide gjennomsnittet av kontantinntjening i prosent av langsiktig gjeld gikk opp fra 19,7 i 1992 til 32,5 i 1994.

Figur 3 viser hvordan totalt antall ansatte fordeler seg etter foretakenes gjeldsbetjeningsevne i 1992 og 1994. Det foreligger sysselsettingstall fra 416 storbedrifter i 1992 og for 482 bedrifter i 1994. I 1992 var det i gjennomsnitt sysselsatt 480 personer pr. foretak, mens det tilsvarende tallet for 1994 var 547. Disse tallene er i noen grad påvirket av at tall fra flere konsern ligger inne uten korreksjon for antall foretak som inngår i konsernet. I 1992 var 7,5 prosent av de sysselsatte ansatt i bedrifter med dårlig gjeldsbetjeningsevne, mens denne andelen var redusert til 3,6 prosent i 1994. Bedrifter med middels gjeldsbetjeningsevne stod for 36 prosent av sysselsettingen i 1992. I 1994 var dette tallet redusert til 21 prosent. Hele 75 prosent av de ansatte var knyttet til foretak med god gjeldsbetjeningsevne i 1994, en markert bedring i forhold til andelen to år tidligere på 56,5 prosent.

Soliditet

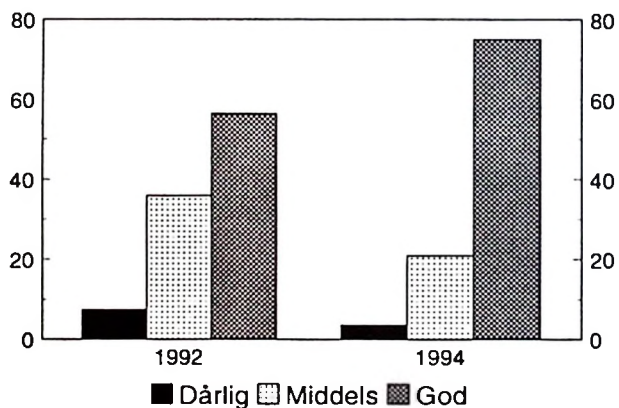
Den positive resultatutviklingen har ført til en bedring i foretakenes soliditetsmessige stilling. I 1992 hadde 5 prosent av foretakene negativ

Figur 2. Finansieringsanalyse 1993–94. Milliarder kroner



573 store foretak

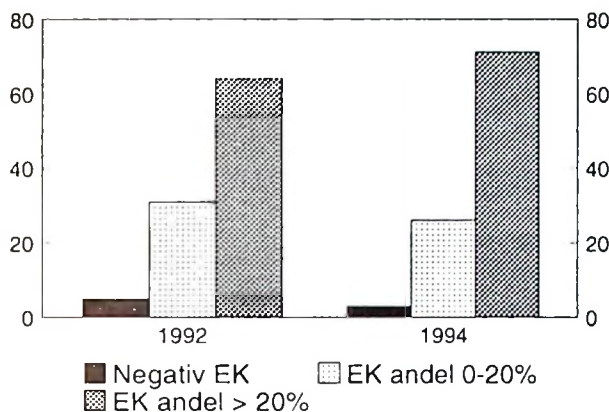
Figur 3. Sysselsetting 1992 og 1994. Fordelt etter foretakenes gjeldsbetjeningsevne. Prosent av total



1992: 199998 ansatte i 416 foretak
1994: 263887 ansatte i 482 foretak

egenkapital, mens egenkapitalprosenten var mellom 0 og 20 i 31 prosent av bedriftene. I 64 prosent av foretakene var egenkapitalandelen større enn 20 prosent. Den tilsvarende fordelingen i 1994 var henholdsvis 3, 26 og 71 prosent. Det veide gjennomsnittet for egenkapitalandelen økte fra 28,6 prosent i 1992 til 32,4 prosent ved utgangen av 1994. Foretak med både negativ egenkapital og negativ inntjening i 1994 utgjorde 1 prosent av bedriftsmassen.

Figur 4. Soliditetsutvikling 1992 og 1994.
Prosent av total

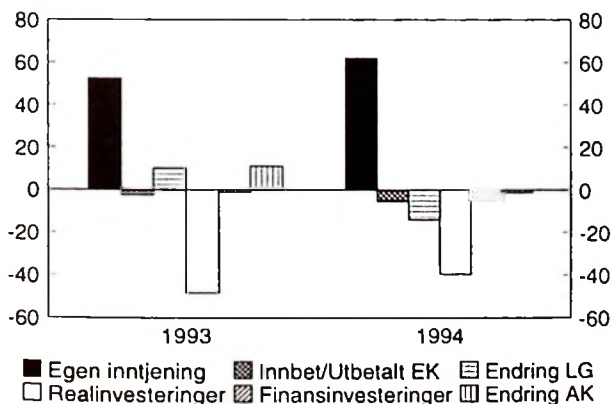


573 store foretak

Investering og finansiering

Av figur 5 går det fram at storforetakene hadde en tilgang på langsiktige midler i 1993 som var vesentlig større enn foretatte bruttoinvesteringer (finans- og realinvesteringer). Inntjening over driften var den viktigste kilden til langsiktig kapital. Dette resulterte i en betydelig styrking av arbeidskapitalen. Det ble foretatt netto uttak av egenkapital på om lag 2,2 milliarder kroner. I 1994 økte kontantinntjeningen markert. Dette gav grunnlag for ytterligere utbetaling av utbytte/uttak av egenkapital, med til sammen 5,3 milliarder kroner. Kontantinntjeningen var tilstrekkelig til å fullfinansiere foretatte investeringer i 1994 samt å

Figur 5. Finansieringsanalyse 1993-94.
Milliarder kroner



573 store foretak

kunne foreta en ikke ubetydelig nedbygging av langsiktig gjeld uten for stor svekkelse av arbeidskapitalen.

Brutto *realinvesteringer*, eksklusiv salg av anleggsmidler, var på til sammen 48 milliarder kroner i 1993 og synes å ha gitt en økning i produksjonskapasiteten til foretakene med om lag 6 prosent. I 1994 var det en nedgang på 19 prosent i brutto realinvesteringer, men netto realinvesteringene var fortsatt positive, slik at kapitalbeholdningen vokste med 2 prosent. I løpet av de to siste årene kan økningen i storforetakenes produksjonskapasitet anslås til om lag 8 prosent i forhold til utgangen av 1992.

Storforetakenes investeringer i aksjer og langsiktige verdipapirer tok seg kraftig opp i 1994, fra i underkant av 1 milliard kroner i 1993 til 4,4 milliarder kroner i 1994.

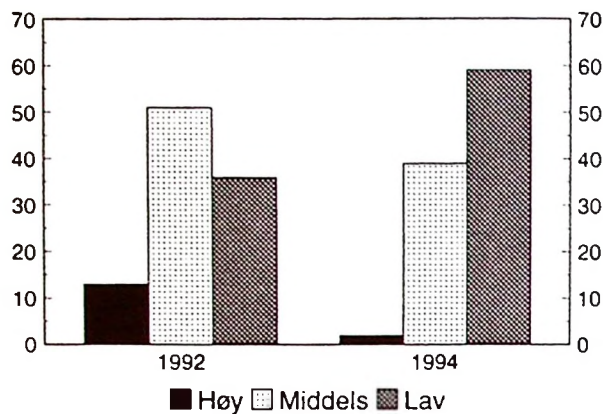
En nærmere analyse viser at hovedtyngden av investeringene gjennomføres av foretak med god gjeldsbetjeningsevne, som stod for 67 prosent av samlede finans- og realinvesteringer i 1993. Foretak med middels gjeldsbetjeningsevne stod for henholdsvis 34 prosent, og for foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne var tallet -1 prosent. I 1994 er andelene henholdsvis 78, 22 og 0 prosent. Negative investeringer skyldes at salg av anleggsmidler har oversteget bruttoinvesteringer.

Rentebærende gjeld i forhold til gjeldsbetjeningsevne

I figur 6 er rentebærende gjeld (utlån) ved utgangen av året klassifisert etter debtorsgjeldsbetjeningsevne. Figuren viser en markert positiv utvikling ved at en høyere andel av utlånene i 1994 var knyttet til foretak med god gjeldsbetjeningsevne, nemlig 59 prosent, mens andelen i 1992 var på 36 prosent. I 1992 var hovedtyngden av utlånsmassen, 51 prosent, knyttet til foretak med middels gjeldsbetjeningsevne, mens andelen i 1994 var 39 prosent. I 1994 var bare 2 prosent av utlånene knyttet til foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne, mot 13 prosent i 1992. I 1994 var bare en forsvinnende liten andel av utlånene plassert i de mest risikoutsatte foretakene, dvs. foretak med både negativ egenkapital og negativ inntjening.

Ved utgangen av 1994 utgjorde rentebærende gjeld til alle storforetakene 190,9

Figur 6. Risikoprofil utlån 1992 og 1994.
Prosent av total



1992: 197,6 mrd. kr. i rentebærende gjeld
1994: 190,9 mrd. kr. i rentebærende gjeld

milliarder kroner. Til sammenlikning var bokført verdi av varelagre og anleggsmidler 407,9 milliarder kroner.

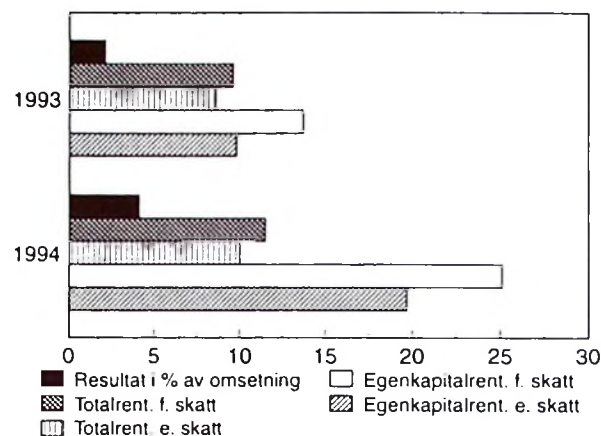
Mellomstore foretak

Utvalget av mellomstore foretak består av 1765 bedrifter. Foretakene hadde en samlet omsetning på 44,5 milliarder kroner i 1994. Dette tilsvarer om lag 3 prosent av bruttoproduksjonsverdien i landet, eksklusiv offentlig forvaltningsvirksomhet. Også de mellomstore foretakene har hatt en positiv utvikling i omsetningen, som i 1993 økte med 6 prosent og i 1994 med 10 prosent.

Resultat- og lønnsomhetsutvikling

Foretakene har hatt en positiv resultatutvikling i løpet av perioden. Resultat før ekstraordinære poster, målt i prosent av omsetningen, var 0,6 prosent i 1992, ble på 2,0 prosent i 1993 og steg videre til 4,0 prosent i 1994. Resultatframgangen i 1993 skyldes i første rekke reduksjon i råvareandel og finanskostnader. Netto finanskostnader fortsatte å falle gjennom 1994. Reduksjonen i finanskostnader utgjør omtrent halvdelen av resultatforbedringen i både 1993 og 1994. Råvareandelen steg i 1994, men driftsmarginene ble likevel noe bedret på grunn av en reduksjon i andelen av

Figur 7. Resultat- og lønnsomhetsutvikling
1993-94



1765 foretak med omsetning > 10 og < 70 mill. kr.

lønn og andre kostnader, noe som var en følge av økt kapasitetsutnyttning.

Det er til dels stor spredning blant bedriftene når det gjelder resultat i prosent av omsetning. 25 prosent av foretakene hadde i 1994 en verdi på dette nøkkeltallet som var 0 eller negativ. Medianverdien var 3, mens 75 prosent av foretakene hadde en verdi på 7 eller lavere. Det veide gjennomsnittet var på 4,0 prosent, som ikke er vesentlig over medianverdien i dette utvalget. I tråd med utviklingen i det veide gjennomsnittet har medianverdien økt over tid, fra 1 i 1992 til 3 i 1994. Det er også større spredning i resultatene i 1994 enn i 1992. I 1992 var forskjellen mellom 1. og 3. kvartil 6 prosentenheter, mens den er økt til 7 i 1994.

Totalrentabiliteten til de mellomstore foretakene var i 1993 gjennomsnittlig på 9,6 prosent før skatt. Utviklingen i 1994 gav en totalrentabilitet før skatt på 11,5 prosent. Dette er en følge av økte resultatmarginer og mer effektiv utnyttelse av totalkapitalen. Den positive resultatutviklingen innebærer også at egenkapitalrentabiliteten har økt fra 1993 til 1994, fra 13,8 til 25,1 prosent før skatt og fra 9,8 til 19,7 prosent etter skatt, beregnet som veid gjennomsnitt.

Gjeldsbetjeningsevne

Foretakenes evne til å betjene sin gjeld er betydelig bedret i treårsperioden, jf. figur 8. I

1992 hadde 20,3 prosent av de mellomstore foretakene dårlig gjeldsbetjeningsevne. I løpet av 1994 var denne andelen falt til 10,8 prosent. I 1992 kom 27,9 prosent av bedriftene i kategorien for middels gjeldsbetjeningsevne. Denne prosenten er redusert til 23,3 ved utgangen av 1994. Foretak med god gjeldsbetjeningsevne økte dermed sin andel fra 51,8 prosent i 1992 til 65,9 prosent i 1994. Bedriftenes kontantinntjening før ekstraordinære poster målt som andel av langsiktig gjeld, gikk opp fra 12,7 prosent i 1992 til 26,3 prosent i 1994, beregnet som veid gjennomsnitt.

Figur 9 viser hvordan antall ansatte i de mellomstore foretakene fordeler seg etter foretakenes gjeldsbetjeningsevne i 1992 og 1994. Det foreligger sysselsettingstall fra 1 275 foretak i 1992 og for 1 553 foretak i 1994. Gjennomsnittlig antall sysselsatte lå stabilt på vel 28 både i 1992 og 1994. Foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne hadde 21,1 prosent av de sysselsatte i 1992. I 1994 var denne andelen redusert til 11,1 prosent. Foretak med middels gjeldsbetjeningsevne stod for 29,1 prosent av sysselsettingen i 1992 og 24,8 prosent i 1994. 64,1 prosent av de ansatte var knyttet til foretak med god gjeldsbetjeningsevne i 1994, mens andelen to år tidligere var på 49,8 prosent.

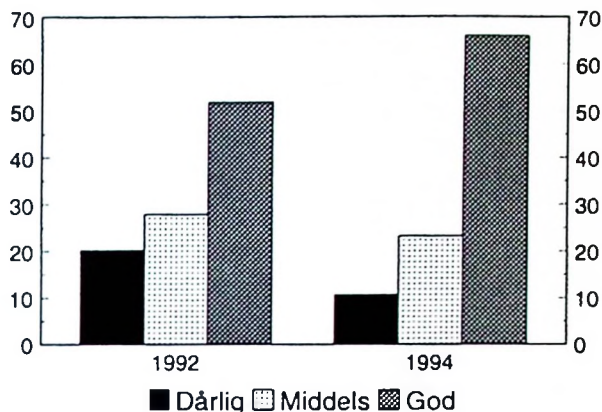
Soliditet

Den positive resultatutviklingen har ført til en *bedring i foretakenes soliditet*. I 1992 hadde 13 prosent av de mellomstore foretakene negativ egenkapital. Egenkapitalen var positiv, men mindre enn 20 prosent av totalkapitalen i 39 prosent av foretakene. 48 prosent av foretakene hadde en egenkapitalandel større enn 20 prosent. Den tilsvarende fordelingen i 1994 var henholdsvis 8, 35 og 57 prosent. Det veide gjennomsnittet av egenkapitalen økte fra 24,1 prosent i 1992 til 28,1 prosent ved utgangen av 1994. Bedrifter med både negativ egenkapital og negativ inntjening utgjorde i 1994 3,2 prosent av bedriftsmassen.

Investering og finansiering

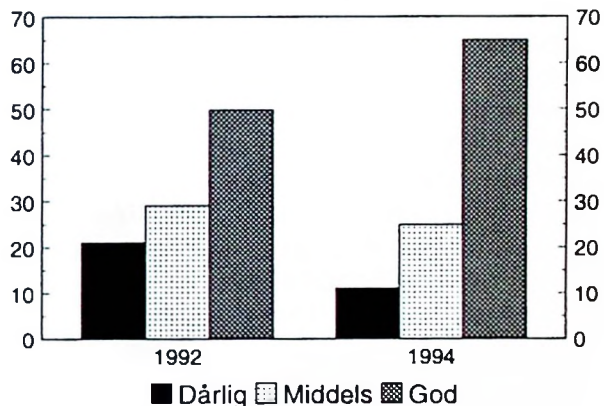
Av figur 11 ser vi at de mellomstore foretakenes tilgang på langsiktige midler oversteg

Figur 8. Gjeldsbetjeningsevne 1992 og 1994. Prosent av total



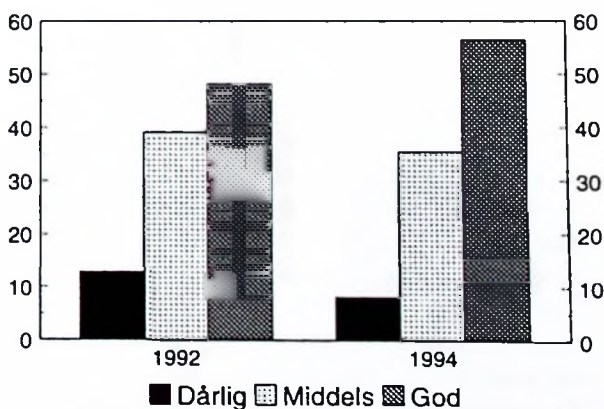
1765 foretak med omsetning > 10 og < 70 mill. kr.

Figur 9. Sysselsetting 1992 og 1994. Fordelt etter foretakenes gjeldsbetjeningsevne. Prosent av total



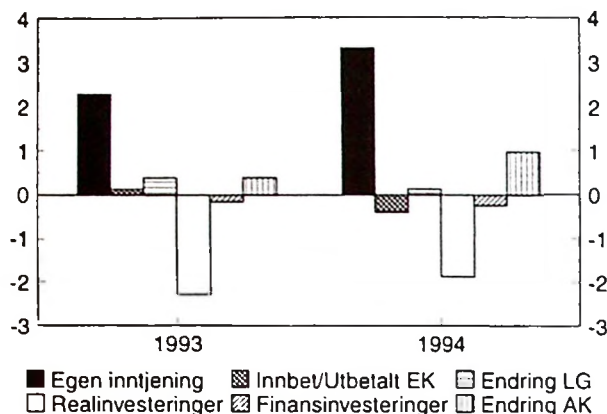
1765 foretak med omsetning > 10 og < 70 mill. kr.

Figur 10. Soliditetsutvikling 1992 og 1994. Prosent av total



1765 foretak med omsetning > 10 og < 70 mill. kr.

Figur 11. Finansieringsanalyse 1993-94.
Milliarder kroner



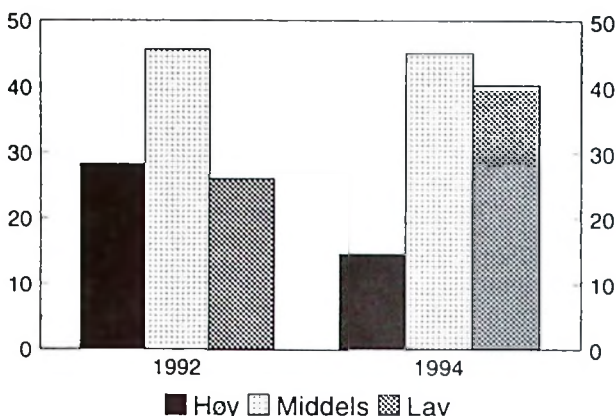
1765 foretak med omsetning > 10 og < 70 mill. kr.

bruttoinvesteringene i betydelig grad. Dette resulterte i en vesentlig styrking av arbeidskapitalen. Inntjening gjennom egen drift var den desidert viktigste kilden til langsiktig kapital. Det ble netto emittert egenkapital for ca. 140 millioner kroner i 1993, mens det i 1994 var et netto uttak av egenkapital på ca. 394 millioner kroner. Foretakene hadde en netto økning i langsiktig gjeld både i 1993 og 1994. Egenfinansieringen var begge år tilstrekkelig til å fullfinansiere investeringene.

Brutto *realinvesteringer* utgjorde 2,3 milliarder kroner i 1993 og 1,8 milliarder kroner i 1994, mens *netto*realinvesteringene var 0,8 milliarder kroner og 0,3 milliarder kroner. Investeringer i aksjer og langsiktige verdipapirer tok seg opp fra vel 145 millioner kroner i 1993 til 237 millioner kroner i 1994.

Nærmere analyse viser at hovedtyngden av investeringene i de mellomstore foretakene i 1993 ble gjennomført av bedrifter med god gjeldsbetjeningsevne, som stod for 49,0 prosent av samlede finans- og realinvesteringer i 1993. Foretak med middels gjeldsbetjeningsevne stod for 35,9 prosent, og foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne stod for 15,1 prosent. I 1994 styrket foretakene med god og middels gjeldsbetjeningsevne sin andel av investeringene betydelig, til 61,2 og 39,9 prosent. Foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne stod for -1,1 prosent, som følge av at salg av anleggsmidler oversteg investeringene.

Figur 12. Risikoprofil utlån. Prosent av total



1992: 12,2 mrd. kr. i rentebærende gjeld
1994: 12,7 mrd. kr. i rentebærende gjeld

Gjeld i forhold til gjeldsbetjeningsevne

I figur 12 er rentebærende gjeld (utlån til foretakene) klassifisert etter debitors gjeldsbetjeningsevne. Det har vært en svak økning i gjelden fra 1992 til 1994. Hele økningen kom fra 1992 til 1993. Figuren viser en markert positiv utvikling ved at en høyere andel av utlånene i 1994 er knyttet til foretak med god gjeldsbetjeningsevne: 40,2 prosent mot 26,1 prosent i 1992. Hovedtyngden av utlånsmassen var begge årene knyttet til foretak med middels gjeldsbetjeningsevne, 45,7 prosent i 1992 og 45,1 prosent i 1994. Foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne stod for 28,2 prosent i 1992 og 14,7 prosent i 1994. Mellomstore foretaks kreditorer har i 1994 hatt en klar risikoreduksjon m.h.t. bedriftenes underliggende gjeldsbetjeningsevne.

I 1994 var 2,8 prosent av utlånene plassert i de mest risikoutsatte foretakene, dvs foretak med både negativ egenkapital og negativ inntjening. Dette er under en tredel av nivået fra 1992. Ved utgangen av 1994 utgjorde rentebærende utlån til de mellomstore foretakene 12,7 milliarder kroner. Til sammenlikning var bokført verdi av varelagre og anleggsmidler 32,3 milliarder kroner.

Små foretak

Utvalget av små foretak består av 5281 bedrifter med en samlet omsetning på 14,4 milliarder kroner i 1994. Dette tilsvarer om lag 1 prosent av bruttoproduksjonsverdien i landet

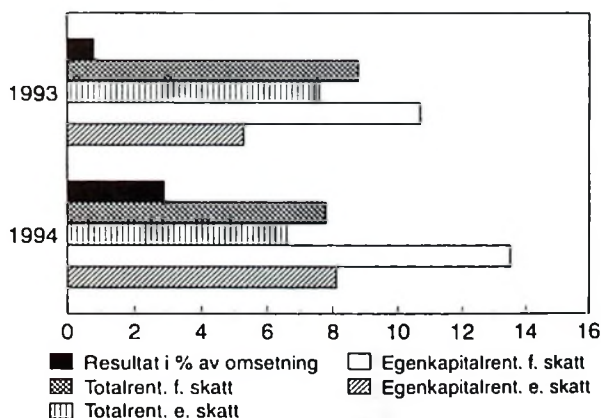
eksklusiv offentlig forvaltningsvirksomhet. Småbedriftene har hatt negativ utvikling i samlet omsetning, med en nedgang på 1,4 prosent i 1993 og 3,8 prosent i 1994.

Resultat- og lønnsomhetsutvikling

Til tross for den negative utviklingen i omsetning kan småbedriftene vise til en positiv resultatutvikling. Resultat før ekstraordinære poster, målt i prosent av omsetning, økte fra -0,2 prosent i 1992 til 0,8 prosent i 1993, og videre til 2,9 prosent i 1994. Resultatframgangen som fant sted i 1993 og 1994 skyldes en bedring i driftsmarginer kombinert med lavere finanskostnader på grunn av rentefallet.

Det er en betydelig spredning blant bedriftene når det gjelder resultat i prosent av omsetning, vesentlig større enn hva tilfellet er for store og mellomstore foretak. 25 prosent av foretakene hadde i 1994 en verdi på dette nøkkeltallet som var -7 eller lavere. Medianverdien var 2, mens 75 prosent av foretakene hadde et resultat i prosent av omsetningen på 10 eller lavere. Den beste firedelen av småforetakene hadde altså bedre resultater enn tilsvarende firedel for både store og mellomstore foretak. Det veide gjennomsnittet (2,9 prosent) ligger ikke vesentlig over medianverdien i dette utvalget. Dette er rimelig ut fra at forskjellene i foretaksstørrelse er liten i dette utvalget. I tråd med utviklingen i det veide gjennomsnittet har medianverdien økt over tid, fra

Figur 13. Resultat- og lønnsomhetsutvikling 1993-94



5281 små-foretak med omsetning < 10 mill. kr.

0 i 1992 til 2 i 1994. Det ser imidlertid ikke ut til at spredningen i resultat har økt over tid.

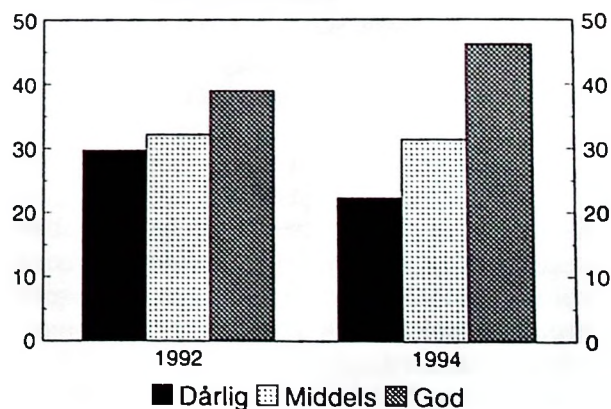
Til tross for en positiv utvikling sliter småbedriftene fortsatt med lav lønnsomhet. Totalrentabiliteten til foretakene samlet var i 1993 på 8,8 prosent før skatt og 7,6 prosent etter skatt. Utviklingen gjennom 1994 var negativ og gav en totalrentabilitet før skatt på 7,8 prosent og 6,6 prosent etter skatt. Dette har sammenheng med en mindre effektiv utnyttelse av totalkapitalen, idet foretakene ikke har redusert sin totalkapital i samme omfang som reduksjonen i økonomisk aktivitet, målt ved omsetningen, skulle tilsi.

Den positive resultatutviklingen, som i vesentlig grad har sammenheng med lavere gjeldsrenter, har imidlertid medført at egenkapitalrentabiliteten har økt fra 1993 til 1994, fra 10,7 til 13,5 prosent før skatt og fra 5,2 til 8,1 prosent etter skatt, beregnet som veid gjennomsnitt.

Gjeldsbetjeningsevne

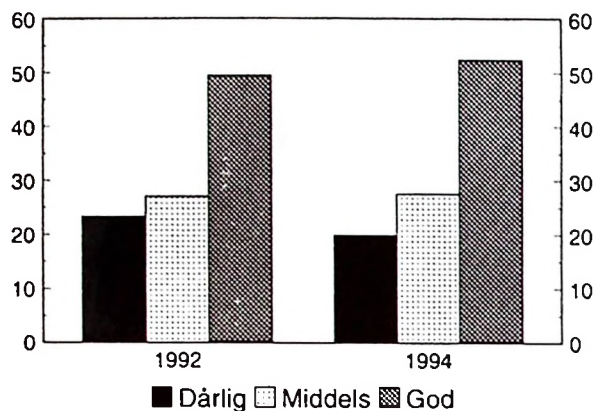
Det har funnet sted en bedring i foretakenes evne til å betjene sin gjeld, jf. figur 14. Hele 30 prosent av foretakene hadde dårlig gjeldsbetjeningsevne i 1992, mens denne andelen falt til 22 prosent i 1994. I 1992 kom 32 prosent av foretakene i kategorien for middels gjeldsbetjeningsevne. Denne prosenten er om lag uendret (31 prosent) ved utgangen av 1994. Foretak med god gjeldsbetjeningsevne

Figur 14. Gjeldsbetjeningsevne 1992 og 1994. Prosent av total



5281 små-foretak

Figur 15. Sysselsetting 1992 og 1994. Fordelt etter foretakenes gjeldsbetjeningssevne. Prosent av totalen



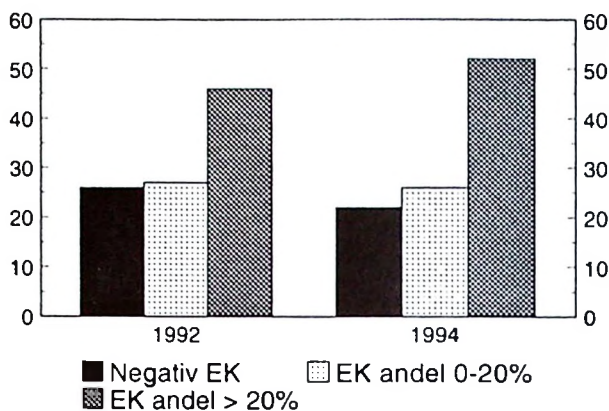
1992: 16974 ansatte i 2911 foretak
1994: 21247 ansatte i 3730 foretak

utgjorde 47 prosent i 1994, en økning fra 38 prosent i 1992. Det veide gjennomsnittet av selvfinansieringen i prosent av langsiktig gjeld gikk opp fra 7,1 i 1992 til 11,5 i 1994. Figur 15 viser hvordan totalt antall ansatte i småbedriftene fordeler seg etter foretakenes gjeldsbetjeningssevne i 1992 og 1994. Det foreligger sysselsettingstall for 2911 foretak i 1992 og 3730 foretak i 1994. I 1992 var det i gjennomsnitt sysselsatt 5,8 personer pr. foretak, mens tallet for 1994 var 5,7. Av figuren fremgår det at 23 prosent av de sysselsatte var ansatt i foretak med dårlig gjeldsbetjeningssevne i 1992. I 1994 var denne andelen redusert til 20 prosent. Foretak med middels gjeldsbetjeningssevne stod for 27 prosent av sysselsettingen i 1992 og 28 prosent i 1994. Halvdelen av sysselsettingen var i 1992 knyttet til foretak med god gjeldsbetjeningssevne, mens andelen var steget til 54 prosent i 1994.

Soliditet

Den positive resultatutviklingen har ført til en viss *bedring i foretakenes soliditetsmessige stilling*. I 1992 hadde 26 prosent av foretakene negativ egenkapital, mens 27 prosent av foretakene hadde en egenkapital på mellom 0 og 20 prosent av totalkapitalen. For 46 prosent av foretakene var egenkapitalandelen større enn 20 prosent. I 1994 var fordelingen henholdsvis 22, 26 og 52 prosent på kategoriene dårlig,

Figur 16. Soliditetsutvikling 1992 og 1994. Prosent av total



5281 små-foretak

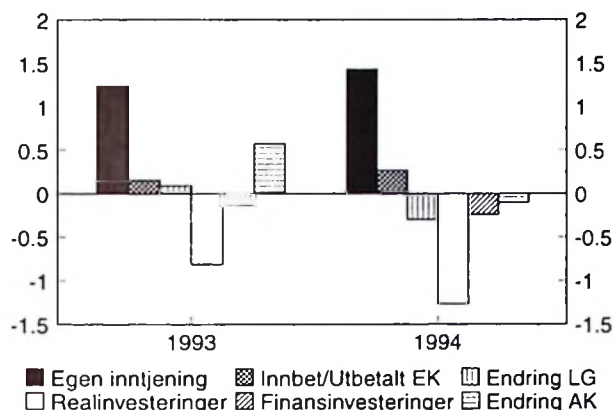
og god egenkapitalandel. Det veide gjennomsnittet av egenkapital i forhold til total kapital økte fra 20,7 prosent i 1992 til 24 prosent ved utgangen av 1994. Foretak med både negativ egenkapital og negativ inntjening i 1994 utgjorde 9,2 prosent av foretakene.

Investering og finansiering

Av figur 17 ser vi at småbedriftene hadde en tilgang på langsiktige midler i 1993 som var vesentlig større enn foretatte bruttoinvesteringer (finans- og realinvesteringer). Inntjening over driften og tilførsel av ny egenkapital var de viktigste kildene til langsiktig kapital. Dette resulterte i en betydelig styrking av arbeidskapitalen. I 1994 økte selvfinansieringen samtidig med at foretakene ble tilført egenkapital på i overkant av 260 millioner kroner. Dette gav grunnlag for fullfinansiering av investeringene og en viss nedbygging av langsiktig gjeld med relativt liten svekkelse av arbeidskapitalen.

Brutto *realinvesteringer* har vært moderate, med til sammen ca. 2 milliarder kroner i løpet av de to siste årene. Dette utgjør i gjennomsnitt i underkant av 200.000 kroner pr. foretak pr. år. Det skjedde imidlertid en markert vekst (55 prosent) i investeringene i 1994. Investeringsaktiviteten i løpet av de to siste år synes ikke å ha resultert i økt produksjons-

Figur 17. Finansieringsanalyse 1993-94.
Milliarder kroner



5281 små-foretak

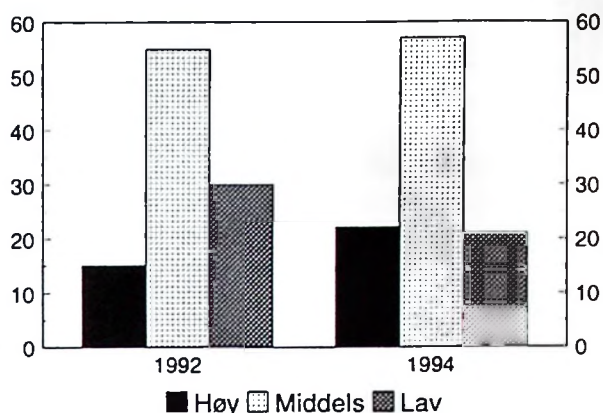
kapasitetet i småbedriftene, da netto realinvesteringer er tilnærmet lik null i perioden. Bedriftene har foretatt finansinvesteringer på om lag 350 millioner kroner i løpet av de to siste årene, med nær en fordobling av finansinvesteringene i 1994.

Nærmere analyse av real- og finansinvesteringene viser at hovedtyngden foretas av bedrifter med middels gjeldsbetjeningsevne. Disse bedriftene stod for 50 prosent i 1993 og 43 prosent i 1994. Foretak med god gjeldsbetjeningsevne stod for 46 prosent i 1992 og 34,5 prosent i 1994. Foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne stod for 4 prosent av investeringene i 1993. Den lave prosenten for denne gruppen skyldes at de foretak som hadde god egenkapital, har solgt anleggsmidler i langt større omfang enn de har foretatt investeringer. I 1994 var investeringsandelen for denne gruppen 22,5 prosent.

Rentebærende gjeld i forhold til gjeldsbetjeningsevne

I figur 18 er den rentebærende gjeld klassifisert etter debtors gjeldsbetjeningsevne. Figuren viser en positiv utvikling. I 1992 var 30% av utlånene plassert i foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne. Hovedtyngden av utlånsmassen, 55 prosent, var knyttet til foretak med middels gjeldsbetjeningsevne, mens 15 prosent av utlånene var plassert i foretak med

Figur 18. Risikoprofil utlån 1992 og 1994.
Prosent av total



1992: 10,7 mrd. kr. i rentebærende gjeld
1994: 10,6 mrd. kr. i rentebærende gjeld

god gjeldsbetjeningsevne. I 1994 er 22 prosent av utlånene knyttet til foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne, og foretak med middels og god gjeldsbetjeningsevne stod for henholdsvis 57 prosent og 21 prosent av utlånene.

I 1994 var 10,8 prosent av utlånene plassert i foretak med både negativ egenkapital og negativ inntjening. Ved utgangen av 1994 utgjorde rentebærende gjeld hos alle småbedriftene 10,6 milliarder kroner. Til sammenlikning var bokført verdi av varelagre og anleggsmidler 16,6 milliarder kroner.

Sammendrag/konklusjon

Analysen omhandler utviklingen i foretakssektoren målt på et utvalg som hovedsakelig består av «SND-foretak» og børsnoterte foretak. Utvalget er underrepresentert når det gjelder varehandel og overrepresentert med hensyn til industri. Utviklingen er forsøkt kartlagt ved å fokusere på foretakenes utvikling når det gjelder omsetning, resultat, gjeldsbetjeningsevne, sysselsetting, soliditet, investeringer og rentebærende gjeld. Foretakene er inndelt i tre ulike størrelseskategorier etter omsetning: foretak med mindre enn 10 millioner kroner i omsetning, foretak med omsetning mellom 10 og 70 millioner kroner og foretak med omsetning større enn 70 millioner kroner.

Trenden i analysen er at innen alle tre kategorier har foretakene styrket sin stilling i perioden fra 1992 til 1994. De minste foretakene skiller seg negativt ut i forhold til de større på alle de kriterier som er nyttet for å beskrive utviklingen. Relativ utvikling er ofte like god i småbedriftene som i de andre grupperingene, men nivået er betydelig lavere.

De store og mellomstore foretakene økte sin omsetning med henholdsvis 14,4 prosent og 16,1 prosent i perioden 1992–94. Småbedriftene hadde i samme periode en reduksjon i omsetningen på 5,2 prosent. Endringene var størst fra 1993 til 1994. På tross av omsetningsnedgangen har småbedriftene klart å styrke resultatet før ekstraordinære poster, fra svakt negativt i 1992 til 2,9 prosent av omsetningen i 1994. De større foretakene har hatt en tilsvarende positiv utvikling, men fra et høyere nivå. Resultat før ekstraordinære poster var i 1994 4,0 prosent for de mellomstore foretakene og 7,8 prosent for de store. Store og mellomstore foretak har også hatt en positiv utvikling i totalrentabiliteten, med en oppgang på vel ett prosentpoeng fra et nivå i 1993 på ca. 10 prosent. Dette skyldes både resultatvekst og bedre utnyttelse av totalkapitalen. De minste foretakene fikk redusert sin totalrentabilitet med ett prosentpoeng fra 8,8 prosent. Dette skyldes at man ikke har klart å redusere produksjonskapasiteten i takt med aktivitetsnedgangen. De ulike typer resultatmål gir et entydig bilde av at småbedriftene er mindre lønnsomme enn større foretak.

Samtlige foretakskategorier har bedret sin gjeldsbetjeningsevne betydelig i perioden 1992–94. De største foretakene har den beste gjeldsbetjeningsevnen, 70 prosent av disse hadde i 1994 god gjeldsbetjeningsevne. 65,9 prosent av de mellomstore foretakene hadde god gjeldsbetjeningsevne i 1994, mens bare 47 prosent av småbedriftene hadde det. Store foretak stod som debitor for 89,1 prosent av registrert rentebærende gjeld (ca. 214 milliarder kroner) i 1994. Disse foretakene bygde ned sin gjeld med 3,4 prosent fra 1992 til 1994. Små og mellomstore foretak har hatt en stabil rentebærende gjeld i perioden, på henholdsvis ca. 10,5 og 12,5 milliarder kroner. Foretak med middels og god gjeldsbetjeningsevne dominerer blant låntakerne, og forskyv-

ningen i perioden har gått i positiv retning for alle størrelseskategorier, med større andel av gjelden knyttet til bedrifter som har god gjeldsbetjeningsevne. Andelen for disse bedriftene er størst i gruppen for store foretak. Alle størrelseskategorier har en betydelig større andel bokførte aktiva enn rentebærende gjeld.

Tyngden av sysselsettingen finner en i de største foretakene, som i 1994 hadde vel 80 prosent av totalt registrerte sysselsatte (326 756) i materialet. Små og mellomstore foretak står for henholdsvis 8 prosent og 12 prosent av sysselsettingen. Gjennomsnittlig sysselsetting i disse foretakene har i perioden vært stabil, med henholdsvis ca. 5,7 og 28 sysselsatte pr. bedrift, mens sysselsettingen i storforetakene i gjennomsnitt er økt fra 480 til 547.

Foretakenes egenkapitalsituasjon er, uavhengig av størrelse, i klar bedring. Det er likevel de største foretakene som gjennomsnittlig har best soliditet, med en egenkapitalprosent på 32,4 i 1994. Mellomstore foretak lå ca. 4 prosentpoeng under de store og de små ytterligere 4 prosentpoeng under. Foretak med negativ egenkapital utgjør da også en betydelig større andel av de små foretakene enn blant de store.

Investeringer gjøres i hovedsak av foretak med god og middels gjeldsbetjeningsevne. I gruppene med store og mellomstore foretak står foretakene med god gjeldsbetjeningsevne for de største investeringene. Foretakene i disse gruppene som har dårlig gjeldsbetjeningsevne, har negative bruttoinvesteringer, dvs. at salg av anleggsmidler overstiger investeringene. Bildet er noe annerledes for småbedriftene, der investeringsvolumet riktignok er moderat. I denne gruppen er investeringene større for foretak med middels enn med god gjeldsbetjeningsevne, og en betydelig andel av investeringene gjøres dessuten av foretak med dårlig gjeldsbetjeningsevne.

Det er kun storforetakene som har et visst volum av netto realinvesteringer. Finansinvesteringene økte for alle størrelseskategorier av foretak i 1994. Slike investeringer utgjorde dette året mellom 10 og 16 prosent av totalinvesteringene, der småbedriftene hadde den største andelen, men der storforetakene stod for det største volumet, med ca. 4,4 milliarder kroner.

Den nye myntrekken

Ole-Robert Kolberg, spesialrådgiver i Avdeling for kontante betalingsmidler i Norges Bank

Som kjent er Norges Bank i gang med å legge om den norske myntrekken.

Den eksisterende myntrekken har sin opprinnelse fra «Lov om pengevæsenet» av 17. april 1875, da speciedaler og skilling ble erstattet av kronesystemet. Da 5- og 10-kronemyntene skulle innføres i hhv. 1963 og 1983, måtte det tas hensyn til størrelser og motiv på de myntene som allerede var i sirkulasjon. I 1963 var alle valørene fra 1 krone til 1 øre fremdeles i sirkulasjon med de størrelsene de fikk i 1875. Da 10-kronemynten skulle introduseres var valørene 25, 5, 2 og 1 øre trukket ut av sirkulasjon, mens 1-kronen, 50-øren og 10-øren fremdeles hadde sine opprinnelige dimensjoner. Ved innføring av 20-kronen i 1994 måtte hensyn tas til dimensjonene på 5- og 1-kronen.

Det nedenstående er en redegjørelse for hvorfor banken nå fant å måtte gjennomføre en omfattende myntreform, og beskriver de viktigste av de faktorene det har vært tatt hensyn til under utformingen av den nye myntrekken.

Bakgrunn

Den 27.05.92 vedtok Norges Banks hovedstyre å innføre en 20-kronemynt i Norge.

Av behandlingsmessige og andre praktiske årsaker bør en mynt ikke være større enn ca. 30 mm i diameter og ikke mindre enn 17–18 mm. Det eneste praktisk mulige sted å plassere 20-kronen var dermed mellom 5-kronen på 29,5 mm og 1-kronen på 25 mm. Mynten fikk diameteren 27,5 mm, og selv om myntene har forskjellig materiale og dermed forskjellig farge, anså vi at forskjellen i størrelse i forhold til 5-kronen ville bli i minste laget og

kunne skape problemer for en del brukere. Alternativet kunne vært å redusere diameteren på 20-kronen, men det ville kunne skape tilsvarende problemer i forhold til 1-kronen.

Den resulterende myntrekken (den vi har i dag) ville også blitt svært ulogisk i sin oppbygging, med 50 øre, 10 kroner, 1 krone, 20 kroner og 5 kroner etter stigende diameter. Tilbaketrekkingen av 10-øren åpnet dessuten for å benytte minimumsområdet nevnt ovenfor for den minste mynten og dermed for å krympe de øvrige.

Sammen med vedtaket referert ovenfor, bad derfor hovedstyret om å få fremlagt en plan for trinnvis utskiftning av de nåværende myntene. Hovedstyret bad samtidig om å få en vurdering av de økonomiske – inklusive de samfunnsøkonomiske – konsekvensene av en slik omlegging.

Planen ble forelagt hovedstyret den 02.12.92, som da vedtok å legge om hele myntrekken. Den nye rekken får en spredning i diameter fra 27,5 mm (20 kr) til 18,5 mm (50 øre), og det er gjort plass til en mulig fremtidig 50-kronemynt over 20-kronen i diameter. Myntrekken har vært diskutert med blant annet Norges Blindforbund i flere møter, og forbundet har akseptert den løsningen som nå foreligger. Rifling av den planlagte 5-kronen og den avbrutte riflingen av den nye 10-kronen er momenter forbundet har lagt vekt på.

Rekkefølgen for utskiftningene

Rekkefølgen for utskiftningene gir seg av størrelsesforholdene mellom gamle og nye mynter (10-kronen omtales spesielt nedenfor).

Det er 1 mm størrelsesforskjell mellom eksisterende 50-øre på 22 mm og ny 1-krone

på 21 mm. 50-øren må dermed være ute av sirkulasjon og erstattet med den nye utgaven på 18,5 mm (i bronse) før den nye 1-kronen kan introduseres.

Videre er det 1 mm forskjell mellom ny 5-krone på 26 mm og eksisterende 1-krone på 25 mm, sistnevnte må derfor være erstattet med den nye utgaven før 5-kronen kan introduseres.

Rekkefølgen blir dermed 50 øre, 1 krone og 5 kroner, og det var opprinnelig beregnet 2 år mellom introduksjonene av hver enkelt ny mynt. På bakgrunn av reaksjoner fra publikum som har vanskelig for å skille den nye 10-kronen og den eksisterende 1-kronen fra hverandre, har imidlertid Norges Banks hovedstyre besluttet å forsere utskiftningene. Den nye 50-øren vil derfor utgis i 1996 mot planlagt 1997, og den nye 1-kronen kommer i 1997 mot planlagt 1999. Dette innebærer en tilsvarende *forsering av kostnadene* til materialinnkjøp etc. Det vil imidlertid ikke bety nevneverdige *merkostnader*, men det kan eventuelt bli aktuelt med produksjon på flere skift i perioder.

10-kronemynten

Det dype relieffet og den store tykkelsen som den gamle 10-kronen fikk, var et «kunstgrep» som ble gjort for å unngå å legge om hele myntrekken i forbindelse med introduksjonen av mynten i 1984 (1. pregeår 1983). Mynten var meget komplisert å sette i produksjon, da det dype relieffet gjorde det nødvendig å tilpasse forhøyninger på den ene og fordypninger på den andre siden meget nøyaktig til hverandre for at mynten i det hele tatt skulle la seg prege. Problemerkene forsinket produksjonsstart av mynten med flere måneder i forhold til planene.

Det var dermed ikke mulig å skifte kongeportrett på mynten – det skal blant annet vende motsatt vei i forhold til kong Olavs portrett – uten å konstruere om hele mynten. Dette ville enten bety en mellomløsning før en normalt utformet mynt kunne introduseres, eller det ville bryte med målsettingen om å lage en helhetlig myntrekke uten det «kunstgrepet» som den tykke mynten representerer. Forholdet

diameter/tykkelse på mynter er normalt 12–13:1, for 10-kronen er forholdet ca. 8,6:1.

Et alternativ til å introdusere den nye 10-kronen nå kunne vært å vente til etter at den nye 1-kronen var lansert, for å unngå forvekslingsfare mellom de to. Det er imidlertid allerede gått snart 5 år siden kong Olav gikk bort, siste pregeår for 10-kronemynten var 1991. Avhengig av produksjonskapasiteten ved Den Kongelige Mynt ville vi da minst ha fått ytterligere 3–4 års opphold i utgivelse av valøren, og tilsvarende lenge før vår nåværende konges portrett kunne introduseres på 10-kronemynten.

Kjennetegn i utforming

Om det ses bort fra tykkelsen og den spesielle utformingen som karakteriserer 10-kronemynten fra 1983, er det 5 kriterier man har å spille på for å skille mynter fra hverandre:

- Forskjeller i diameter
- Fargeforskjeller
- Periferiform (sirkulær ikke-sirkulær)
- Randkarakteristika (rifler/glatt)
- Hull/ikke hull

Diameter:

Når det gjelder diameterne er forskjellene tatt vel vare på i den nye rekken, men med bare ca. 12 mm å spille på mellom største og minste mynt, vil nødvendigvis noen av de nye myntene måtte ligge svært nær noen av de gamle i størrelse, slik at overgangsperioden utvilsomt vil oppleves som problematisk for noen.

Farge:

Tre farger vil bli benyttet i den nye myntrekken; gyllen (20 og 10 kr nysølv), hvit (5 og 1 kr kobbernikkel) og brun (50 øre bronse).

Periferiform:

Spørsmålet om å lage kantet mynt – som for eksempel de britiske 50p og 20p – ble forkastet på et tidlig stadium i arbeidet med den nye rek-

ken. Ikke-sirkulære mynter ville vært et fremmedelement i Norge, og er lite hensiktsmessige i så vel produksjon som maskinell behandling.

Rand:

Den nye 5-kronen får fullriflet rand, og den nye 10-kronen har sektorrifler i randen. Som nevnt tidligere har Blindeforbundet ansett disse løsningene som akseptable adskillelseskriterier.

Hull:

Å utstyre en eller flere av myntene med hull ble vurdert nøye. Det var imidlertid et ønske å få en mest mulig helhetlig utseende mynttrekke, med de offisielle rikssymbolene (kongeportrett, Riksløven etc.) – i tråd med en tusenårig tradisjon – på adversene, og med motiv fra tradisjonell norsk bygge- og ornamentalkunst på reversene. Hull i myntene ville utvilsomt ha redusert de problemene som overgangsfasen vil føre med seg, men det ville ha brutt med tradisjonene og det helhetlige preget som vil karakterisere den nye rekken, og begrenset motivvalgene betraktelig («hullmyntene» som ble utgitt 1920 og 1924 hadde sammenheng med utviklingen av den skandinaviske myntunionen).

Fra et produksjons- og dermed et kostnadsmessig synspunkt, er dessuten hull svært lite ønskelig. Utstansing av hull og av rondell må skje i to operasjoner, og for å sikre at hullet ble plassert sentralt i rondellen, måtte det høyhastighetsutstyret som benyttes i dag kjøres med sterkt redusert hastighet.

Forfalskninger/manipuleringer/utenlandsk mynt

Rene myntfalsknerier er ikke noe stort problem i verden idag.

Manipuleringer med ekte mynt for å «lure» myntautomater, derimot, er et problem i mange land. Det bores hull i eller skjæres segmenter av lavverdimynter. Ved å støpe bly, tinn eller andre materialer inn i hullene eller utsparingene, forandrer signalene fra materialet seg på en slik måte at automaten oppfatter

mynten som å være av høyere valør. Dette er problemer vi hittil ikke har sett i Norge.

Forholdet til utenlandsk mynt, derimot, er blitt viet stor oppmerksomhet under arbeidet med den nye mynttrekken. Moderne myntautomater «legger sammen» signalene fra diameter, tykkelse og elektrisk ledningsevne når de skal identifisere mynten. Det betyr at to eller alle disse parameterne kan adskille seg fra tilsvarende parametre i den mynten som skal benyttes, og at automaten likevel kan godkjenne den.

Det er ca. 15 mynter for hver halve mm forskjell i diameter i verden, og det er et begrenset antall materialer som egner seg for mynter. Det er derfor ikke mulig å gardere seg mot *alle* fremmede mynter, men det er viktig at myntautomatene ikke forveksler våre høyverdimynter med mynter med lav verdi fra land vi har mye samkvem med.

Mynttrekken er derfor blitt forelagt for Mars Electronics i England og for National Rejectors Inc. i Tyskland, de to ledende produsenter av myntmekanismer i Europa. Undersøkelsene har vist at vår løsning er så «sikker» som det kan forventes. Dette skyldes blant annet at den legeringen vi benytter i de gyldne myntene ikke benyttes av andre land (legeringer av nysølv er forholdsvis vanlig, blant annet er 1 GBP i nysølv, men blandingsforholdet mellom kobber, sink og nikkel er forskjellig slik at myntene avgir forskjellige signaler).

Konklusjon

Når det gjøres endringer i gjenstander som *alle* mennesker er i kontakt med daglig, må det forventes at det vil skape problemer for enkelte. Erfaringer fra alle land viser da også at introduksjon av nye eller endringer i utforming av eksisterende myntvalører skaper negative reaksjoner blant publikum. Tilsvarende erfaringer ble også gjort her i landet både ved introduksjon av 5-kronen i 1964 og da 10-kronen kom i 1984.

Erfaringene viser imidlertid også at publikum etter hvert venner seg til nye mynter. Den vedtatte mynttrekken vil både bli 25 prosent lettere i vekt og vesentlig mer hensiktsmessig i daglig bruk enn den nåværende.

Femkrone sirkulasjonsmynter 1995 – 1000 års utmyntning og FNs 50-årsjubileum

I Penger og Kreditt 1995/2 omtales to sølvmyntutgivelser, en for å markere frigjøringsjubileet og den andre for å markere FNs 50-årsjubileum. Begge fikk pålydende 50 kroner og ble solgt for kr 250.-. Utgivelsene skjedd med hjemmel i sentralbankloven §16.

De forente nasjoner

Det er også utgitt en femkrone sirkulasjonsmynt for å markere FN-jubileet 1995. Mynten har samme motiv som sølvmynten og ble satt i omløp på jubileumsdagen 24. oktober. Mynten er ikke blitt preget i kvalitet proof, men 12 000 eksemplarer i kvaliteten usirkulert ble pakket i etui og solgt til samlere for kr 50.- pr. stk. Det britiske Royal Mint – som administrerer myntprogrammene internasjonalt på vegne av FN – har videre pakket mynten i sin egen emballasje. Prisen i Norge er kr 50,- som for bankens egen utgave, og mynten vil inngå i en samleperm med mynter fra de øvrige land som deltar i FN-myntprogrammet. Antallet som pakkes på denne måten er ennå ikke fastlagt. Som fra sølvmyntsalget vil FN få royalti av salget av de spesialpakkede myntene. Royaltinntektene skal gå til FNs arbeide med utdanning og kommunikasjon. Myntens begge sider er modellert av formgiver ved Den Kongelige Mynt, Ingrid Austlid Rise (sølvmyntens advers ble modellert av billedhugger Nils Aas).

1000 års utmyntning

I 1995 er det 1000 år siden den første kjente norske mynten ble preget, en penning i sølv utgitt av Olav Tryggvason etter hans hjemkomst fra England sommeren 995. Mynten er bare kjent i 4 eksemplarer. Også denne begivenheten har Norges Bank markert med et spesielt preg på femkronemynten. Mynten har H.M. Kongens portrett og valørangivelsen på advers. På revers gjengis Olav Tryggvasonpenningens advers i naturlig størrelse (17 mm), med teksten NORSK MYNT I TUSEN ÅR. Penningen har portrett av Olav Tryggvason med omskriften ONLAFREXNOR (Olav Norges Konge). Utgivelsesdagen var mikkelsmesse 29. september (mikkelsmesse var en viktig termin i myntvesenet i gammel tid). Også denne mynten er modellert av formgiver Ingrid Austlid Rise.

I tillegg til å bli satt i vanlig sirkulasjon, ble mynten gjort tilgjengelig for samlere i kvalitet proof i et sett sammen med de øvrige sirkulasjonsmyntene. Proofsettene utgis i et antall av 15 000, og prisen er kr 490,-. Den er videre pakket i de vanlige myntsettene i kvalitet usirkulert. Opplaget er 100 000 og prisen kr 100,-. Endelig er den utgitt separat i kvalitet usirkulert for kr 84,- i 12 000 eksemplarer.



Advers



Revers



Advers



Revers

Banklovkommisjonens utredning om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner (NOU 1995:25)

Banklovkommisjonen avgav sin andre utredning (NOU 1995:25) 28. november 1995. Utredningen inneholder forslag til ny lov om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner.

Lovforslaget er utformet på bakgrunn av erfaringene fra kriseårene og de behov for endring og modernisering av någjeldende regler som da ble avdekket. Formålet er både å gi finansinstitusjonenes kunder bedre sikkerhet for sine krav og å videreføre bank- og forsikringsbransjenes sikrings- og garantiordninger, slik at disse om nødvendig kan støtte opp under institusjoner i vanskeligheter. Lovforslaget vil også innebære at EUs innskuddsgarantidirektiv blir gjennomført i Norge. Garantibeløpet foreslås satt til 2 millioner kroner pr. innskyter, som er betydelig høyere enn minstekravet på 20 000 ECU (i overkant av 160 000 kroner) etter EU-direktivet.

Utredningen er enstemmig bortsett fra den delen som gjelder bankenes sikringsfond. Nedenfor gjengis utredningens «Sammendrag», som gir en oversikt over utredningens innhold og de viktigste forslagene.

Banklovkommisjonen fremlegger med dette sin andre utredning. Utredningen inneholder utkast til lov om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner. Kommisjonens første utredning, NOU 1994:19, ble avgitt til Justisdepartementet 15. desember 1994 og inneholder utkast til lov om finansavtaler og finansoppdrag.

I utredningen her foreslår *kommisjonen* å samle regler for bankers og forsikringssektorens sikringsordninger i samme lovverk. Videre foreslås regler om betalings- og soliditetssvikt i finansinstitusjoner samt om offentlig administrasjon av banker og forsikringssektorer mv. Med unntak av kapittel 2 om bankenes sikringsfond, står det en samlet kommisjon bak lovforslaget.

Reglene i lovutkastet er i hovedsak av offentligrettslig karakter. Et viktig siktemål med reglene er sikring av de krav kundene, særlig forbrukerne, har mot finansinstitusjoner. Lovgivningen inneholder flere ulike typer regler for å sikre slike krav. Soliditetskrav overfor den enkelte institusjon er det primære virkemiddel for å ivareta dette hensynet (før-

stelinjeforsvaret). Et andrelinjeforsvar utgjøres av institusjonenes egne sikringsordninger. Et sistelinjeforsvar ved en eventuell systemkrise hvor institusjonenes egne sikringsordninger ikke lenger er i stand til å fylle sin funksjon, ivaretas av staten. For bankenes vedkommende ble Statens Banksikringsfond etablert for dette formålet. Sammenhengen mellom de ulike forsvarslinjer gjør det naturlig å behandle reglene om sikringsordninger sammen med reglene som gjelder behandling av finansinstitusjoner i krise.

Kapittel 1, innledende bestemmelser, avgrensner lovens virkeområde og inneholder definisjoner.

Kapittel 2 har bestemmelser om bankenes sikringsfond. Et *mindretall* av kommisjonens medlemmer har valgt å legge frem et separat lovforslag som et alternativ til flertallets forslag.

Både flertallets og mindretallets lovforslag er tilpasset Europaparlaments- og Rådskapets direktiv 94/19 om innskuddsgarantiordninger. Det foreslås innført en innskuddsgarantiordning som sikrer den enkelte kontohavers inn-

skuddsmidler ved at fondet trer inn og dekker bankens innskuddsforpliktelse innenfor bestemte rammer hvis banken selv ikke er i stand til å oppfylle forpliktelsene. Det er enighet i *kommisjonen* om utformingen av selve innskuddsgarantien. Det foreslås at innskuddsgarantien skal dekke innskudd opptil NOK 2 millioner pr. innskyter pr. bank. Denne beløpsgrense er betydelig høyere enn minstekravet i direktivet.

Det er ulike oppfatninger i *kommisjonen* om hva som bør være sikringsfondenes formål og oppgaver. *Flertallet* mener at fondene – i tillegg til å gi innskuddsgaranti – skal kunne yte støtte for å sikre at virksomhet som drives av krisebanker blir videreført. *Mindretallet* mener at det ved vurderingen av om støtte skal ytes, skal legges særlig vekt på at den antatte økonomiske belastning for fondet ikke overstiger de garantiutbetalinger som antas å ville ha påløpt ved offentlig administrasjon.

Det er også uenighet om hvilket beregningsgrunnlag som skal benyttes ved fastsettelse av medlemsbankenes sikringsfondsavgift. *Flertallet* mener at avgiften bør baseres på en kombinasjon av innskudd fra andre enn banker og beregningsgrunnlaget for ansvarlig kapital korrigeret for en risikofaktor. *Mindretallet* går inn for at avgiften skal være basert på innskudd fra andre enn banker korrigeret for en risikofaktor.

Kommisjonen har drøftet om det bør etableres ett felles bankfond eller om dagens ordning med to fond bør videreføres. Et *flertall* i kommisjonen foreslår at Forretningsbankenes sikringsfond og Sparebankenes sikringsfond opprettholdes som to separate fond, mens et mindretall mener det bør etableres ett fond. Dette mindretallet er ikke det samme mindretall som har lagt frem et alternativt lovforslag til hele kapittel 2.

Et forslag til minimumstilpasning av gjeldende spare- og forretningsbanklover, som ble ansett nødvendige på bakgrunn av innskuddsgarantidirektivet, ble oversendt Finansdepartementet i juli 1995, jf. kapittel 1.1.

Kapittel 3 inneholder regler om garantiordninger for forsikringsselskaper. Det foreslåtte regelverk er i hovedtrekk lik forsikringsvirksomhetsloven kapittel 9. *Kommisjonen* foreslår å opprettholde lovens system med separa-

te ordninger for de ulike forsikringsbransjer. I tillegg foreslås en ny regel om at det kan kreves etablert garantiordning for pensjonskasser. Utkastet inneholder kun materielle regler for Skadeforsikringsselskapenes Garantiordning. Kongen kan fastsette eventuelle regler for livs- og kredittforsikringsselskaper, samt pensjonskasser.

Et hovedformål med forsikringsselskapenes garantiordninger er å hindre eller redusere tap for de sikrede dersom et forsikringsselskap ikke er i stand til å innfri sine forpliktelser etter forsikringsavtaler. *Kommisjonen* foreslår at garantiordningen for skadeforsikring bare skal dekke forsikringskrav som gjelder en forsikret risiko som består her i riket, jf. § 3–4.

Medlemmenes samlede garantiansvar skal etter lovforslaget til enhver tid utgjøre 1,5 prosent av summen av opptjent brutto premie ved direkte skadeforsikring inngått her i riket i de siste tre regnskapsår. Ansvaret på 1,5 prosent gjelder alle krav som er oppstått i ett og samme år. Det løper m.a.o. en ny grense på 1,5 prosent av opptjent brutto premie for hvert nytt år. Hvert medlem hefter forholdsmessig overfor garantiordningen for sin del av ansvaret.

Etter gjeldende garantiordninger foretar medlemmene kun årlige avsetninger til garantiordningene. Innbetalinger til garantiordningene foretas først etter vedtak av styret. Denne ordningen foreslås videreført. Erfaring fra håndteringen av enkelte saker under garantiordningene har imidlertid vist at det er behov for at garantiordningen straks har midler til disposisjon når et forsikringsselskap ikke kan innfri sine forpliktelser. *Kommisjonen* foreslår derfor at styret i garantiordningen skal etablere en rammekreditt for å sikre at tilstrekkelige likvide midler er tilgjengelig, jf. utkastet § 3–3 tredje ledd. *Kommisjonen* foreslår også at garantiordningen kan ta opp likviditetslån for å dekke ansvar som ikke dekkes av det årlige beløp som kan kreves innbetalt fra det enkelte medlem, jf. § 3–5 tredje ledd.

Kapittel 4 har bestemmelser om Statens Banksikringsfond. Bankenes egne sikringsfond er ikke innrettet for å håndtere større systemkriser på egen hånd. For å sikre stabiliteten i det finansielle system – også ved større systemkriser – ble Statens Banksikringsfond

opprettet ved lov 15. mars 1991 nr. 2. I lys av erfaringene med bankkrisen mener kommisjonen at Statens Banksikringsfond bør videreføres som en beredskapsordning. Loven om Statens Banksikringsfond foreslås derfor – med visse endringer – inkorporert som et eget kapittel i lovutkastet.

Formålsbestemmelsen i gjeldende lov angir de virkemidler som fondet rår over, men sier lite om hva som er fondets hovedoppgave. I lovutkastet presiseres det at Statens Banksikringsfond skal være et krisehåndterende organ. Støtte skal bare kunne gis dersom stabiliteten i det finansielle system trues som følge av likviditets- og soliditetssvikt i en eller flere banker, og soliditeten ikke kan sikres av bankene selv eller av bankenes sikringsfond. Dette er etter *kommisjonens* oppfatning i samsvar med den reelle funksjon fondet har i dag og som det bør fortsette å ha fremover.

Den presisering av fondets formål som foreslås i lovutkastet, vil være klargjørende i forhold til statsstøttereglene i EØS-avtalen. Etter EØS-avtalen art. 61(1) er statsstøtte som vrir eller truer med å vri konkurransen ved å begunstige enkeltforetak, ikke tillatt i den utstrekning samhandelen mellom EØS-landene påvirkes. Det gjelder imidlertid unntak bl.a. dersom et lands økonomiske stabilitet er truet, jf. kapittel 4.1.2.

Kommisjonen foreslår at fondets adgang til å stille vilkår reguleres i en generell bestemmelse som gjelder både for lån til bankenes sikringsfond og fondets direkte kapitaltilførsel til banker. Slik loven og forskriften lyder i dag, går det ikke frem at fondet har adgang til å stille vilkår i forbindelse med vedtak om direkte kapitaltilførsel til bankene.

Det foreslås en ny bestemmelse om sanksjoner ved vesentlig mislighold av fastsatte vilkår.

Statens Bankinvesteringsfond er regulert i lov 29. november 1991 nr. 78. Fondet har til formål å bidra med ansvarlig kapital til banker på forretningsmessig grunnlag og har således en annen karakter enn Statens Banksikringsfond (jf. nærmere bl.a. vedlegg VII pkt. 5.4). *Kommisjonen* har ikke behandlet reglene om bankinvesteringsfondet, og foreslår ingen endringer når det gjelder den lovtekniske løsning med en egen lov.

Kapittel 5 omhandler betalings- og soliditetsvansker i finansinstitusjoner, mens kapittel 6 gjelder offentlig administrasjon av banker og forsikringsselskap mv. Selv om disse situasjonene behandles i to ulike kapitler i lovutkastet, er det nær sammenheng mellom reglene. I en situasjon hvor en finansinstitusjon trues av økonomisk sammenbrudd, vil hensynet til kundene og samfunnsmessige konsekvenser stå i fokus. Det anses da naturlig med økt myndighetsinnflytelse.

I *kapittel 5* foreslår *kommisjonen* å utvide finansinstitusjoners plikt til å melde fra til Kredittilsynet hvis det er grunn til å frykte at institusjonen vil kunne komme i en situasjon hvor det oppstår betalings- og/eller soliditetsvansker. Hensikten med reglene er å involvere myndighetene på et tidlig stadium, slik at videre utvikling av de økonomiske problemene kan unngås eller at skadevirkningene kan begrenses i størst mulig grad.

Meldeplikten vil altså i alminnelighet inntrre før institusjonen er kommet i en slik situasjon at vilkårene for å sette den under offentlig administrasjon er oppfylt. *Kapittel 5* gir myndighetene vid kompetanse og flere inngripende virkemidler overfor en institusjon hvor meldeplikt er inntrådt. Disse virkemidler antas i mange tilfelle å kunne være alternativer til å sette en institusjon under offentlig administrasjon. *Kommisjonen* foreslår bl.a. en ny regel om adgang til å nedskrive ansvarlig lånekapital. Dersom det reviderte statusoppgjøret viser at både egenkapitalen og hele eller deler av den ansvarlige lånekapitalen vil gå tapt ved en avvikling, kan det besluttes at kapitalen skal nedskrives. For ansvarlig lån som opptas etter at loven trer i kraft og har en løpetid på mer enn fem år, foreslår *kommisjonen* at kapitalen kan nedskrives selv om låneavtalen ikke inneholder bestemmelser om dette.

Lovforslagets *kapittel 6* gir bestemmelser om offentlig administrasjon for banker, forsikringsselskaper og visse finansieringsforetak. Offentlig administrasjon er en konkurslignende prosedyre. De funksjoner som i alminnelighet er tillagt skifterett og bostyret, er i stor grad overlatt til Kongen, Kredittilsynet og administrasjonsstyret. Reglene i dekningsloven og konkursloven gjelder langt på vei tilsvarende.

I likhet med den alminnelige insolvenslovgivning er formålet med instituttet offentlig administrasjon å ivareta kreditorenes interesser. Den særordning for behandling som offentlig administrasjon representerer, må ses på bakgrunn av at finansinstitusjonene har en helt annen kreditorstruktur enn andre foretak, dvs. innskytere samt sikrede etter forsikringsavtaler. Et annet hensyn som gjør seg gjeldende, er faren for samfunnsøkonomiske skadevirkninger ved avvikling av en finansinstitusjon. Dette gjør det naturlig at myndighetene

spiller en mer aktiv rolle ved økonomisk sammenbrudd i en finansinstitusjon enn det som i alminnelighet er ønskelig overfor andre næringsdrivende.

En avvikling trenger ikke nødvendigvis skje ved offentlig administrasjon. Heller ikke vil offentlig administrasjon nødvendigvis ha avvikling som konsekvens – ofte vil det være aktuelt med en begrenset videreføring av virksomheten inntil man finner en hensiktsmessig løsning.

Det økonomiske opplegget for 1996

Norges Bank sendte 18. oktober 1995 nedenstående brev til Finansdepartementet

Innledning

I henhold til lov om Norges Bank skal banken være et utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken. På bakgrunn av den nære sammenhengen mellom disse politikkområdene og de øvrige deler av den økonomiske politikken vil Norges Bank i dette brevet gi sitt syn på det samlede økonomiske opplegget for 1996. Norges Banks vurderinger tar utgangspunkt i de særskilte oppgavene banken er tildelt, herunder:

- 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, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. En forutsetning for at valutakursen over tid skal holdes stabil, er at en viderefører en pris- og kostnadsvekst som er lavere eller på linje med våre handelspartnere. I sin rådgivende rolle vil Norges Bank legge særlig vekt på om denne forutsetningen kan opprettholdes.
- Norges Bank har et ansvar for stabiliteten i det finansielle systemet. Erfaringene gjennom det siste tiåret har vist at det er en nær sammenheng mellom stabiliteten i den økonomiske utviklingen og stabiliteten i det finansielle systemet.

Retningslinjene for penge- og valutapolitikken begrenser muligheten til å bruke pengepolitikken for å påvirke den private etterspørselen. Finanspolitikken må dermed ha et hovedansvar for å stabilisere den økonomiske utvik-

lingen, både på kort og lang sikt. Det finanspolitiske opplegget, sammen med det inntektspolitiske samarbeidet mellom partene i arbeidslivet, blir dermed avgjørende for utviklingen i priser og kostnader.

Våre erfaringer med sterke vekstperioder hvor etterspørselen øker raskere enn produksjonskapasiteten, er at pris- og kostnadsveksten etter en tid kan skyte fart. Dette forverrer konkurranseevnen og undergraver muligheten for varig vekst i sysselsettingen. Økt kostnadsvekst vil også undergrave tilliten til pengepolitikken og medføre økte renter i Norge sammenliknet med andre land. Erfaringene tilsier dessuten at perioder med en kortvarig og kraftig oppgang som ikke kan opprettholdes på lengre sikt, kan utløse urealistiske forventninger om framtidig inntekt i bedriftene og husholdningene. Slike «forventningsgap» kan føre til betydelige over- og feilinvesteringer og etablering av arbeidsplasser som ikke er varige. Det er således vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader, knyttet til både feilinvestert kapital og til omveltninger på arbeidsmarkedet, ved å føre en politikk som ikke er tilstrekkelig forankret i målet om en stabil økonomisk utvikling.

I Nasjonalbudsjettet for 1996 heter det:

«Innenfor de rammer en langsiktig forsvarlig utvikling setter, bør budsjettpolitikken brukes til å jevne ut svingninger i økonomien. I en nedgangskonjunktur innebærer dette at offentlige budsjetter brukes for å dempe reduksjonen i samlet etterspørsel, og dermed motvirke økningen i ledigheten. I en oppgangskonjunktur må finanspolitikken strammes til, med sikte på at økonomien kommer inn i en balansert og langvarig oppgang uten at pris- og kostnadsveksten

øker vesentlig. Over tid gir dette en bedre sysselsettingsutvikling enn ved en kraftig, men kortvarig vekst.»

Norges Bank slutter seg til dette og vil også legge til at det erfaringsmessig ofte er i oppgangsfasene de mest alvorlige feilene i økonomisk politikk gjøres. Dette har blant annet sammenheng med at en oppgangskonjunktur fører med seg en betydelig økning i det offentlige inntekter. Det er svært viktig at disse økte inntektene brukes til å styrke budsjettet framfor å stimulere etterspørselen innenlands ytterligere.

Også de langsiktige forpliktelsene staten har påtatt seg gjennom Folketrygden, tilsier en betydelig opptrapping av fordringer på statens hånd. Et hovedproblem med disse langsiktige forpliktelsene er at de innebærer en økning i fremtidige generasjoners skattebyrde, med mindre staten setter av midler på forhånd eller andre av statens utgifter reduseres tilsvarende.

Den økonomiske utviklingen

BNP-veksten i fastlandsøkonomien i 1994 er oppvurdert med nesten 1 prosentpoeng til 4,8 prosent. Sterk vekst i konsum i husholdningene, eksport av tradisjonelle varer og realinvesteringene i Fastlands-Norge gav vesentlige bidrag til produksjonsveksten. Samtidig økte importen av tradisjonelle varer sterkt.

Den kraftige veksten i innenlandsk etterspørsel har vedvart så langt i år og har vært sterkere enn ventet. Det vesentligste bidraget kommer fra investeringer i bedriftene i Fastlands-Norge. Konsumveksten er fortsatt høy.

Svakere vekst blant våre handelspartnere har bidratt til at eksportveksten hittil i år er klart lavere enn i 1994. Kapasitetsutnyttningen i enkelte næringer kan nå ha blitt så høy at også produksjonskranker kan virke begrensende. En fortsatt sterk importvekst har bidratt til en svakere produksjonsvekst så langt i år sammenliknet med 1994.

Pris- og kostnadsveksten er foreløpig moderat. I hovedsak på grunn av avgiftsøkningene i juli i fjor og i januar i år er veksten i kon-

sumprisindeksen anslått å bli om lag 1 prosentpoeng høyere enn veksten i 1994, som var på 1,4 prosent. Dersom effektene av avgiftsøkningene fjernes, har prisveksten i år ligget rundt 1 $\frac{3}{4}$ prosent – regnet som vekst fra samme måned året før. Den lave prisveksten skyldes flere faktorer: Moderate lønnstillegg, svake prisimpulser fra utlandet, lav prisvekst på jordbruksprodukter og husleie og økt konkurranse i varehandelen.

Veksten i sysselsettingen har tiltatt. I første halvår i år var sysselsettingen 2,3 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Sysselsettingsveksten i år ser dermed ut til å kunne bli vesentlig høyere enn Norges Banks anslag fra juni i år på 1 $\frac{1}{4}$ prosent. Samtidig har arbeidsstyrken vokst sterkt. Ledighetsraten ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har gått ned fra 5,8 prosent i 2. kvartal i fjor til 5,2 prosent i 2. kvartal i år.

Nasjonalbudsjettet inneholder en bred gjennomgang av årsakene til strukturledighet. Jo høyere strukturledigheten (eller «likevektsledigheten») er, definert som den delen av arbeidsledigheten som ikke kan reverseres uten at pris- og kostnadsveksten tiltar, desto raske og ved desto høyere ledighetsrater vil det oppstå presstendenser i arbeidsmarkedet. Dette gir tiltakende lønns- og prisvekst, som vil svekke det varige grunnlaget for sysselsettingen.

Skal strukturledigheten reduseres, må i første rekke rammevilkårene i arbeidsmarkedet vurderes. Regjeringen understreker betydningen av utdanningsystemet, arbeidsmarkedstiltakene, arbeidsformidlingen og inntektspolitikken som sentrale elementer i sin politikk for å redusere strukturledigheten. Norges Bank vil slutte seg til disse vurderingene.

Anslag på strukturledigheten er svært usikre, men det er grunn til å tro at strukturledigheten har økt noe de senere år. Sysselsettingsutvalget anslo likevektsledigheten til 3–3,5 prosent i 1991, mens forskning med basis i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI antyder en likevektsledighet i dag på om lag 4 prosent. Strukturledigheten avhenger imidlertid av både nivået og endringene i den faktiske ledighetsraten. Dette innebærer blant annet at ved en sterk vekst i sysselsettingen i

en høykonjunktur vil ledigheten komme ned mot strukturledigheten ved høyere ledighetsrater enn dersom sysselsettingen vokser sakte. Det kan forklares med at en rask sysselsetningsvekst lettere fører til «flaskehalsproblemer» i arbeidsmarkedet, samtidig som det kan ta tid for den enkelte ledige å finne tilbake til ordinært arbeid. Et eksempel er den høye aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen, blant annet som følge av store utbyggingsprosjekter i offentlig regi. Etter flere år med lav aktivitet i denne næringen er tilgangen på faglært arbeidskraft nå lavere enn etterspørselen. Selv om dette i noen grad avhjelpes ved arbeidstakere fra våre naboland, er det allerede visse tendenser til press i denne delen av arbeidsmarkedet.

Det er gode muligheter for at norsk økonomi nå kan komme inn i en stabil vekstperiode. For å få til dette, stilles det imidlertid krav både til den økonomiske politikken og til partene i arbeidslivet, samtidig som den høye oljeavhengigheten, veksten i etterspørselen og tiltakende knapphet på enkelte typer arbeidskraft gjør norsk økonomi sårbar overfor uforutsette endringer. I denne situasjonen kan en mer ekspansiv økonomisk politikk, eventuelt kombinert med uforutsette hendelser utenfor vår kontroll, raskt føre til at utviklingen kommer inn i et uheldig spor. Vår sårbarhet kom klart til uttrykk etter oljeprisfallet i 1986, men også da høye renter etter Tysklands samling i 1990 forlenget lavkonjunkturen. Disse erfaringene viser at det er fornuftig å sikre seg et visst spillerom for justeringer underveis. Det er ellers en risiko for at vi også i denne konjunkturoppgangen kan ende opp med en overopphetet økonomi med sterk pris- og kostnadsvekst. I løpet av få år vil en slik situasjon måtte medføre et tilbakeslag i den økonomiske utvikling og tilhørende økning i arbeidsledigheten.

Partene i arbeidslivet har bidratt til moderat pris- og lønnsvekst hittil i konjunkturoppgangen og har med dette vært med på å legge grunnlaget for veksten i sysselsettingen. Det er nå nesten 100 000 flere sysselsatte enn i 1993. Fortsatt moderate lønnsoppgjør vil bidra til å trygge disse arbeidsplassene og til å legge forholdene til rette for en ytterligere og varig vekst i sysselsettingen.

Det økonomiske opplegget for 1996

Pengepolitikken

Rentene i penge- og kapitalmarkedet har falt markert det siste året, samtidig som kronen har styrket seg noe i forhold til europeiske valutaer. Etter at kronen begynte å flyte, har penge-, kapital- og valutamarkedene i Norge gjennomgående vært stabile. Dette indikerer at markedsaktørene har tiltro til den politikk som har vært ført, samtidig som det gjenspeiler de gode fundamentale forholdene i norsk økonomi med store overskudd i utenriksøkonomien, relativt lav prisstigning og gode statsfinanser.

I perioder har en likevel sett hvor følsom prisdannelsen i penge- og kapitalmarkedene er for endringer i den økonomiske politikken, eller i andre forhold som påvirker aktørenes forventninger og tillit til hvordan politikken gjennomføres. Erfaringer både fra Norge og andre land viser at det tar lang tid å opparbeide tillit til at pengepolitikken og den økonomiske politikken for øvrig gir grunnlag for en stabil økonomisk utvikling og lav pris- og kostnadsvekst. Dette så en blant annet ved økningen i de lange rentene i 1994, da land med store budsjettunderskudd og en forhistorie med høy inflasjon var de som ble hardest rammet av renteoppgangen. Et eksempel på dette er Sverige, der det langsiktige rentenivået nå ligger 2 prosentpoeng høyere enn i Norge. Det høye rentenivået der har bidratt til å forlenge nedgangskonjunkturen og har gjort det vanskeligere å forbedre budsjettbalansen.

Sterkere vekst enn forutsatt kan føre til tiltakende prisstigning. Også ut fra hensynet til stabilitet i penge-, valuta- og kapitalmarkedene er det viktig å forhindre at en slik situasjon oppstår.

Regjeringen legger i Nasjonalbudsjettet opp til en videreføring av retningslinjene for penge- og valutapolitikken. Norges Bank gir sin tilslutning til dette opplegget. En pengepolitikk rettet inn mot stabilitet i den norske kronens verdi overfor europeiske valutaer, vil gi et viktig bidrag til en videreføring av den lave pris- og kostnadsveksten. En pris- og kostnadsvekst på linje med eller lavere enn pris- og kostnadsveksten hos handelspartnerne er samtidig en forutsetning for at kronekursen kan holde seg stabil over tid.

Med stabilitet i kronens verdi som operativ retningslinje for pengepolitikken vil et hovedansvar for stabiliseringspolitikken tilligge finanspolitikken. De pengepolitiske retningslinjene gir imidlertid, innenfor rammene av valutaforskriften, et visst rom for å støtte opp under de øvrige delene av den økonomiske politikken. Det er naturlig å legge vekt på hensynet til prisstigningen i denne sammenheng. I en situasjon med en sterk krone og en markert konjunkturoppgang kan det være hensiktsmessig at Norges Bank i en viss utstrekning kjøper valuta ut over det som følger av oppbyggingen av petroleumsfondet.

Finanspolitikken

I Regjeringens forslag til statsbudsjett for 1996 videreføres den finanspolitiske tilstrammingen som ble innledet i 1994. Det legges opp til en innstramming på knappe 1 prosent av BNP, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet. Budsjettets reelle utgifter fra 1995 til 1996 er anslått å gå ned med 1/2 prosent i forhold til anslag på regnskap for 1995, etter korrigering for enkelte konjunkturbestemte og regnskapsmessige forhold. Forslaget til statsbudsjett innebærer videre en reell inntektsvekst på 1 prosent, som i sin helhet kommer fra fastlandsøkonomien. Det er økningen i skatter og avgifter som står for mesteparten av veksten. Skatte- og avgiftssatser er reelt om lag uendret, slik at de økte inntektene har sin basis i den økonomiske veksten. Overskuddet er beregnet til 10,6 milliarder kroner.

Det kan være nyttig å skille mellom kortsiktige og langsiktige problemstillinger når en skal vurdere finanspolitikken innretting. På kort til mellomlang sikt spiller finanspolitikken en hovedrolle når det gjelder å sikre en stabil økonomisk utvikling. Ser en lengre fremover og tar hensyn til Folketrygdens forpliktelser og bortfall av oljeinntekter, må finanspolitikken innrettes slik at vi kan oppnå balanse mellom statens inntekter og utgifter. Dette medfører at statsbudsjettet bør vise overskudd over flere år. En slik innretting av den økonomiske politikken vil også bidra til å fremme en jevn økonomisk vekst både på kortere og lengre sikt.

I perioden 1989_93 ble finanspolitikken rettet inn mot å stimulere innenlandsk etterspørsel. Denne omlegging av politikken var bare mulig fordi vi hadde finanspolitisk handlefrihet. Dersom vi skal ha handlefrihet til å møte fremtidige konjunkturedganger, må oppgangstider i norsk økonomi benyttes til å styrke de offentlige budsjettene. Den planlagte innstramming på 3 1/2 prosent av BNP i perioden 1994-96 må i denne sammenheng sees på bakgrunn av svekkelsen på 7 1/2 prosent i perioden 1989-93. Det kan også være grunn til å minne om at dersom oljeprisen går ned fra 105 kroner per fat i gjennomsnitt, som er forutsatt i budsjettet, til 90 kroner, vil det heller ikke i 1996 bli noe overskudd. I så fall vil en ha hatt en sterk økonomisk vekst i tre år uten å oppnå overskudd på statsbudsjettet.

Den gunstige budsjettsituasjonen vi nå har, er avhengig av statens oljeinntekter. Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten er anslått til vel 49 milliarder kroner i 1996. Med et anslått overskudd på 10,6 milliarder kroner innebærer dette at 38,7 milliarder kroner av oljeinntektene i 1996 går med til å finansiere offentlige utgifter. Det er, og vil være i overskuelig fremtid, en betydelig prisrisiko knyttet til disse inntektene. Etter tusenårsskiftet vil dessuten produksjonen av olje og gass på norsk kontinental sokkel avta, selv om det så langt jevnlig har kommet oppjusterte anslag for petroleumsproduksjonen. Dersom inntektsbortfallet kommer senere enn vi legger til grunn nå, får vi en ekstra fordel som vi vil få nytte av når den oppstår og videre fremover. Det vil på den annen side kunne få svært uheldige konsekvenser om vi planlegger på basis av forventede inntekter som likevel ikke kommer. Lavere inntekter enn forutsatt vil kunne skyldes både at volumet av oljeproduksjonen kan avta raskere enn forutsatt, og at prisutviklingen på petroleumsprodukter kan bli svakere enn antatt.

Samtidig med at petroleumsinntektene ventes å flate ut og deretter avta, vet vi med sikkerhet at utgiftene til trygde- og pensjonsforpliktelser vil øke. Disse forpliktelsene vil bli en betydelig belastning for statsfinansene i fremtiden. For ikke å belaste fremtidige generasjoner for sterkt, må vi derfor forberede oss på dette allerede nå. Jo tidligere vi begynner å sette til side midler til de kommende forplik-

telsene, desto mindre blir belastningen hvert år. I forslaget til statsbudsjett for neste år antyder Regjeringen at en ytterligere innstramning på mellom 10 og 30 milliarder kroner satt av i 1996 ville vært nødvendig for å bringe de offentlige utgiftene inn i en bane som er forenlig med statens langsiktige økonomiske forpliktelser. Tallfestingen er basert på et såkalt generasjonsregnskap. I generasjonsregnskapet beregnes hvor stort overskudd som er nødvendig i et enkelt år for å komme i langsiktig balanse, ut fra forutsetninger, offentlig sektors formue og skattebelastningen. Med langsiktig balanse menes en situasjon der en i fremtiden kan unngå skatteøkninger eller innstramning i offentlige utgifter utover dagens nivå, i forhold til BNP for Fastlands-Norge.

Av hensyn til de langsiktige utfordringene for statsfinansene bør målet være overskudd i budsjettet over flere år, inntil vi har nådd en finansiell buffer som er tilfredsstillende. En slik innretning er nødvendig for å møte de langsiktige finansielle forpliktelsene vi vet vi kommer til å stå overfor.

En betydelig økning i oljeinntektene, samtidig som fastlandsøkonomien og sysselsettingen er i kraftig vekst, er et godt utgangspunkt for å bygge opp tilstrekkelige finansielle reserver på statens hånd. En økning i budsjettoverskuddet kan oppnås på flere måter, enten ved å øke skattenivået eller ved å redusere utgiftene. Det er imidlertid ikke likegyldig på hvilken måte overskuddet oppnås. Offentlige utgifter i form av konsum og investeringer tilfører samfunnet verdier, men medfører også kostnader. Internasjonal forskning viser at det er til dels betydelige realøkonomiske kostnader forbundet med å finansiere økte offentlige utgifter. Tilsvarende resultater har en også funnet å gjelde i Norge. I en studie har Statistisk sentralbyrå utført beregninger som tyder på at brutto effektivitetstap for samfunnet av å innkreve en krone mer i skatt kan utgjøre fra 10 til 90 øre, avhengig av hvilken skattetype det gjelder. Jo høyere skattesatsen er i utgangspunktet, desto større samfunnsmessige kostnader er forbundet med å kreve inn en ytterligere skattekrone. Den samfunnsmessige nytten av å finansiere økte offentlige utgifter bør i prinsippet dekke denne kostna-

den. Nyttene er vanskelig å måle i kroner og vil til dels være gjenstand for ulike vurderinger.

Sammenliknet med andre land har Norge et høyt nivå på samlede skatter (person-, bedrift- og oljeskatter samt avgifter) og på offentlige utgifter som andel av BNP. Ut fra hensynet til økonomiens effektivitet bør opptrappingen av statens finansielle fordringer skje ved at veksten i statens utgifter over tid er lavere enn BNP-veksten i fastlandsøkonomien. Dette vil etter hvert kunne bringe en balanse i forholdet mellom statens utgifter og inntekter som kan opprettholdes også når inntektene fra petroleumsvirksomheten går ned.

Nærmere om petroleumsfondet

Regjeringen legger i sin omtale av petroleumsfondet vekt på at fondsmekanismen skal disiplinere budsjettprosessen. Norges Bank vil understreke at det stilles strenge krav til disiplin og prioritering i finanspolitikken for at det skal kunne bygges opp midler til å møte de langsiktige utfordringer en står overfor når inntektene fra petroleumsvirksomheten avtar. Disse langsiktige hensynene, sammen med behovet for en innstramning av finanspolitikken på kort sikt, innebærer at statsbudsjettet bør ha overskudd i årene framover.

Innenlandsk bruk av statens økte inntekter, for eksempel ved økte offentlige investeringer, vil lett kunne føre til presstendenser i norsk økonomi. Gjennom tiltakende pris- og kostnadsvekst og påfølgende svekkelse av konkurranseevnen vil dette også få uheldige langsiktige effekter. Konkurransesatt sektor vil bli bygget ytterligere ned som resultat av et høyere kostnadsnivå, og norsk økonomis oljeavhengighet vil bli forsterket.

Oppbyggingen av petroleumsfondet kommer som et resultat av overskuddet på statsbudsjettet. Hensikten med fondet er å bygge opp reserver på statens hånd som kan bygge bro fra de store inntektene petroleumsutvinningen gir i dag til behovet for å finansiere statens virksomhet og forpliktelser på lang sikt, uten å pålegge framtidige generasjoner en vesentlig høyere skattebyrde enn dagens. Ved plasseringen av fondets midler er formålet å oppnå høyest mulig avkastning gitt en akseptabel risikoprofil.

Over tid bør petroleumsfondets avkastning baseres på investeringer som gir en langsiktig avkastning på linje med den man kan oppnå ved investeringer i utlandet. I dagens kredittmarked er det grunn til å anta at innenlandske investeringsprosjekter som kan gi en avkastning lik eller høyere enn rentenivået utenlands, allerede blir finansiert gjennom det ordinære markedet. Bruk av petroleumsfondet til å finansiere innenlandske investeringsprosjekter som ikke kan finansieres i det ordinære kredittmarked, må derfor forventes å medføre lavere avkastning på fondet og dermed høyere skatter eller lavere offentlige utgifter i fremtiden.

Risikohensyn tilsier at petroleumsfondet bør plasseres på en måte som gir liten samvariasjon mellom avkastningen av fondets midler og eksisterende norske inntektskilder, herunder inntektene fra petroleumssektoren. Dersom norsk økonomi rammes av et ensidig negativt sjokk, vil dette trolig i liten grad påvirke avkastningen på utenlandske plasseringer. Derimot vil en vanskelig kunne ivareta hensynet til en ønskelig spredning av risiko ved plassering i Norge. Det er såpass stor avhengighet mellom de ulike delene av norsk økonomi at et sjokk kan ventes å påvirke store deler av økonomien i samme retning. Innenlandske investeringer vil dermed kunne føre til større avhengighet av sektorer der vi allerede er sårbare. På kort sikt vil dessuten plassering innenlands øke sannsynligheten for en overoppheting av økonomien.

Petroleumsfondet må ha karakter av å være en buffer mot bortfall av skatteinntekter for staten og eksportinntekter for nasjonen. Avkastningen av finansielle fordringer i utlandet vil komme i form av valutainntekter, som delvis vil kunne erstatte inntektene fra petroleumseksporten, samtidig som de gradvis vil gjøre Norge mindre sårbar overfor fall i oljeprisen. Vi vil ikke på samme måte stå rustet overfor et bortfall av eksportinntekter ved å omplassere petroleumsformuen innenlands. Ved fastlegging av retningslinjene for forvaltningen av fondets midler bør det også tas hensyn til at Norges øvrige eksportinntekter i stor grad er avhengig av markedsutviklingen for et begrenset antall råvarer.

I Nasjonalbudsjettet er det en omtale av ret-

ningslinjene for plassering av petroleumsfondet. Norges Bank slutter seg til disse foreløpige retningslinjene og viser til at de vil bli nærmere vurdert i det neste Langtidsprogrammet.

Det har blitt hevdet at staten, i stedet for å bygge opp overskudd i statsbudsjettet, kunne investere i realkapital eller utdanning innenlands for på den måten å utvide mulighetene for økonomisk vekst og dermed også det fremtidige inntektsgrunnlaget for staten. En slik plassering strider imidlertid mot hensikten med fondsoppbyggingen, da bruk av midlene innenlands i realiteten vil redusere statens finansielle sparing tilsvarende. En må gå ut fra at offentlige investeringsprosjekter som har god samfunnsøkonomisk lønnsomhet når opp i den ordinære budsjettprosessen.

Alternativt kunne sentralmyndighetene plassere oljefondet innenlands ved å bygge opp finansielle fordringer på privat sektor i Norge. Statens kjøp av finansobjekter må nødvendigvis motsvares av at private eiere, som selger sine fordringer til staten, får likvide midler til anvendelse. Disse midlene kan de enten benytte til forbruk, eller reinvestere dem i Norge eller i utlandet. I den grad private eiere utelukkende reinvesterer midlene i utlandet, blir sluttresultatet det samme som dersom petroleumsfondet hadde vært investert ute, bortsett fra at eierstrukturen i næringslivet vil ha et sterkere statlig innslag. I den grad midlene reinvesteres i norske finansobjekter, slik at de samlede investeringene i det norske finansmarkedet øker, kan prisen på disse objektene stige – uten at dette ville avspeile en reell økning av verdiene som finansobjektene, for eksempel aksjer, representerer. Da blir også avkastningen på plasseringen lavere. I tillegg vil verdiøkningen før eller senere slå ut i økt innenlandsk etterspørsel og forbruk, med de konsekvensene dette får for konjunkturforløpet og Norges samlede sparing og risikoeksponering, jf drøftingen ovenfor.

Petroleumsfondets karakter av å være et bufferfond trekker også i samme retning; det er vanskelig å se hvordan staten skal kunne trekke på finansielle fordringer på innenlandske sektorer uten at det vil få uheldige virkninger for det innenlandske finansmarkedet og for den økonomiske utviklingen.

En siste alternativ strategi for plasseringen

av petroleumsformuen ville være å redusere utvinningstempoet, slik at en større del av formuen i fremtiden ville bestå av faktiske petroleumsforekomster. I en helhetlig vurdering av de samfunnsøkonomiske konsekvensene knyttet til petroleumsvirksomheten, reiser beslutninger om utvinningstempoet en rekke problemstillinger. Ut fra en isolert vurdering av plasseringsstrategier er det imidlertid to hovedproblemer knyttet til å redusere utvinningstempoet. For det første vil dette måtte innebære at avkastningen ble redusert på investeringer i eksisterende felt, fordi nivået av de løpende inntektene blir lavere når deler av produksjonen utsettes, med mindre oljeprisen stiger med en vekstrate som tilsvarer avkastningen ved å plassere formuen i utlandet. For det andre vil en langsommere utvinningstakt innebære økt oljeavhengighet i fremtiden, ved at en større del av nasjonens formue og dermed fremtidige inntektsstrømmer blir knyttet til den langsiktige utviklingen i petroleumsprisene. Omklassering til andre formuesobjekter innebærer at denne langsiktige prisrisikoen blir mindre. Skal oljeavhengigheten samlet sett reduseres, forutsetter dette imidlertid at et høyere utvinningstempo ikke gir seg utslag i økt innenlandsk forbruk og investeringer, men faktisk fører til en omplassering av deler av petroleumsformuen til fordringer på utlandet, slik det er lagt opp til i Nasjonalbudsjettet.

Utviklingen i oljemarkedet hittil tilsier at det ville være uforsvarlig å planlegge samfunnsøkonomien under forutsetning av en stigende realpris på råolje på lang sikt. Justerer en for denne risikoen, innebærer dette at en må kalkulere med en betydelig lavere avkastning på petroleumsforekomstene enn dersom denne formuen var omplassert i finanskapital utenlands med en mer påregnelig avkastning. I neste omgang vil dette innebære økte krav til innstramming i den økonomiske politikken ut fra hensynet til statens langsiktige finansielle balanse, i tillegg til at de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten ville bli lavere.

Arbeidsmarkedstiltakene

Regjeringen understreker som nevnt betydningen av arbeidsmarkedstiltakene som et

ledd i sin strategi for å redusere strukturledigheten. Regjeringen foreslår å videreføre antallet tiltaksplasser på om lag 45000 i første halvår 1996, samtidig som det foreslås å styrke formidlingsinnsatsen. Regjeringen vil komme tilbake til omfanget av arbeidsmarkedstiltakene i annet halvår i Revidert nasjonalbudsjett i lys av utviklingen i arbeidsmarkedet.

Norges Bank er enig i at arbeidsmarkedstiltakene, spesielt dersom de treffer de lediges behov for kompetanseoppbygging og kombineres med aktive formidlingstiltak, kan bidra til å redusere strukturledigheten. Det er også grunn til å tro at de som følges opp av arbeidsmarkedsetaten, er lettere tilgjengelig for arbeidsgivere enn de som passivt mottar arbeidsledighetstrygd. Tiltakene må samtidig ses som et ledd i den samlede økonomiske politikken, der blant annet forholdet til partene i arbeidslivet står sentralt. På den annen side kan tiltakene også tenkes å ha andre sider som i dagens konjunktursituasjon kan føre til at de ledige kommer senere tilbake i ordinært arbeid enn nødvendig. For den enkelte ledige kan tilbudet om tiltak virke inn på søkeaktiviteten, ved at lønnet deltakelse i tiltaksordninger tross alt utgjør et alternativ til andre og kanskje lite attraktive jobber i det ordinære arbeidsmarkedet.

Ut fra anslagene i Nasjonalbudsjettet vil antallet tiltaksdeltakere utgjøre om lag en tredjedel av summen av ledige og de på tiltak. Dette forholdstallet er høyt sammenlignet med tidligere. Norges Bank vil samtidig peke på at det er en viss risiko for at det oppstår press i arbeidsmarkedet i løpet av neste år. Norges Bank vil på denne bakgrunn reise spørsmål om tiltakenes sammensetning og nivå er tilpasset konjunktursituasjonen.

Finansmarkedsspørsmål

I Nasjonalbudsjettet foretas det en omfattende gjennomgang av konkurranseforholdene på det norske finansmarkedet og utviklingen i strukturpolitikken. Departementet konkluderer med at det er klare indikasjoner både på at konkurransen i finansmarkedet er relativt sterk, og at den vil øke ytterligere i tiden

framover. Departementet fremholder at strukturendringer også i finansnæringen kommer som resultat av næringens egne beslutninger som foretas for å fremme nåværende og framtidig lønnsomhet og konkurranseevne. Norges Bank slutter seg til dette.

Myndighetene har adgang til å gripe inn i strukturendringer dersom de kommer i konflikt med viktige samfunnsmessige hensyn. Etter departementets syn bør vurderingen av den samlede konkurransesituasjonen være avgjørende i behandlingen av søknader om sammenslåinger av «store» institusjoner, og denne vurderingen bør gjøres i hvert enkelt konkret tilfelle. Norges Bank er enig i departementets vurderinger om at konkurranse og soliditet er sentrale hensyn ved godkjenning av sammenslåinger der flere store institusjoner inngår. Det vil således være en avveining mellom tilstrekkelig konkurranse på den ene siden og soliditet i enkeltinstitusjoner og dermed stabilitet i det finansielle systemet på den andre siden.

Ut fra de hensyn Norges Bank har som oppgave å ivareta, er det viktig at finansinstitusjonene har tilstrekkelig lønnsomhet til at den finansielle stabilitet sikres. Norges Bank følger derfor løpende med i utviklingen i finansinstitusjonene. Utviklingen avhenger både av finansinstitusjonenes og kundenes inntjening og av den sikkerhet institusjonene har for sine lån. Norges Banks analyser på dette området viser at både gjeldsbetjenings- evnen og soliditeten for foretakene, spesielt for børsnoterte og andre større foretak, er bedret, og kredittrisikoen er således redusert. Den gunstige konjunktursituasjonen har bidratt til dette, og i tillegg har omleggingen av skattesystemet gjort egenkapitalfinansiering mer fordelaktig. Virkningen av dette er positiv for finansiell stabilitet også på lengre sikt. Gjeldsbetjenings- evnen for privatpersoner er betydelig bedret i løpet av 1990-tallet, både fordi renten er lavere og gjelden til husholdninger med nettogjeld er redusert. Samtidig er sikkerheten bedret ved at verdien av boligformuen har økt sterkt siden begynnelsen av 1993. Senere tids utvikling i samlet innenlandsk kreditt peker ikke i retning av noen kraftig gjeldsoppbygging for publikumssektoren.

Gjennomgangen av banker og andre finansinstitusjoners virksomhet i Norge viser at rentemarginene har vært fallende over flere år, og at spredningen i rentemargin mellom enkeltbanker er blitt mindre. Dette tyder på sterkere konkurranse i innskudds- og utlånsmarkedene. Krysssubsidieringen fra rentemarginen til tjenester innen betalingsformidling er også redusert, noe som understøtter inntrykket av at konkurransen har økt. Reduksjonen i rentemarginen kan indikere at risikoen på en del engasjementer ikke prises i tilstrekkelig grad. På lengre sikt vil underprising av risiko være betenkelig, da det gir for lav risikojustert avkastning på egenkapitalen i banksektoren og feil allokering av ressurser i økonomien. Når en skal vurdere om rentemarginen er så lav at den kan svekke den finansielle stabilitet, kan det pekes på at marginen, når en korrigerer for blant annet kostnadene ved ulike reservekrav, nå er på samme nivå som i perioden 1975–80 og lavere enn i perioden 1980–85. Fortjenesten i banknæringen var i perioden 1975–85 ikke god nok til å bygge opp tilstrekkelig egenkapital. I denne perioden var bankenes kostnader høyere enn i dag, men tapene var vesentlig lavere enn det som må antas å være normalnivået i et liberalisert kredittmarked. Selv om behovet for egenkapitaloppbygging i perioden med høy vekst var større enn den er i dag, er situasjonen ikke fullt ut tilfredsstillende. Tiltak for å styrke inntjeningen må imidlertid gjennomføres av finansinstitusjonene selv.

Innenfor forsikringssektoren synes konkurransen i det norske markedet for skadeforsikring å være tilfredsstillende. Det er vanskeligere å vurdere konkurransen i livsforsikringsmarkedet, men konkurransen synes å være relativt sterk også her, særlig for kollektiv pensjonsforsikring der pensjonskasser utgjør et reelt alternativ til livselskapene. Flyttereglene, som trådte i kraft våren 1992, bidrar til å skjerpe konkurransen, og effekten av dette er neppe uttømt. Det bør imidlertid i denne sammenheng også påpekes at flyttereglene bidrar til at livselskapene og pensjonskassene i større grad må prioritere løpende avkastning fremfor fremtidig forventet avkastning av kapitalen som forvaltes. Norges Bank antar at de økte mulighetene for livselskapene til å gjøre skatte-

frie tilleggsavsetninger, som senere er innført, vil redusere dette problemet noe.

Norges Bank mener dessuten at konkurransen mellom finanskonsernene må vurderes særskilt. Det er vanlig å anta at skala- og breddefordeler kan bidra til at finansielle tjenester kan produseres billigere. Det vil kunne bidra til å skjerpe konkurransen og til å sikre solide institusjoner. Ettersom husholdninger og foretak gjennomgående er kunder i ett marked av gangen, foregår konkurransen mellom finanskonsern i stor grad i enkeltmarkeder der konkurransen er økende. Det er vanskelig å anslå hvor viktig den spesifikke konkurransen mellom finanskonsern er, og hvilken virkning dannelsen av slike konserner vil ha for inntjening og struktur. Dannelse av finanskonsern kan imidlertid medføre en skjev fordeling av innflytelse blant annet på prisingen i verdipapirmarkedene. Norge har få institusjonelle investorer, og dersom et konsern koordinerer sine synspunkter på enkeltelskaper, bransjer eller fremtidige renter, vil konsernet kunne få betydelig innflytelse blant annet til å påvirke prissettingen i markedene. I penge- og verdipapirmarkedene i Sverige har det imidlertid vist seg at konkurransen fra finansinstitusjoner fra andre nordiske land har blitt betydelig de siste årene, og det siste året har den samme tendens også gjort seg gjeldende i disse markedene i Norge. Dette vil bidra til å motvirke konsentrasjon og forhindre uheldig prisdannelse i penge- og verdipapirmarkedene.

Særmerknad fra hovedstyremedlem Velsand følger vedlagt.

Torstein Moland

Anne Sofie Jore

Vedlegg til Norges Banks brev til Finansdepartementet av 18. oktober 1995.

Særmerknad fra hovedstyremedlem Lars Velsand

Hovedstyrets medlem Velsand kan slutte seg til vesentlige deler av brevet, men ønsker å gi uttrykk for en annen oppfatning når det gjelder skattepolitikk, oppbygging og bruk av petroleumsfond, og utviklingen på finansmarkedet.

Hensynet til Folketrygdens fremtidige forpliktelser tilsier at det bør bygges opp reserver for å møte de behov som vil melde seg. I bestrebelsene på å få til et budsjettoverskudd bør en likevel vurdere meget nøye om kutt i de offentlige utgiftene er veien å gå. Et høyt offentlig forbruk har stor betydning i et fordelingsperspektiv. Og uten en fordelingspolitikk som oppfattes som rimelig, svekkes også grunnlaget og motivasjonen for fortsatt moderate lønnsoppgjør, som er en forutsetning for lav pris- og kostnadsvekst. Det er heller ikke dokumentert at land med høye skatter og høyt offentlig forbruk har lavere økonomisk vekst enn andre land. Et forsvarlig budsjettoverskudd bør derfor være resultatet av et fortsatt høyt skattenivå, og ikke komme som følge av redusert offentlig innsats. Det kan likevel være grunn til å vurdere nøye om dagens fordeling på ulike skatte- og avgiftstyper er den beste.

Et sentralt element i det økonomiske opplegget er oppbyggingen av et petroleumsfond. Bakgrunnen for dette er de store oljeinntektene, som har klar sammenheng med at utvinningstempoet har økt betydelig og nå ligger langt over det som for få år siden ble ansett som ønskelig og forsvarlig. I år 2000 ligger det an til at produksjonen kan bli 25 prosent over anslaget i Langtidsprogrammet. Dette innebærer selvsagt også at oljereservene tømmes fortere, samtidig som det med dagens teknikk gir økt utslipp av klimagasser.

Det er knyttet stor usikkerhet til utviklingen i oljeprisen, men det er neppe noen grunn til å forsere oljeproduksjonen av frykt for synkende oljepris. Dessuten viser erfaringen så langt at produksjonskostnadene stadig er blitt redusert, samtidig som nye tekniske løsninger har gjort det mulig å hente ut mer av oljen. Det er derfor mange gode grunner til at den beste plassering av «overskuddet» fra oljevirkksomheten ikke vil være finansielle plasseringer i utlandet eller i Norge, men å la en større del av petroleumsreservene bli liggende urørt. Dette vil bidra til å jevne ut aktivitetsnivået over tid, samtidig som det også gir framtidige generasjoner større valgfrihet når det gjelder utnyttelsen av olje som råstoff.

Dersom man er opptatt av tiltak som kan virke «disiplinerende» i budsjettprosessen, er

det ingen tvil om at redusert utvinningstempo, og dermed lavere statsinntekter, er det mest effektive. Det har dessuten også den fordel at det vil gjøre det lettere for Norge å oppfylle sine miljøforpliktelser.

Det er neppe mulig å redusere utvinnings-tempoet så raskt at det kan få særlig betydning for 1996. Det innebærer at oljeinntektene kan bidra til et betydelig budsjettoverskudd. Et slikt overskudd – et «petroleumsfond» – bør i prinsippet forvaltes omtrent på samme måte som Folketrygdfondet, altså av et uavhengig fondsstyre. Av hensyn til risikospredning kan det være rimelig om en del plasseres i utlandet, men fondet bør også brukes til investeringer innenlands. Økningen i utenlandsinvesteringen i Norge har vært betydelig. Det tyder på at investeringer i Norge vurderes som lønnsomme. En ren kapitaleksport fra Norge vil kunne bidra til å øke utlendingers investeringer og eierandeler i norsk næringsliv. Det vil være mer fornuftig om deler av et petroleumsfond blir brukt til å sikre at disse eierandelene

– og dermed også styringen med bedriftene – forblir i Norge. Og om private selger sine fordringer til et statlig fond eller til utenlandske investorer, kan neppe det ha betydning for hvordan de vil anvende den frigjorte kapitalen.

Departementet legger opp til en vesentlig mer liberal holdning enn tidligere når det gjelder sammenslutning av finansinstitusjoner. Det er næringens egne beslutninger som skal være utslagsgivende, gitt at konkurransesituasjonen og soliditet bedømmes som tilfredsstillende. Det er mye som tyder på at vi med et slikt utgangspunkt vil bli stående igjen med svært få og store aktører. Dette vil helt klart svekke publikums valgfrihet, og det vil etter hvert lede fram til en maktkonsentrasjon som har klart uheldige sider. Det er vanskelig å se hvilke «samfunnsmessige hensyn» som skulle kunne få gjennomslag i det opplegget som nå skisseres. Det vil derfor være en fordel å tone ned signalene om at det i tida framover vil bli enklere å gjennomføre slike sammenslutninger.

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

Per Nikolaj D. Bukh, Sigbjørn Atle Berg og Finn R. Førsund: «Banking efficiency in the Nordic countries: A four-country Malmquist index analysis». *Arbeidsnotat 1995/7*, 38 s. ISSN0801-2504. ISBN 82-7553-085-7

Effektiviteten i banknæringene i Danmark, Finland, Norge og Sverige sammenlignes. Analyseopplegget tar hensyn til at bankene har flere ulike produkter og bruker flere ulike innsatsfaktorer. Notatet bygger på data fra 1990, og er i hovedsak en utvidelse av et tidligere Arbeidsnotat (1993/3) som behandlet tre av landene. Analysen er nå også gjort noe mer detaljert. En oppdatering av datagrunnlaget er under arbeid.

Øyvind Eitrheim: «The demand for broad money and tests for neglected monetary effects on inflation. Empirical evidence for Norway

1969 to 1993». *Arbeidsnotat 1995/8*, 128 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-087-3

Notatet drøfter ulike teorier for publikums etterspørsel etter likvide fordringer (pengemengden) og dokumenterer en empirisk analyse av utviklingen i pengemengden i Norge fra 1969 til 1993. Det gis argumenter for at den aggregerte etterspørselen i makro bør spesifiseres som en dynamisk modell, og vi har benyttet en generell dynamisk feiljusteringsmodell som utgangspunkt for den empiriske tallfestingen av pengeetterspørselen. Andre del i notatet tar utgangspunkt i en empirisk modell for pris- og lønnsdannelsen i Norge der det ikke inngår direkte effekter fra monetære variable. Vi sammenlikner denne referansemodellen med alternative modeller for konsumprisene, og tester for mulige utelatte effekter fra monetære variable.

Bokutgivelse – Norges mynthistorie

Professor dr. philos. Kolbjørn Skaare har i år fullført arbeidet med et bokverk, NORGES MYNTHISTORIE, i to bind på til sammen vel 620 sider. Skaare, som bl.a. er leder av Universitetets Myntkabinett der han har vært ansatt siden 1954, er landets fremste ekspert på dette området. Han har arbeidet med verket i 5 år.

Bokverket gir en fullstendig beskrivelse av norske mynter gjennom tusen år og av norske pengesedler gjennom 300 år. Den første norske pengeseddelen ble gitt ut av bergens-kjøpmannen Jørgen thor Møhlen høsten 1695, med kong Christian Vs tillatelse.

Det er ikke tidligere utgitt noen tilsvarende oversikt over norske betalingsmidler. Verket vil dermed utvilsomt bli stående som selve referanseverket innen dette emnet i mange år fremover, til glede for studenter, forskere og andre interesserte. I likhet med jubileumsmynten for 1000 års utmynting, var utgivelsesdagen mikkelsmesse 29. september.

Bokverket er utgitt av Universitetsforlaget med produksjonsstøtte fra Norges Bank, og koster kr 395,- pr. bind. Førsteopplaget er 2000 eksemplarer, og bøkene kan anskaffes hos landets bokhandlere.

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. 8. desember 1995.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ²⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾		
1994									
Januar	01.-15.	200	5,1	1,0	7,9	5,89	-	-	3,3
	16.-31.	200	4,8	0,7	12,8	5,24	-	-	2,3
Februar	01.-15.	200	5,1	0,2	1,9	..	0,7	5,06	4,5
	16.-28.	200	5,9	0,6	-	-	3,8	5,39	3,3
Mars	01.-15.	200	5,1	0,1	-	-	12,3	5,79	2,8
	16.-31.	200	4,8	0,4	0,1	-	2,0	5,47	2,5
April	01.-15.	150	4,6	0,2	-	-	1,4	5,56	2,8
	16.-30.	150	4,6	0,4	1,1	5,46	0,9	5,26	1,6
Mai	01.-15.	150	4,6	0,3	-	-	10,5	5,31	3,5
	16.-31.	150	4,4	0,2	4,6	5,09	2,4	..	5,6
Juni	01.-15.	150	4,6	0,1	0,8	..	5,2	5,17	6,0
	16.-30.	150	4,6	0,3	-	-	9,1	5,13	4,5
Juli	01.-15.	100	3,0	0,1	-	-	13,6	5,24	4,5
	16.-31.	100	2,8	0,7	-	-	5,0	5,23	1,4
August	01.-15.	100	3,0	0,3	-	-	9,2	5,24	3,4
	16.-31.	100	2,8	0,1	-	-	10,2	5,40	2,1
September	01.-15.	7,0 ²⁾	3,1	0,2	-	-	17,6	5,55	3,6
	16.-30.	7,0	3,1	0,1	-	-	5,8	5,70	3,6
Oktober	01.-15.	7,0	3,1	0,4	0,9	5,62	3,7	5,62	3,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,2	1,2	5,17	0,1	5,50	3,3
November	01.-15.	7,0	3,1	0,2	-	-	8,1	5,85	3,8
	16.-30.	7,0	3,1	0,3	11,8	5,91	0,4	6,31	3,1
Desember	01.-15.	7,0	3,1	0,3	7,1	5,35	-	-	2,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,3	9,3	5,12	-	-	2,7
1995									
Januar	01.-15.	7,0	3,1	0,6	0,8	..	4,9	5,44	2,1
	16.-31.	7,0	2,9	0,2	10,4	5,00	0,6	..	3,6
Februar	01.-15.	7,0	3,1	0,1	3,5	4,90	-	-	6,1
	16.-28.	7,0	3,6	0,2	0,7	4,97	2,0	5,23	3,1
Mars	01.-15.	7,0	3,1	0,0	-	-	15,7	5,14	6,0
	16.-31.	7,0	2,9	0,4	0,4	4,96	3,7	5,10	4,2
April	01.-15.	7,0	3,0	0,2	0,9	5,10	-	-	3,6
	16.-30.	7,0	3,0	0,7	4,5	5,63	-	-	1,7
Mai	01.-15.	7,0	3,0	0,5	0,4	5,57	0,9	6,11	1,5
	16.-31.	7,0	2,9	0,6	21,9	5,46	-	-	1,1
Juni	01.-15.	7,0	3,0	0,6	13,9	5,59	-	-	1,5
	16.-30.	7,0	3,0	1,3	4,3	5,66	0,1	5,50	2,3
Juli	01.-15.	7,0	3,3	0,1	-	-	6,9	5,35	2,2
	16.-31.	7,0	3,1	0,2	6,6	5,22	1,5	5,42	1,9
August	01.-15.	7,0	3,3	0,1	0,9	4,96	1,3	4,96	3,4
	16.-31.	7,0	3,1	0,1	1,8	5,15	-	-	2,2
September	01.-15.	7,0	3,3	0,3	-	-	10,0	5,25	2,7
	16.-30.	7,0	3,3	0,2	4,5	5,21	2,4	5,22	2,0
Oktober	01.-15.	7,0	3,3	0,1	8,5	5,13	-	-	1,6
	16.-31.	7,0	3,1	0,2	4,4	5,12	-	-	2,0
November	01.-15.	7,0	3,3	0,1	-	-	11,8	5,08	2,3
	16.-30.	7,0	3,3	0,4	10,2	5,07	0,6	5,07	1,6

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

2) Beregningsgrunnlaget for D-lån ble fra 1. sept. 1994 endret fra ansvarlig kapital minus ansvarlig lånekapital til forvaltningskapital minus D-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

- f.o.m. 06.05.94* (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)
Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

- f.o.m. 24.11.93* (Se rundskriv nr. 21/24. november 1993) Grunninnskuddsordningen og ordningen med konverteringsinnskudd oppheves.
- f.o.m. 01.09.94* (Se rundskriv nr. 11/18. august 1994) Forskriften erstatter 6 tidligere forskrifter og gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til sikkerhet for D-lån. En banks daglige D-lånstrekk må holdes innenfor bankens F-innskudd tillagt 4 ganger den sikkerhet banken stiller ved pantsettelse av verdipapirer. Beregningsgrunnlaget for D-lån settes lik forvaltningskapitalen fratrukket D-lån. Dette gjelder også for filialer av banker i EØS-området. Ordningen med særskilte innskuddskonti avvikles.
- f.o.m. 01.09.95* (Se rundskriv nr. 4/16. august 1995) Forskriften endrer forskrift av 17. august 1994 om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank. Det innføres krav til full sikkerhet for bankenes dagslån i Norges Bank. Som sikkerhet aksepteres fastrenteinnskudd i Norges Bank og verdipapirer som er pantsatt til fordel for Norges Bank. Pante-sikkerheten vil kunne endres daglig.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

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

Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse
4. Statsbanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

Verdipapirstatistikk

13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi

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

Kreditt- og likviditetsutvikling

21. Markedslån. Beholdningstall
22. Kredittindikator og pengemengde
23. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 24a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 24b. Sammensetningen av pengemengden

25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
26. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

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

Resultat- og kapitaldekningsdata

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

Valutakurser

39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
40. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

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

Internasjonale kapitalmarkeder

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

Valutahandel

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

Standard tegn:

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

Merk:

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

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

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

	31/12 1994	30/6 1995	31/8 1995	30/9 1995	31/10 1995
Fordringer på utlandet	153 865	151 010	151 141	153 761	154 754
Internasjonale reserver	141 521	142 175	144 132	145 331	147 997
Andre fordringer på utlandet	12 344	8 835	7 009	8 430	6 757
Fordringer på norske finansinstitusjoner	5 292	719	649	6 903	577
Utlån til private banker	5 660	1 185	1 135	7 411	1 060
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	192	94	74	52	77
Avsetning tap på utlån til banker	-560	-560	-560	-560	-560
Fordringer på statsforvaltningen	14 245	13 562	14 175	15 552	16 310
Ihendehaverobligasjoner	9 778	11 582	11 785	12 360	13 866
Andre verdipapirer	3 913	1 520	1 477	2 410	1 763
Andre fordringer	554	460	913	782	681
Fordringer på andre norske sektorer	1 034	1 178	940	1 185	1 207
Verdipapirer og utlån	616	672	622	600	598
Andre fordringer	418	506	318	585	609
Varebeholdning produksjonbedrifter	112	108	108	108	108
Varige driftsmidler	2 364	2 318	2 302	2 296	2 288
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	2 890	3 749	4 174	4 654
Elendeler i alt	176 912	171 785	173 064	183 979	179 898
Gjeld til utlandet	13 005	9 600	7 704	9 214	7 455
NOK-gjeld til IMF	6 577	5 303	5 227	4 890	4 531
Annen gjeld til utlandet	6 428	4 297	2 477	4 324	2 924
Sedler og mynt i omlop	40 454	39 853	37 542	40 048	37 971
Innenlandske innskudd	90 874	81 606	84 383	90 432	88 435
Statskassen	82 624	70 983	75 337	81 758	78 009
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	4 825	2 979	3 057	2 946	2 531
Private banker	1 102	4 126	2 559	2 490	4 633
Andre finansinstitusjoner	2 149	3 359	3 279	3 110	3 143
Andre norske sektorer	174	159	151	128	119
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	2 101	2 755	3 047	3 419
Annen innenlandsk gjeld	486	302	355	297	319
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 662	1 630	1 606	1 575	1 568
Fond	30 431	30 431	30 431	30 431	30 431
Kursreguleringer	-	704	884	672	1 071
Inntekter	-	5 558	7 404	8 263	9 229
Gjeld og egenkapital i alt	176 912	171 785	173 064	183 979	179 898

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	1 911
Valuta kjøpt på levering	1 806
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	339
Futures solgt	1 791
Futures kjøpt	1 000

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

	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995	31/10 1995
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 643	3 036	2 229	2 117	2 495
Reserveposisjon i IMF	4 370	5 299	5 428	5 480	5 791
Lån til IMF	653	629	633	607	672
Bankinnskudd i utlandet	3 506	5 994	4 048	4 344	3 952
Utenlandske statskasseveksler	17 195	8 722	5 065	4 108	4 949
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	88 599	105 617	105 902	110 022	110 283
Utlån utenlandske banker	21 068	19 299	15 352	14 959	16 134
Opptjente, ikke forfalte renter	3 202	2 826	3 231	3 409	3 436
Totalt	141 521	151 707	142 175	145 331	147 997

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/3 1994	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	739	941	697	1 004	793
Sertifikater	11 846	9 768	12 213	14 024	12 453
Stats- og statsbankobligasjoner	9 487	10 342	12 390	10 624	9 683
Andre ihendehaverobligasjoner	3 960	4 921	5 655	5 843	5 949
Utlån til statsforvaltningen	43 773	59 133	42 219	52 397	37 704
Utlån til publikum	17 444	20 516	22 823	23 685	25 623
Andre eiendeler	3 522	2 287	1 948	1 723	1 967
Eiendeler i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	26 663	42 148	24 818	37 734	22 400
Publikum	55 404	54 997	56 479	55 887	53 927
Andre sektorer	5 004	4 430	8 544	7 826	8 013
Annen gjeld og egenkapital	3 700	6 333	8 104	7 853	9 832
Gjeld og egenkapital i alt	90 771	107 908	97 945	109 300	94 172

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	31/8 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 239	6 353	4 435	4 545	5 825
Utlån i alt	181 829	183 006	183 379	181 240	182 033
Herav:					
Til publikum	176 035	176 693	177 324	175 759	176 409
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	14 612	12 858	13 348	11 070	11 137
Eiendeler i alt	207 221	205 758	204 703	200 396	202 536
Ihendehaverobligasjonslån	18 682	17 482	15 225	16 304	17 412
Herav:					
I norske kroner	16 776	16 682	14 527	15 607	16 692
I utenlandsk valuta	1 906	800	698	697	720
Andre lån	155 482	157 084	154 410	155 000	154 734
Herav:					
Statskassen	154 400	155 983	153 202	154 097	153 613
Annen gjeld m.v.	13 730	20 845	24 779	18 896	20 240
Aksjekapital, fond	19 327	10 347	10 289	10 196	10 150
Gjeld og egenkapital i alt	207 221	205 758	204 703	200 396	202 536

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ²⁾ 1995	30/6 ²⁾ 1995	30/9 ²⁾ 1995
Kassebeholdning	2 834	2 837	2 628	3 292	3 121
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank	6 459	1 548	9 557	5 413	5 711
Innskudd i forretnings- og sparebanker	8 116	7 124	13 707	10 083	8 850
Innskudd i utenlandske banker	24 319	20 102	20 126	21 667	17 383
Statssertifikater	11 619	9 887	19 029	14 722	24 657
Andre sertifikater	6 043	6 258	15 112	15 025	16 375
Stats- og statsbankobligasjoner	19 330	18 838	32 511	33 287	35 949
Andre ihendehaverobligasjoner	15 642	15 272	21 776	20 714	21 216
Lån til utlandet	22 137	22 218	22 000	24 187	22 610
Utlån til publikum	440 491	452 042	480 457	492 648	501 471
Herav:					
I utenlandsk valuta	30 204	31 103	30 039	28 787	29 265
Utlån til private finansinstitusjoner	14 296	12 138	14 097	14 961	15 391
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen					53 747
Andre eiendeler ¹⁾	37 819	33 829	53 973	56 054	47 905
Eiendeler i alt	609 105	602 093	704 973	712 053	774 386
Innskudd fra publikum	375 259	383 778	440 842	454 492	451 750
Herav:					
I utenlandsk valuta	18 310	18 389	19 429	20 838	19 644
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	10 039	9 209	14 766	12 751	12 842
Innskudd fra private finansinstitusjoner	22 082	20 761	27 684	27 219	24 763
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	9 059	10 005	9 268	8 937	53 996
Innlån i form av banksertifikater	8 885	6 019	11 652	15 780	21 897
Lån og innskudd fra Norges Bank	1 254	5 214	1 007	1 291	9 809
Lån og innskudd fra utlandet	46 465	37 448	58 953	48 037	47 910
Annen gjeld	90 823	83 453	96 910	96 206	96 583
Aksje-/grunnfondskapital	18 300	18 924	20 733	20 816	20 835
Avsetninger, fond etc.	20 836	20 155	20 485	20 503	26 016
Nettoinntekt	6 103	7 127	2 673	6 021	7 990
Gjeld og egenkapital i alt	609 105	602 063	704 973	712 053	774 386
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	51 131	47 947	48 770	53 343	47 728
Gjeld overfor utlandet	70 098	61 258	80 881	68 903	68 510

¹⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

²⁾ Omfatter også Postbanken, men tallene er preget av omlegging i Postbankens regnskap.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ³⁾ 1995	30/6 ³⁾ 1995	30/9 ³⁾ 1995
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	10 290	9 884	11 087	11 492	11 794
Foretak ¹⁾	140 320	142 707	152 019	155 938	157 344
Husholdninger ²⁾	289 881	299 451	317 351	325 218	332 333
Utlån til publikum i alt	440 491	452 042	480 457	492 648	501 471
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	27 014	30 683	34 763	34 695	30 307
Foretak ¹⁾	106 686	113 253	113 160	115 852	120 847
Husholdninger ²⁾	241 559	239 842	292 919	303 945	300 596
Innskudd fra publikum i alt	375 259	383 778	440 842	454 492	451 750

¹⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

²⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønntakere m.v.

³⁾ Omfatter også Postbanken

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 962	6 113	5 258	6 470	6 405
Sertifikater	6 947	7 020	3 502	4 159	4 377
Stats- og statsbankobligasjoner	1 699	1 484	1 563	1 645	2 037
Andre ihendehaverobligasjoner	12 972	12 554	12 008	11 953	12 161
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	611	611	662	383	373
Publikum	68 558	65 160	63 219	62 753	61 820
Andre	9 375	8 535	8 904	8 369	9 331
Andre eiendeler	3 381	3 872	5 437	7 012	7 017
Eiendeler i alt	109 505	105 349	100 553	102 744	103 521
Sertifikater	9 666	13 145	7 350	10 863	12 175
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	42 305	38 695	38 481	29 273	40 148
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	27 181	24 983	27 373	35 366	25 060
Andre innlån	16 105	13 451	12 834	12 419	12 107
Egenkapital	8 064	7 929	7 882	7 792	8 667
Annen gjeld	6 184	7 146	6 633	7 060	5 364
Sum gjeld og egenkapital	109 505	105 349	100 553	102 744	103 521

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	737	685	818	650	768
Sertifikater	19	31	17	31	19
Ihendehaverobligasjoner	12	12	12	12	17
Utlån ¹⁾ (brutto)	25 684	26 688	27 944	29 636	30 987
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	21 573	22 541	24 016	25 821	27 326
Utlån til andre sektorer (netto)	451	448	416	474	422
Andre eiendeler ²⁾	-413	-418	-264	-403	-337
Eiendeler i alt	26 039	26 994	28 527	29 926	31 454
Sertifikater	1 980	1 736	2 676	3 125	3 415
Ihendehaverobligasjonslån	0	0	0	500	500
Lån fra andre enn banker	9 417	10 349	11 744	10 280	10 278
Lån fra banker	7 127	7 307	6 360	8 062	9 407
Annen gjeld m.v.	3 725	3 801	3 877	3 918	3 823
Kapital, fond	3 790	3 801	3 870	4 041	4 031
Gjeld og egenkapital i alt	26 039	26 994	28 527	29 926	31 454

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	11 871	9 263	11 054	11 599	12 846
Norske sertifikater	6 853	14 114	15 766	18 403	16 617
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	4 767	1 832	2 724	2 858	2 681
Norske ihendehaverobligasjoner	74 523	72 630	72 380	71 965	72 780
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	7 704	10 265	11 405	14 076	18 007
Norske aksjer og andeler	21 220	18 731	17 823	16 666	19 066
Utenlandske aksjer og andeler	3 171	3 333	3 876	4 130	5 078
Utlån til publikum	64 958	64 107	62 338	61 333	59 027
Utlån til andre sektorer	1 333	1 346	1 882	1 782	1 568
Andre spesifiserte eiendeler	19 371	20 102	19 664	19 364	19 854
Eiendeler i alt	215 771	215 723	218 912	222 176	227 524

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	2 874	4 062	4 372	4 193	2 746
Norske ihendehaverobligasjoner	29 020	30 336	33 610	35 002	36 035
Utlån til publikum	6 832	6 213	6 395	6 207	5 957
Andre spesifiserte eiendeler	8 877	8 362	10 230	10 201	10 927
Eiendeler i alt	47 603	48 973	54 607	55 603	55 665

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Kassebeholdning og bankinnskudd	9 851	9 105	8 171	8 657	8 287
Norske sertifikater	4 915	6 058	8 647	8 289	8 053
Utenlandske sertifikater	554	248	156	453	633
Norske ihendehaverobligasjoner	14 394	14 497	13 316	13 483	15 371
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	5 799	5 941	5 516	6 221	6 630
Norske aksjer	7 523	7 536	7 864	7 173	7 010
Utenlandske aksjer	3 549	3 441	3 552	3 298	3 326
Utlån til publikum	4 063	4 227	4 166	4 222	4 046
Utlån til andre sektorer	569	546	583	525	516
Andre spesifiserte eiendeler	15 818	14 489	14 090	16 725	16 037
Eiendeler i alt	66 793	65 856	66 061	69 046	69 909

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995
Bankinnskudd	1 856	1 824	2 390	2 521	2 718
Stats- og statsbanksertifikater	1 341	2 114	1 687	783	1 132
Andre norske sertifikater	3 727	5 915	6 131	7 695	9 397
Utenlandske sertifikater	0	5	260	163	178
Stats- og statsbankobligasjoner	5 852	3 689	3 947	3 772	3 969
Andre norske obligasjoner	10 577	7 873	8 929	9 101	9 484
Utenlandske obligasjoner	525	572	592	625	674
Norske aksjer	10 989	11 764	11 176	12 096	12 233
Utenlandske aksjer	1 872	1 742	1 781	1 898	2 047
Andre eiendeler	1 224	1 648	1 620	1 737	1 831
Eiendeler i alt	37 963	37 144	38 413	40 391	43 663

Kilde: Norges Bank og SSB

Tabell 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995
Statsforvaltningen	511	658	663	656	635
Norske banker	685	730	865	887	996
Øvrige finansinstitusjoner	3 998	4 359	4 561	4 544	4 748
Kommuneforvaltning og -foretak	1 288	1 120	1 647	1 889	2 036
Øvrige foretak	12 224	7 533	7 674	8 498	9 821
Husholdninger	17 468	21 564	21 855	22 834	24 165
Utllandet	166	329	339	366	375
Andelskapital i alt	36 340	36 292	37 606	39 675	42 775

Kilde: Norges Bank

Verdipapirstatistikk

Tabell 13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/9 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	19 257	22 015	41 839	58 485	62 502
Offentlige finansinstitusjoner	3	8	103	237	368
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	1 301	1 537	1 749	2 494	3 433
Forsikringselskaper m.v.	17 379	15 586	24 735	25 631	29 553
Øvrige finansinstitusjoner	357	230	401	341	319
Kommuneforvaltning og -foretak	222	175	88	125	164
Statlig eide foretak m.v.	6 294	7 354	4 905	5 029	5 033
Verdipapirfond ²⁾	5 642	4 914	10 657	11 478	12 109
Øvrige ikke-finansielle foretak	36 680	30 978	49 580	50 847	55 327
Husholdninger	18 870	16 648	27 329	27 270	30 227
Utllandet	42 156	37 470	62 793	77 945	94 562
Ufordelt	315	1	122	3	246
I alt	148 476	136 916	224 300	259 886	293 842

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/9 1995
Sparebanker	837	803	2 495	5 193	5 296
Forretningsbanker	7 840	6 587	8 393	12 563	12 578
Forsikringselskaper	729	783	883	956	1 196
Andre finansinstitusjoner	1 042	1 689	1 822	400	288
Stattlig eide foretak	4 737	4 737	5 155	5 329	5 376
Private selskaper med begrenset ansvar (aksjeselskaper)	24 238	21 941	22 407	24 938	27 157
Utlandet	24	24	653	1 615	1 586
Ufordelt	0	0	10	0	477
I alt	39 448	36 565	41 817	50 993	53 953

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)

3. kvartal 1995	Kjøper -/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene ³⁾	Forretnings- og spare- banker ¹⁾	Forsik- ringssel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Utstedersektorer										
Forretningsbanker	17	59	-142	3	37	-576	97	477	23	-4
Forsikringselskaper	71	119	7	0	0	-380	-140	436	0	113
Andre finansinstitusjoner	0	-2	2	0	0	68	21	7	2	98
Stattlig eide foretak	27	29	345	-5	-1	-126	-83	-240	36	-18
Private selskaper med begrenset ansvar	-164	975	-32	-44	-8	-1 324	-1 916	7 188	1 207	5 883
Utlandet	0	97	1	-0	0	4	91	-59	4	138
Ufordelt	8	-43	28	0	0	35	58	-37	11	61
I alt	-41	1 235	209	-45	29	-2 300	-1 872	7 773	1 285	6 273

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

²⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/9 1995
Stats- og trygdeforvaltningen ³⁾	46 920	49 587	42 862	40 531	39 763
Norges Bank	5 533	7 312	7 590	9 753	12 120
Statsbanker	125	758	4 907	4 455	5 145
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	52 123	51 483	70 958	62 609	73 448
Forsikringselskaper m.v.	86 347	87 789	115 962	119 405	131 549
Øvrige finansinstitusjoner	26 956	18 132	28 014	19 152	17 826
Kommuneforvaltning og -foretak	3 205	4 476	5 806	6 216	6 621
Statlig eide foretak m.v.	910	941	3 308	2 420	3 464
Verdipapirfond ²⁾	5 166	5 680	16 317	11 507	13 471
Øvrige ikke-finansielle foretak	18 540	19 402	27 111	21 803	20 634
Husholdninger	9 277	8 479	7 783	8 052	8 583
Utlandet	24 036	12 903	10 562	8 570	8 271
Ufordelt	44	0	68	49	832
I alt	279 183	266 942	341 248	314 522	341 725

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

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

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS, fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993	31/12 1994	30/9 1995
Statsforvaltningen	69 759	78 034	98 439	110 839	126 017
Statsbanker	18 306	20 909	21 978	17 724	17 994
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	11 034	37 212	51 426	54 790	60 109
Private kredittforetak	115 768	68 331	62 122	53 029	54 138
Andre finansinstitusjoner	1 795	2 055	2 072	1 568	2 676
Kommuneforvaltning og -foretak	38 006	39 524	44 843	43 628	42 210
Statlig eide foretak m.v.	6 016	6 453	7 896	8 026	8 587
Øvrige ikke-finansielle foretak	11 205	11 153	15 096	16 326	15 753
Husholdninger	322	306	96	840	803
Utlandet	1 390	1 390	540	1 040	1 040
Ufordelt	0	0	921	0	0
I alt	273 600	265 368	305 431	307 811	329 328

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

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									
	Sentral- myndig- hetene ³⁾	Forretnings- og spare- banker ¹⁾	Forsik- rings- sel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Statsforvaltningen	-100	9 049	5 833	353	-112	-378	-31	252	273	15 139
Statsbanker	604	-716	960	-127	89	-519	18	-55	28	282
Forretnings- og sparebanker ¹⁾	498	3 076	2 098	-138	322	-874	28	-41	325	5 293
Private kredittforetak	30	956	919	-1 735	-107	1 002	181	-397	278	1 126
Andre finansinstitusjoner	194	121	423	-0	41	340	30	-66	31	1 115
Kommuneforvaltning og -foretak	204	415	-1 646	-54	20	-304	4	-137	317	-1 180
Statlig eide foretak m.v.	-10	45	336	-143	-48	309	47	6	44	585
Øvrige ikk-finansielle foretak	-129	79	393	42	54	-1 388	8	100	44	-797
Husholdninger	-5	-27	-88	-0	-4	-1	36	-0	0	-90
Utlandet	0	-20	37	21	0	-33	-5	0	0	-0
Ufordelt	0	-11	-2	0	6	2	0	-0	0	-5
I alt	1 286	12 967	9 261	-1 781	260	-1 844	317	-338	1 340	21 469

¹⁾ Postbanken og bankenes sikringsfond er inkludert her.

²⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

³⁾ Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995
Stats- og trygdeforvaltningen	815	610	745	660	1 084
Norges Bank	6 039	6 715	3 913	1 361	1 519
Statsbanker	0	215	395	974	334
Forretningsbanker og Postbanken	20 941	26 389	23 192	28 304	20 335
Sparebanker	2 473	5 297	5 311	5 837	6 244
Private kredittforetak	2 093	1 799	799	1 291	750
Private finansieringsselskaper	19	31	17	31	19
Livsforsikringsselskaper	6 853	14 114	15 766	18 403	16 617
Skadeforsikringsselskaper	4 915	6 028	8 647	8 289	8 053
Andre sektorer ¹⁾	13 871	14 696	16 446	17 806	19 171
Sum, pålydende verdi	58 019	75 894	75 231	82 956	74 126

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

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995
Statssertifikater	39 000	39 000	36 500	25 500	40 000
Banksertifikater	8 555	6 195	11 485	15 780	20 200
Kreditsertifikater	9 429	7 104	7 404	7 340	5 730
Finanssertifikater	1 836	2 546	3 025	3 440	3 610
Lånesertifikater	16 974	19 986	23 692	20 916	21 484
Herav utstedt av:					
Statsbanker	11 818	14 314	15 833	13 334	13 329
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 203	2 064	3 116	4 109	3 757
Statsforetak	300	0	125	395	400
Andre foretak ¹⁾	2 653	3 608	4 618	3 078	3 998
Utllandet	100	400	850	1 150	1 525
I alt	75 894	75 231	82 956	74 126	92 549

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1994	31/12 1994	31/3 1995	30/6 1995	30/9 1995
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringsselskaper	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
Forretningsbanker	0,4	0,6	0,6	0,6	0,4
Sparebanker	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8
Lån med garanti	2,1	2,2	2,3	2,4	2,3
Lån uten garanti formidlet av:					
Mægler	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8
Bank	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Markedslån i alt	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1989								
Desember 1990	817,7	1 100,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
Desember 1991	843,8	1 111,6	453,4	3,1	3,9	6,0		
Desember 1992	830,0	1 096,8	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
Desember 1993	818,6	1 095,3	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
1994								
September	814,6	1 095,6	548,2	-0,3	-0,4	4,8	-0,3	4,3
Oktober	813,9	1 102,7	543,9	0,5	0,2	3,7	-0,1	0,5
November	813,5	1 103,7	542,7	0,1	-0,1	3,2	0,1	-1,1
Desember	819,9	1 099,9	538,0	-0,5	-0,5	0,5	0,5	-4,3
1995								
Januar	822,2	1 102,5	544,3	0,2	-0,2	1,8	0,9	-0,7
Februar	820,2	1 098,2	543,9	0,3	-0,2	1,2	1,0	-0,7
Mars	825,5	1 100,7	556,4	1,3	0,6	4,8	2,4	3,2
April	825,9	1 102,6	562,2	1,4	0,2	4,3	3,1	7,8
Mai	827,4	1 100,9	567,7	1,6	0,4	4,7	4,3	14,1
Juni	833,8	1 096,8	573,6	1,9	-0,3	5,6	4,0	15,1
Juli	833,6	1 092,3	579,7	2,3	0,3	6,3	4,0	14,8
August	832,8	1 091,6	584,2	2,4	0,8	7,4	3,6	12,7
September	837,2	1 097,8	588,2	2,8	1,6	7,8	3,2	11,9
Oktober	838,8	1 094,5	583,0	3,1	1,5	7,0	3,2	8,3
November	840,3	1 099,1	584,5	3,3	1,8	7,4	3,5	4,3
Desember	844,8	1 098,6	579,5	3,0	1,2	6,6	3,1	-1,2
1995								
Januar	847,0	1 101,4	576,0	3,0	1,7	5,8	2,4	-3,5
Februar	851,5	1 100,3	576,2	3,8	2,2	6,0	1,8	-5,4
Mars	856,4	1 102,0	585,3	3,7	2,4	5,2	3,8	-2,2
April	857,8	1 111,0	596,5	3,9	3,1	6,1	5,7	4,2
Mai	861,9	1 114,4	602,3	4,2	3,1	6,1	6,9	12,6
Juni	864,5	1 115,3	608,7	3,7	3,3	6,1	5,5	17,1
Juli	864,9	1 110,3	614,6	3,8	3,2	6,0	4,2	16,3
August	869,6	1 120,0	620,3	4,4	3,7	6,2	3,7	14,0
September	875,6	..	618,4	4,6	..	5,2	4,6	10,5

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

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

M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1993		1994		1/1-30/9 1994		1/1-30/9 1995 ¹⁾	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker og Postbanken	13 268	3,3	28 553	6,9	17 447	4,2	31 775	7,2
Statsbanker ²⁾	-4 367	-2,4	-3 238	-1,8	-4 016	-2,3	400	0,2
Private finansieringsselskaper	1 290	7,4	5 347	28,7	3 623	19,4	4 496	18,7
Skadeforsikringsselskaper	-1 837	-29,7	-1 178	-4,1	-1 117	-2,7	-116	-2,8
Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser	-6 260	-7,7	-5 547	-7,4	-3 098	-4,1	-6 075	-8,8
Private kredittforetak	-12 170	-17,8	-2 516	-4,5	-1 266	-2,3	-931	-1,7
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	8 811	14,3	3 038	4,3	5 244	7,4	1 025	1,4
Markedslån	-3 000	-40,0	-500	-11,1	-500	-11,1	200	5,0
Annen kreditt	-25	-3,8	-17	-2,7	-2	-0,3	-55	-2,8
Sum ⁴⁾	-4 290	-0,5	24 942	3,0	17 315	2,1	30 757	3,6

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

³⁾ Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁴⁾ Svarer til endringer i Norges Banks kredittindikator. Faktiske tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 24 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Liquidentstilførsel (+) Inndragning (-)	1993		1994		1/1-31/7			
					1994		1995	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	71,1	13,0	56,3	10,2	25,9	4,7	15,2	2,6
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-33,6	-6,2	-17,3	-3,1	-1,3	-0,2	0,3	0,1
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	-4,3	-8,0	-4,1	-0,7	-6,0	-1,1	-1,1	-0,2
Forretnings- og sparebankenes kredittstilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	-25,1	-4,6	21,2	3,9	5,5	1,0	14,8	2,5
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-12,0	-2,2	-4,0	-0,7	-1,3	-0,2	-2,3	-0,4
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-0,1	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	1,3	0,2	-10,4	-1,9	-7,1	-1,3	-10,0	-1,7
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-9,5	-1,7	-13,4	-2,4	-2,5	-0,5	-0,8	-0,2
Endring i pengemengden i alt	3,0	0,5	36,1	-6,6	20,9	3,8	19,4	3,3
Memo: Oljeskatter	26,6	4,9	24,5	4,5	11,8	2,1	13,7	2,3

Fotnoter står under tabell 24 b.

Tabell 24 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994								
April	33 358	272 904	72 193	378 455	179 951	558 406	23 087	4,3
Mai	33 316	274 562	71 810	379 688	174 700	554 388	25 054	4,7
Juni	35 534	286 111	76 182	397 827	178 936	576 763	30 380	5,6
Juli	34 644	279 706	79 802	394 152	176 992	571 144	33 848	6,3
August	33 839	281 249	84 209	399 297	182 156	581 453	39 984	7,4
September	36 561	280 948	84 584	402 093	183 084	585 177	42 260	7,8
Oktober	34 760	282 295	82 568	399 623	183 362	582 985	38 173	7,0
November	34 991	273 295	82 556	390 842	184 589	575 431	39 766	7,4
Desember	37 957	280 660	83 635	402 252	184 087	586 339	36 126	6,6
1995								
Januar	36 024	278 930	81 321	396 275	189 643	585 918	32 358	5,8
Februar	35 516	280 026	76 783	392 325	200 285	592 610	33 299	6,0
Mars	34 746	273 574	77 168	385 488	202 965	588 453	28 854	5,2
April	34 646	272 432	77 714	384 792	207 453	592 245	33 839	6,1
Mai	34 303	271 887	78 281	384 471	203 758	588 229	33 841	6,1
Juni	37 017	283 539	82 679	403 235	208 829	612 064	35 301	6,1
Juli	35 672	281 362	82 986	400 020	205 669	605 689	34 545	6,0
August	35 072	282 716	86 266	404 054	213 254	617 308	35 855	6,2
September	37 287	279 457	86 690	403 434	211 913	615 347	30 170	5,2

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

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innestående på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i

Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

²⁾ Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kredittstilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner) ¹⁾

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. halvår		pr. 31/12	pr. 30/6
	1992	1993	1994	1994	1995	1994	1995
Bankinnskudd m.v. ²⁾	14,9	4,8	6,0	11,7	14,8	321,0	335,8
Obligasjoner m.v. ³⁾	-1,6	-1,0	-0,2	-0,4	-0,6	9,7	9,2
Aksjer m.v. ⁴⁾	2,3	4,0	4,4	3,0	-0,8	88,1	90,9
Forsikringskrav	18,4	16,4	16,6	13,1	11,0	264,8	276,9
Utlån og andre fordringer ⁵⁾	0,5	1,6	1,2	5,4	6,6	64,0	70,6
Fordringer i alt	34,4	25,7	28,0	32,7	31,0	747,6	783,4
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	5,8	11,9	19,8	5,1	9,0	316,1	325,2
Lån i Statlige låneinstitutter og Norges Bank	9,2	-7,0	-2,9	-2,1	2,1	126,7	127,1
Lån i private kredittforetak og finansieringsselskaper	-18,0	-2,4	0,2	1,2	-1,2	43,3	42,1
Lån i forsikringselskaper	3,8	-5,6	-4,6	-1,9	-2,2	45,7	43,5
Annen gjeld ⁶⁾	4,3	-4,0	-2,6	0,4	0,6	67,6	68,2
Gjeld i alt	5,0	-7,1	9,9	2,7	8,3	599,3	606,1
Netto	29,4	32,8	18,1	30,0	22,7	148,3	177,3

¹⁾ Det er foretatt betydelige revisjoner i dataene som følge av at borettslagene er flyttet til husholdningssektoren.

²⁾ Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

³⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

⁴⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondandeler og grunnfondsbevis.

⁵⁾ Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

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)

Likviditetstilførsel+/-inndragning-	1/1-31/12		1/1-31/10	
	1993	1994	1994	1995
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	30 012	48 371	39 715	24 660
Stats- og statsbankpapirer	-38 497	-29 629	-24 294	-26 637
Valutamarkedet	51 027	-1 771	2 152	7 070
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-3 522	-2 455	983	2 203
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	3 602	-1 934	2 102	1 044
D-lån	-10 180	-2 982	-2 773	-847
F-lån	-10 108	-8 066	-11 892	-3 826
Annen sentralbankfinansiering	-23 922	-1 393	-893	-474
Reserver i alt	-1 588	441	5 100	3 192
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-1 045	1 075	5 745	4 309
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	-543	-634	-645	-1 117

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 blomnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1994								
Oktober	6,0	5,9	7,0	6,9	7,6	7,6	6,8	4,8
November	6,9	6,9	7,3	7,3	7,6	7,6	6,8	4,8
Desember	6,2	6,2	6,3	6,2	6,7	6,7	6,8	4,8
1995								
Januar	5,5	5,5	5,8	5,8	6,6	6,6	6,8	4,8
Februar	5,2	5,2	5,6	5,5	6,4	6,3	6,8	4,8
Mars	5,3	5,2	5,5	5,4	6,3	6,2	6,8	4,8
April	5,5	5,4	5,5	5,4	6,1	6,0	6,8	4,8
Mai	6,0	5,9	5,8	5,7	6,0	5,9	6,8	4,8
Juni	5,9	5,8	5,9	5,8	6,0	5,9	6,8	4,8
Juli	5,6	5,5	5,8	5,6	6,1	6,0	6,8	4,8
August	5,3	5,1	5,5	5,3	5,9	5,8	6,8	4,8
September	5,5	5,3	5,5	5,4	5,8	5,6	6,8	4,8
Oktober	5,4	5,3	5,5	5,3	5,7	5,5	6,8	4,8

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 28. Kortsiktige rentesatser ¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1994											
Oktober	5,1	6,4	5,3	5,6	5,9	2,3	8,0	5,6	6,0	0,9	1,6
November	5,1	6,3	5,4	5,6	6,0	2,3	8,0	5,8	6,0	1,3	2,0
Desember	5,3	6,2	5,6	5,9	6,3	2,3	8,0	6,3	6,2	0,0	0,8
1995											
Januar	5,0	6,1	5,8	5,8	6,5	2,3	8,0	6,3	6,2	-0,4	0,6
Februar	5,0	5,9	5,9	5,8	6,7	2,3	7,9	6,2	6,1	-0,6	0,3
Mars	5,0	7,2	6,0	7,9	6,6	2,1	8,6	6,2	6,8	-1,4	0,3
April	4,6	6,9	5,9	7,7	6,6	1,5	8,8	6,2	6,3	-1,1	0,7
Mai	4,5	6,7	5,8	7,4	6,6	1,3	8,7	6,1	6,2	-0,6	1,1
Juni	4,5	6,7	5,9	7,1	6,5	1,1	9,0	5,9	6,2	-0,4	1,2
Juli	4,5	6,5	6,0	6,3	6,7	0,9	9,2	5,8	6,0	-0,4	1,0
August	4,4	6,0	6,0	5,9	6,7	0,8	9,1	5,8	5,8	-0,5	0,9
September	4,1	5,7	5,8	5,9	6,7	0,5	8,9	5,8	5,5	-0,3	1,1
Oktober	4,0	5,7	5,5	6,7	6,6	0,4	8,8	5,8	5,7	-0,5	1,2

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

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på norske obligasjoner ¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1994						
Oktober	8,0	8,5	8,4	9,1	8,7	9,4
November	8,0	8,4	8,4	9,1	8,6	9,3
Desember	7,2	7,6	7,7	8,3	8,0	8,3
1995						
Januar	7,2	7,9	7,8	8,6	8,2	8,8
Februar	7,0	7,6	7,6	8,4	8,0	8,6
Mars	6,9	7,5	7,5	8,3	8,0	8,6
April	6,6	7,2	7,2	8,0	7,8	8,1
Mai	6,4	7,0	6,9	7,8	7,5	8,0
Juni	6,5	7,1	7,0	8,0	7,6	8,2
Juli	6,5	7,1	7,0	7,9	7,6	8,2
August	6,3	6,7	6,8	7,3	7,4	8,0
September	6,0	6,4	6,5	7,0	7,1	7,6
Oktober	5,9	6,3	6,3	6,8	7,0	7,4

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Effektive renter på statsobligasjoner ¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1994											
Oktober	7,6	9,0	10,2	8,2	8,9	4,7	11,0	7,9	9,0	0,3	1,1
November	7,6	8,9	10,4	8,1	8,7	4,7	10,9	8,1	8,9	0,3	1,1
Desember	7,6	8,9	10,3	8,0	8,7	4,6	10,7	8,0	8,8	-0,3	0,5
1995											
Januar	7,7	9,2	10,3	8,2	8,9	4,7	10,8	7,9	9,0	-0,3	0,5
Februar	7,5	9,0	10,3	8,0	8,8	4,6	10,5	7,6	8,8	-0,3	0,5
Mars	7,4	9,1	10,3	8,0	8,7	4,0	11,0	7,4	8,9	-0,3	0,6
April	7,2	8,9	9,5	7,8	8,5	3,4	11,2	7,2	8,6	-0,3	0,6
Mai	6,9	8,4	8,9	7,5	8,3	3,2	10,6	6,7	8,2	-0,3	0,5
Juni	6,9	8,4	8,8	7,5	8,3	2,8	10,5	6,2	8,2	-0,2	0,7
Juli	6,9	8,4	8,8	7,4	8,4	2,8	10,5	6,4	8,2	-0,2	0,6
August	6,8	8,2	8,5	7,3	8,2	3,1	10,1	6,6	8,0	-0,2	0,6
September	6,7	8,0	8,1	7,3	8,0	2,8	9,6	6,3	8,0	-0,4	0,4
Oktober	6,6	8,1	8,0	7,5	8,2	2,7	9,2	6,1	8,1

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 1994								
Forretningsbanker	8,7	9,3	7,8	8,0	9,3	10,0	8,0	8,3
Sparebanker	9,7	10,3	7,8	8,0	10,2	10,7	7,9	8,2
Sum banker	9,1	9,7	7,8	8,0	9,7	10,3	8,0	8,2
4. kvartal 1994								
Forretningsbanker	8,9	9,5	8,0	8,2	9,6	10,1	8,2	8,5
Sparebanker	10,0	10,5	8,0	8,2	10,4	10,8	8,1	8,3
Sum banker	9,3	9,9	8,0	8,2	9,9	10,4	8,1	8,4
1. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,5	9,2	7,5	7,7	8,9	9,5	7,7	7,9
Sparebanker	9,8	10,3	7,8	8,0	10,1	10,6	7,8	8,1
Sum banker	8,9	9,6	7,6	7,8	9,3	9,9	7,8	8,0
2. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,6	9,5	7,4	7,6	9,0	9,8	7,5	7,8
Sparebanker	9,6	10,2	7,6	7,8	10,0	10,4	7,7	7,9
Sum banker	8,9	9,8	7,5	7,7	9,4	10,0	7,6	7,9
3. kvartal 1995								
Forretningsbanker	8,4	9,1	7,3	7,5	8,7	9,3	7,4	7,6
Sparebanker	9,5	10,1	7,5	7,7	10,0	10,3	7,6	7,8
Sum banker	8,8	9,5	7,4	7,6	9,1	9,7	7,5	7,7

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 1994				
Forretningsbanker	3,5	5,0	5,1	4,1
Sparebanker	3,5	4,8	5,0	3,9
Sum banker	3,5	4,9	5,0	4,0
4. kvartal 1994				
Forretningsbanker	3,9	5,4	5,5	4,4
Sparebanker	3,7	5,1	5,3	4,2
Sum banker	3,8	5,2	5,4	4,3
1. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,5	5,1	5,0	3,9
Sparebanker	3,5	4,9	5,0	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,0	4,0
2. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,6	5,1	5,1	4,0
Sparebanker	3,4	4,9	5,1	4,0
Sum banker	3,5	5,0	5,1	4,0
3. kvartal 1995				
Forretningsbanker	3,5	5,0	5,0	4,0
Sparebanker	3,4	4,9	4,9	4,0
Sum banker	3,5	5,0	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 1994	6,7	7,0	6,8
4. " "	6,8	7,0	6,9
1. kvartal 1995	6,9	7,1	6,9
2. " "	6,6	6,9	6,8
3. " "	6,6	6,8	6,7

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
3.kvartal 1994	8,5	8,6	8,5
4. " "	8,5	8,7	8,5
1. kvartal 1995	8,2	8,4	8,3
2. " "	7,9	8,2	8,0
3. " "	7,6	8,0	7,7

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	3. kvartal	
			1994	1995
Rente- og provisjonsinntekter	8,8	7,3	7,3	7,4
Rentekostnader	5,7	4,5	4,4	4,8
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,1	2,8	2,9	2,6
Sum andre driftsinntekter	1,5	1,0	0,9	1,1
Andre driftskostnader	2,3	2,4	2,3	2,4
Driftsresultat før tap	2,0	1,4	1,4	1,3
Bokførte tap på utlån og garantier	1,4	0,1	0,1	-0,4
Resultat av ordinær drift	0,6	1,2	1,3	1,7
Kapitaldekning i prosent	11,9	12,4	11,6	10,8
Herav:				
Kjernekapital	5,9	7,3	6,5	7,0

¹⁾ Ekskl. banker omdannet til utenlandskeid filial i løpet av 1994.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	3. kvartal	
			1994	1995
Rente og provisjonsinntekter	10,5	8,0	8,0	7,7
Rentekostnader	5,7	3,9	3,8	4,0
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	4,7	4,1	4,2	3,7
Sum andre driftsinntekter	1,5	0,5	0,3	0,9
Andre driftskostnader	3,0	3,0	2,9	2,9
Driftsresultat før tap	3,2	1,7	1,5	1,8
Bokførte tap på utlån og garantier	1,2	0,4	0,4	0,1
Resultat av ordinær drift	2,0	1,3	1,1	1,7
Kapitaldekning ²⁾	15,3	15,8	14,9	14,6
Herav:				
Kjernekapital ²⁾	11,8	11,9	11,6	11,5

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	3. kvartal	
			1994	1995
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	6,8	7,4	7,0	5,9
Sum andre driftsinntekter	1,6	1,3	1,6	1,4
Andre driftskostnader	5,1	4,3	4,5	4,2
Driftsresultat før tap	3,3	4,5	4,0	3,1
Bokførte tap på utlån og garantier	1,3	0,6	0,7	0,3
Resultat av ordinær drift	2,0	3,9	3,4	2,8
Kapitaldekning ²⁾	16,5	14,7	14,9	13,0
Herav:				
Kjernekapital ²⁾	13,4	12,5	12,7	11,5

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ Gjelder alle finansieringsselskaper.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1993	1994	3. kvartal	
			1994	1995
Rente og kredittprovisjonsinntekter	8,8	7,6	7,6	7,4
Rentekostnader	7,3	6,5	6,4	6,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,5	1,2	1,2	1,0
Sum andre driftsinntekter	0,3	0,0	-0,1	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	1,4	0,8	0,8	0,8
Bokført tap på utlån og garantier	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat av ordinær drift	1,1	0,9	0,8	0,9
Kapitaldekning ¹⁾	19,1	20,0	19,6	20,1
Herav:				
Kjernekapital	15,0	15,9	15,8	16,5

¹⁾ Eksklusive DNH.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

Tabell 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronkurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1994										
Oktober	103,30	8,3457	435,43	111,25	141,61	127,20	10,629	6,7234	91,20	6,6217
November	103,87	8,3674	437,12	111,68	142,58	127,32	10,692	6,8639	91,51	6,7264
Desember	103,68	8,3346	436,07	111,26	141,43	126,62	10,686	6,8440	91,21	6,8552
1995										
Januar	102,79	8,3151	437,36	111,02	141,47	126,50	10,549	6,7207	89,74	6,7014
Februar	102,33	8,2984	439,05	111,23	142,02	126,23	10,363	6,7110	89,30	6,5942
Mars	101,05	8,2630	446,13	111,35	143,28	125,91	10,034	6,9272	86,25	6,2691
April	101,50	8,3159	449,27	114,03	145,14	127,87	9,960	7,3986	84,31	6,1881
Mai	102,23	8,3163	447,09	114,23	145,76	126,45	9,987	7,4063	86,26	6,2860
Juni	101,87	8,2990	445,09	114,04	145,10	126,80	9,945	7,3733	85,93	6,2364
Juli	101,37	8,2999	444,41	114,08	145,30	127,66	9,845	7,0762	85,99	6,1731
August	101,41	8,2676	438,86	113,20	147,41	127,58	9,940	6,7039	87,69	6,3377
September	101,41	8,2495	437,89	112,92	146,44	126,95	9,968	6,3750	89,71	6,3991
Oktober	101,21	8,2466	440,96	113,57	146,10	126,24	9,844	6,1968	91,30	6,2377

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 oppgjørvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1994					
Oktober	1,5207	2,441	3,423	64,764	98,49
November	1,5388	2,4461	3,433	63,689	97,99
Desember	1,5720	2,4506	3,444	63,716	100,16
1995					
Januar	1,5323	2,4120	3,457	65,080	99,71
Februar	1,5020	2,3605	3,478	65,424	98,26
Mars	1,4053	2,2491	3,543	64,423	90,54
April	1,3774	2,2168	3,514	60,748	83,67
Mai	1,4061	2,2340	3,537	60,367	84,88
Juni	1,4012	2,2344	3,510	60,368	84,58
Juli	1,3890	2,2152	3,481	62,817	87,26
August	1,4443	2,2649	3,440	65,472	94,58
September	1,4615	2,2765	3,449	68,712	100,41
Oktober	1,4146	2,2324	3,493	71,168	100,66

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1993	1994	1/1-31/5	
			1994	1995
Varebalansen	51 115	52 187	19 332	23 509
Tjenestebalansen	-1 768	-3 064	423	-3 494
Rente- og stønadsbalansen	-34 274	-23 574	-9 640	-12 512
A. Driftsbalansen	15 073	25 549	10 118	7 502
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	14 681	14 052	3 179	6 647
Oljevirkosomhet ¹⁾	77 994	90 584	37 424	31 932
Andre sektorer	-77 602	-79 087	-30 485	-31 077
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	7 615	-20 469	-11 650	-4 164
Herav:				
Statsforvaltningen	11 413	-3 901	-4 483	-2 444
Kommuneforvaltningen	-1 561	-1 806	-1 394	-553
Statsbanker	-2 774	-1 737	-790	-262
Forretnings- og sparebanker	-7 523	-3 385	464	-4 621
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	-450	2 613	1 080	-533
Skipsfart	-1 465	-2 067	1 373	-1 236
Oljevirkosomhet	3 445	-4 992	-6 014	9 009
Andre private og statlige foretak	6 530	-5 193	-1 887	-3 519
C. Grunnbalansen (A+B)	22 688	5 080	-1 532	3 338
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	34 786	-4 494	5 167	-13 491
Herav:				
Statsforvaltningen	-556	-385	-701	-212
Kommuneforvaltningen	1	-1		
Statsbanker	290	85	-49	-221
Forretnings- og sparebanker	31 789	-7 262	1 027	3 277
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-2 008	-2 836	-804	2 777
Skipsfart	519	9	-504	13
Oljevirkosomhet	8 200	10 199	11 888	806
Andre private og statlige foretak	5 699	1 049	-2 610	-5 051
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-9 150	-5 352	-3 081	-14 881
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	57 473	586	3 634	-10 153
F. Tildelt SDR
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	11 146	-9 185	-5 881	3 152
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	68 619	-8 599	-2 247	-7 001
Herav internasjonale reserver ²⁾	64 452	-8 671	4 587	-7 057

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

²⁾ Endring i internasjonale reserver er korrigeret for gjenkjøpsavtaler.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1993			31/12 1994			31/5 1995 ²⁾		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	9,4	77,0	-67,6	10,7	71,7	-61,0	10,1	67,9	-57,8
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	155,6	12,5	143,1	147,5	13,0	134,5	143,7	16,2	127,5
Postgiro og Norges Postbank	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1
Statsbanker	1,0	4,1	-3,1	0,9	2,3	-1,4	1,0	1,9	-0,9
Forretnings- og sparebanker	49,6	72,6	-23,0	48,8	61,5	-12,7	56,1	67,2	-11,1
Kredittforetak	19,5	38,8	-19,3	18,8	34,2	-15,4	18,7	34,6	-15,9
Finansieringsselskaper	0,2	2,5	-2,3	-0,0	5,1	-5,1	-0,1	5,1	-5,2
Forsikringsselskaper	37,9	2,0	35,9	39,0	2,0	37,0	39,5	2,5	37,0
Kommuneforvaltning	0,0	4,9	-4,9	-0,2	3,1	-3,3	-0,1	2,6	-2,7
Kommuneforetak	0,0	2,1	-2,1	0,0	1,9	-1,9	0,0	2,0	-2,0
Statsforetak	36,7	53,3	-16,6	30,8	47,9	-17,1	23,6	47,7	-24,1
Andre norske sektorer	69,6	162,4	-92,8	74,6	158,3	-83,7	90,0	160,4	-70,4
Uforklart differanse ¹⁾	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	5,4	20,2	0,0	20,2
Alle sektorer	379,7	432,6	-52,8	376,5	401,3	-24,8	402,9	408,5	-5,6

¹⁾ Omfatter nettobeløp som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

²⁾ Som en følge av hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet, og herunder utenriksregnskapet, kan vi ikke presentere sektorfordelt sammenstilling av fordringer og gjeld lenger fram enn pr. mai 1995.

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstelling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstelling» pr. 31. desember 1993 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 43. Endringer i bankenes internasjonale fordringer¹⁾. Milliarder USD

	1992	1993	1994	1994 2. kv. ²⁾	1995 2. kv. ²⁾	Utestående 30. juni 1995
Total	187	318	277	-36,6	197,2	7 983,3
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	151	172	-0,4	-24,0	99,4	2 286,3
banker (og ufordelt)	36	147	277	-12,5	97,7	5 697,0

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det
 - utlån over landegrensene i alle valutaer
 - utlån til innlendinger i fremmed valuta
 - tilsvarende fordringer utenom utlån

²⁾ Endring fra kvartalet for

Kilde: BIS

Tabell 44. Bankenes internasjonale fordringer, valutafor delt.
 Prosent av samlede internasjonale fordringer.

	4. kvartal			2. kvartal	
	1991	1992	1993	1994	1995
Amerikanske dollar (USD)	34,4	35,5	34,0	32,7	24,0
Tyske mark (DEM)	10,7	11,1	11,7	11,7	11,9
Sveitsiske franc (CHF)	3,9	3,5	2,9	3,0	3,2
Japanske yen (JPY)	10,5	9,4	9,7	10,6	11,7
Britiske pund (GBP)	3,3	3,1	3,0	3,1	3,1
Franske franc (FRF)	2,7	3,5	3,8	3,3	3,8
Italienske lire (ITL)	1,5	1,4	2,4	2,4	2,3
ECU	2,7	2,7	2,4	2,1	2,2
Ufordelt ¹⁾	30,3	29,8	30,1	31,1	37,8
Totalt i mrd. USD	6 250,6	6 235,1	6 512,7	7 110,9	7 983,3

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

Kilde: BIS

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1992	1993	1994	3. kv.1994	3. kv.1995
Emisjoner av obligasjoner	334	481	429	102	128
– av dette med flytende rente	44	70	96	22	26
Bankullån	118	137	235	69	83
Annen internasjonal opplåning	7	8	5	1	2
Samlet opplåning	458	626	669	173	213

Kilde: OECD

Tabell 46. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1992	1993	1994	3. kv.1994	3. kv.1995
OECD	82,7	81,9	85,2	84,9	84,2
Utviklingsland	7,0	8,9	9,3	9,5	9,7
Øst-Europa	0,3	1,0	0,5	0,8	0,6
Internasjonale institusjoner og andre land	10,0	8,2	5,0	4,8	5,5

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 47. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner ¹⁾
(Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1994 Oktober	0,1	12,6	7,6	-19,9	0,4	33,9	84,4	26,3	104,3
November	0,1	15,2	4,3	-23,7	-4,2	35,5	96,0	31,2	119,7
Desember	0,1	10,6	9,3	-26,1	-6,1	37,8	97,4	28,5	123,4
1995 Januar	0,1	13,4	9,2	-25,0	-2,3	37,3	95,1	28,1	120,1
Februar	0,1	9,2	11,5	-15,4	5,4	40,7	97,9	29,2	113,3
Mars	0,1	16,9	8,8	-18,1	7,7	41,6	101,8	32,8	119,9
April	-1,6	22,1	7,6	-24,9	3,2	41,4	99,4	33,8	124,3
Mai	-3,5	26,9	6,4	-29,4	0,4	44,4	103,4	38,0	132,8
Juni	0,0	24,3	11,2	-28,6	6,9	41,5	93,0	30,3	121,6
Juli	0,1	19,2	1,0	-19,8	0,5	38,1	87,9	37,0	107,7
August	0,0	23,5	7,4	-21,1	9,8	39,0	84,0	31,6	105,1
September	0,0	24,2	6,4	-19,3	11,3	39,2	86,0	32,8	105,3
Oktober	-0,1	26,4	11,4	-20,0	17,7	41,8	79,3	30,3	99,3

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

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

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

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

Tabell 48. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/6 1994	30/9 1994	31/12 1994	31/3 ¹⁾ 1995	30/6 1995	30/9 1995
Valutaaktiva, spot	94 835	87 839	92 960	93 168	102 566	102 321
Valutapassiva, spot	101 384	96 458	98 269	91 611	107 297	113 388
1. Spotbalanse, netto	-6 549	-8 619	-5 309	1 557	-4 731	-11 062
2. Terminbalanse, netto	2 519	8 102	3 706	-6 055	6 784	9 888
3. Opsjonsposisjon mot NOK	2	-103	-101	20	1	11
4. Totalposisjon (1+2+3)	-4 028	-620	-1 704	-4 478	2 054	-1 163

¹⁾ F.o.m. 1. kv. 1995 er Postbanken inkl.

Kilde: Norges Bank

Tabell 49. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	Uke i 1995													
	1-52	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	1-45	
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-1	-1,08	-0,96	-0,36	0,37	0,84	0,00	-0,83	-1,39	0,27	0,13	0,44	-4,93	
1. Spot	-1	-1,08	-0,96	-0,36	0,37	0,84	0,00	-0,83	-1,39	0,27	0,13	0,44	-4,93	
2. Termin	0	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. Utlandet	-15	0,63	-1,84	-5,21	6,06	0,34	1,52	-0,93	-3,00	-0,53	2,41	-1,06	-15,64	
1. Spot ¹⁾	-11	0,47	-1,35	-2,90	3,53	-1,52	1,91	-2,49	-1,63	1,77	3,06	-1,90	-2,79	
2. Termin ¹⁾	-4	0,16	-0,49	-2,31	2,53	1,86	-0,39	1,56	-1,37	-2,30	-0,65	0,84	-12,85	
C. Norske sektorer, utenom bankene	16	0,08	-1,02	4,87	-1,79	-1,59	-4,45	2,24	1,70	-0,38	-3,02	2,78	9,96	
1. Spot ¹⁾	0	-4,44	6,27	5,23	-1,62	0,34	-6,95	2,02	7,58	-2,00	-7,76	2,83	12,20	
2. Termin ¹⁾	8	3,75	-4,70	0,98	1,76	0,11	1,11	-3,63	-0,86	-0,62	1,00	1,18	-6,45	
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	8	0,77	-2,59	-1,34	-1,93	-2,04	1,39	3,85	-5,02	2,24	3,74	-1,23	4,21	
D. Annet	-2	-1,78	1,90	-0,02	-3,90	2,09	2,95	-2,14	-0,09	1,17	0,75	-1,28	0,75	
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	0,90	
2. Kurstap spot, utlandet	0	-0,11	-0,19	-0,32	0,00	0,13	-0,18	-0,08	-0,07	-0,12	-0,06	0,33	0,16	
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-3	-1,78	2,28	0,66	-1,68	-0,08	1,40	-0,91	-0,12	2,81	-1,48	-0,27	-1,67	
4. Økning i bankenes totalposisjon	0	0,09	-0,21	-0,38	-2,24	2,02	1,71	-1,17	0,08	-1,54	2,27	-1,36	1,36	
Faktorene bak økningen i bankenes valutaposisjon:														
A. Som følge av kjøp/salg:														
nto val.fordr. (spot), utlandet	10	2,89	-5,88	-2,69	-1,54	2,02	5,04	-0,36	-7,34	0,50	4,83	-0,49	-14,34	
+ nto. val.fordr. (spot), kunder	-8	-0,77	2,59	1,34	1,93	2,04	-1,39	-3,85	5,02	-2,24	-3,74	1,23	-4,21	
+ nto. terminpos. (totalt)	-4	-3,91	5,19	1,33	-4,29	-1,97	-0,72	2,07	2,23	2,92	-0,35	-2,02	19,30	
B. Som følge av kursendringer:														
+ nto. valutapos. (termin og spot)	2	1,87	-2,11	-0,36	1,66	-0,07	-1,24	0,97	0,17	-2,71	1,52	-0,08	0,61	
= Økning i bankenes totalposisjon	0	0,08	-0,21	-0,38	-2,24	2,02	1,69	-1,17	0,08	-1,53	2,26	-1,36	1,36	
Spesifikasjon:														
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:														
Netto NOK-fordringer på bankene	0	1,02	-0,84	-2,07	3,53	-1,52	1,92	-2,50	-2,05	1,20	2,19	-1,40	-0,03	
VPS-registrerte aksjer	-9	-0,51	-0,45	-0,44	-0,07	-0,25	-0,16	0,06	0,03	0,45	0,62	0,07	-6,15	
VPS-registrerte obligasjoner	0	-0,02	-0,07	-0,19	0,07	0,25	0,15	-0,05	-0,05	0,33	-0,21	-0,56	0,48	
VPS-registrerte sertifikater	-2	-0,02	0,00	-0,20	0,00	0,00	0,01	0,00	0,44	-0,21	0,46	-0,01	2,91	
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	0,47	-1,35	-2,90	3,53	-1,52	1,91	-2,49	-1,63	1,77	3,06	-1,90	-2,79	
Memo:														
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet														
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	9	2,98	-5,71	-2,39	-1,56	1,87	5,20	-0,30	-7,29	0,60	4,87	-0,84	-15,40	

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

²⁾ Korreksjonsposten omfatter bl.a. inkostens i interbank-terminmarkedet.

Kilde: Norges Bank

Penger og Kreditt 1995
Årgang 23

INNHOLD

(Tall i parentes angir nummer innenfor årgangen)

DEL A:

Ledere/årstale

Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 2* (1)
En viss uro (<i>leder</i>)	s. 78* (2)
Hva slags landing (<i>leder</i>)	s. 142* (3)
Vendepunkt (<i>leder</i>)	s. 206* (4)

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport

Inflasjonsrapport	s. 17* (1), 79* (2), 143* (3), 207* (4)
Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar	s. 47* (1), 105* (2), 174* (3), 237* (4)
Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi	s. 62* (1), 192* (3)
Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt	s. 122* (2)
Utviklingen i norsk økonomi fram mot århundreskiftet	s. 251* (4)

DEL B:

Signerte artikler: (Alfabetisk etter forfatternavn)

<i>Eide, Helge</i> : Forvaltningen av valutareservene	s. 277 (4)
<i>Flatraaker, Dag-Inge og Pål Erik Robinson</i> : Inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen	s. 96 (2)
<i>Flatraaker, Dag-Inge og Pål Erik Robinson</i> : Kostnader i betalingsformidlingen	s. 11 (1)
<i>Frøyland, Espen</i> : Hva kan forklare de siste årenes renteutvikling i Norge?	s. 297 (4)
<i>Grønvik, Gunnvald og Cecilie Rom</i> : Strukturendringer i norske finansmarkeder 1989-1994	s. 194 (3)
<i>Holmsen, Amund og Arent Skjæveland</i> : Den langsiktige utviklingen i de offentlige finansene	s. 1 (1)
<i>Johansen, Harald</i> : Valutakurs som operativt styringsmål for pengepolitikken	s. 205 (3)
<i>Karlsen, Harald og Sindre Weme</i> : Utviklingen i foretakssektoren 1992-94	s. 308 (4)
<i>Kolberg, Ole-Robert</i> : Den nye myntrekken	s. 319 (4)
<i>Kolberg, Ole-Robert</i> : Prinsipper for utgivelse av minnemynter o.l.	s. 126 (2)
<i>Moland, Torstein</i> : Norsk økonomis oljeavhengighet (foredrag)	s. 85 (2)
<i>Nordal, Inger Anne og Morten Nærland</i> : Finansinstitusjonenes drift i 1994	s. 21 (1)
<i>Nærland, Morten og Inger Anne Nordal</i> : Finansinstitusjonenes drift i 1994	s. 21 (1)
<i>Robinson, Pål Erik og Dag-Inge Flatraaker</i> : Inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen	s. 96 (2)
<i>Robinson, Pål Erik og Dag-Inge Flatraaker</i> : Kostnader i betalingsformidlingen	s. 11 (1)
<i>Rom, Cecilie og Gunnvald Grønvik</i> : Strukturendringer i norske finansmarkeder 1989-1994	s. 194 (3)
<i>Skjæveland, Arent og Amund Holmsen</i> : Den langsiktige utviklingen i de offentlige finansene	s. 1 (1)
<i>Sturød, Marianne</i> : Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995	s. 285 (4)
<i>Syrstad, Helge</i> : Norges Banks adgang til å gi kreditt til andre enn banker	s. 181 (3)
<i>Weme, Sindre og Harald Karlsen</i> : Utviklingen i foretakssektoren 1992-94	s. 308 (4)
<i>Wilse, Hans Petter</i> : Bankkrisehåndteringen og det statlige eierskap i forretningsbankene	s. 108 (2)
<i>Winje, Pål</i> : Primærhandlersystem for norske statsobligasjoner	s. 119 (2)

Brev og uttalelser fra Norges Bank

Uttalelse om verdipapirhandellovutvalgets utredning, NOU 1995:1 Investeringsforetak. <i>Brev av 22.2.1995 til Finansdepartementet</i>	s. 49 (1)
Uttalelse om banklovkommisjonens utredning, NOU 1994:19 - finansavtaler og finansoppdrag. <i>Brev av 16.6.95 til Justisdepartementet</i>	s. 215 (3)
Uttalelse om NOU 1995:5 - norsk sør-politikk for en verden i endring. <i>Brev av 23.6.95 til Utenriksdepartementet</i>	s. 220 (3)
Uttalelse om statsbankutvalgets utredning, NOU 1995:11 - statsbankene under endrede rammevilkår. <i>Brev av 23.6.95 til Finansdepartementet</i>	s. 227 (3)
Uttalelse om søknad om overtakelse av Vital forsikring AS fra henholdsvis Aegon NV og Den norske Bank AS. <i>Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet</i>	s. 233 (3)
Uttalelse om søknad fra Kredittkassen om overtakelse av Norgeskreditt Holding AS. <i>Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet</i>	s. 239 (3)
Uttalelse om NOU 1995:16 - fra sparing til egenkapital. <i>Brev av 1.9.95 til Finansdepartementet</i>	s. 243 (3)
Det økonomiske opplegget for 1996. <i>Brev av 18. oktober 1995 til Finansdepartementet</i>	s. 327 (4)

Oversikter, kunngjøringer m.v.

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. 53 (1), 249 (3)
Banklovkommisjonens utredning om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner (NOU 1995:25)	s. 323 (4)
Bokutgivelse - Norges mynthistorie	s. 337 (4)
Femkrone sirkulasjonsmynter 1995 - 1000 års utmyntning og FN's 50-årsjubileum	s. 322 (4)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 54 (1), 151 (2), 337 (4)
Notat om pengemarkedet i Norge	s. 55 (1)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 56 (1), 152 (2), 250 (3), 338 (4)
Minnemynt til frigjøringsjubileet 1995	s. 130 (2)
Dei sameinte nasjonane 50 år - minnemynt	s. 131 (2)
Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1994	s. 132 (2)
Renteutviklinga i private kredittinstitusjonar i 1994	s. 146 (2)
Hermod Skånland. Bibliografi 1945-94	s. 151 (2)
Ny 10-kronemynt	s. 214 (3)
Tabeller	s. 58 (1), 154 (2), 252 (3), 340 (4)

TITTELREGISTER

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater	s. 53 (1), 249 (3)
Bankkrisehåndteringen og det statlige eierskap i forretningsbankene. <i>Hans Petter Wilse</i>	s. 108 (2)
Banklovkommisjonens utredning om sikringsordninger og offentlig administrasjon mv. av finansinstitusjoner (NOU 1995:25)	s. 323 (4)
Bokutgivelse - Norges mynthistorie	s. 337 (4)
Dei sameinte nasjonane 50 år - minnemynt	s. 131 (2)
Den langsiktige utviklingen i de offentlige finansene. <i>Amund Holmsen og Arent Skjæveland</i>	s. 1 (1)
Den nye myntrekken. <i>Ole-Robert Kolberg</i>	s. 319 (4)
En viss uro (<i>leder</i>)	s. 78* (2)
Femkrone sirkulasjonsmynter 1995 - 1000 års utmyntning og FN's 50-årsjubileum	s. 322 (4)

Finansinstitusjonenes drift i 1994. <i>Inger Anne Nordal og Morten Nørland</i>	s. 21 (1)
Forvaltningen av valutareservene. <i>Helge Eide</i>	s. 277 (4)
Hermod Skånland. Bibliografi 1945-94	s. 151 (2)
Hva kan forklare de siste årenes renteutvikling i Norge? <i>Espen Frøyland</i>	s. 297 (4)
Hva slags landing (<i>leder</i>)	s. 142* (3)
Inflasjonsrapport	s. 17* (1), 79* (2), 143* (3), * 207 (4)
Inntekter, kostnader og prissetting i betalingsformidlingen. <i>Pål Erik Robinson og Dag-Inge Flatraaker</i>	s. 96 (2)
Kostnader i betalingsformidlingen. <i>Pål Erik Robinson og Dag-Inge Flatraaker</i>	s. 11 (1)
Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1994	s. 132 (2)
Minnemynt til frigjøringsjubileet 1995	s. 130 (2)
Norges Banks adgang til å gi kreditt til andre enn banker. <i>Helge Syrstad</i>	s. 181 (3)
Norsk økonomis oljeavhengighet (foredrag). <i>Torstein Moland</i>	s. 85 (2)
Notat om pengemarkedet i Norge	s. 55 (1)
Ny 10-kronemynt	s. 214 (3)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 54 (1), 151 (2), 337 (4)
Oversikt over utviklingen i internasjonal økonomi	s. 62* (1), 192* (3)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 56 (1), 152 (2), 250 (3), 338 (4)
Primærhandlersystem for norske statsobligasjoner. <i>Pål Winje</i>	s. 119 (2)
Prinsipper for utgivelse av minnemynter o.l. <i>Ole-Robert Kolberg</i>	s. 126 (2)
Renteutviklinga i private kredittinstitusjoner i 1994	s. 146 (2)
Strukturendringer i norske finansmarkeder 1989-1994. <i>Gunnvald Grønvik og Cecilie Rom</i>	s. 194 (3)
Tabeller	s. 58 (1), 154 (2), 252 (3), 340 (4)
Utfordringer for norsk økonomi på mellomlang sikt	s. 122* (2)
Uttalelse om verdipapirhandellovutvalgets utredning, NOU 1995:1 Investeringsforetak. <i>Brev av 22.2.1995 til Finansdepartementet</i>	s. 49 (1)
Uttalelse om banklovkommisjonens utredning, NOU 1994:19 - finansavtaler og finansoppdrag. <i>Brev av 16.6.95 til Justisdepartementet</i>	s. 215 (3)
Uttalelse om NOU 1995:5 - norsk sør-politikk for en verden i endring. <i>Brev av 23.6.95 til Utenriksdepartementet</i>	s. 220 (3)
Uttalelse om statsbankutvalgets utredning, NOU 1995:11 - statsbankene under endredeammevilkår. <i>Brev av 23.6.95 til Finansdepartementet</i>	s. 227 (3)
Uttalelse om søknad om overtakelse av Vital forsikring AS fra henholdsvis Aegon NV og Den norske Bank AS. <i>Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet</i>	s. 233 (3)
Uttalelse om søknad fra Kreditkassen om overtakelse av Norgeskreditt Holding AS. <i>Brev av 30.8.95 til Kredittilsynet</i>	s. 239 (3)
Uttalelse om NOU 1995:16 - fra sparing til egenkapital. <i>Brev av 1.9.95 til Finansdepartementet</i>	s. 243 (3)
Utviklinga i finansmarknadene og Noregs Banks operasjoner	s. 47* (1), 105* (2), 174* (3), 237* (4)
Utviklingen i foretakssektoren 1992-94. <i>Harald Karlsen og Sindre Weme</i>	s. 308 (4)
Utviklingen i norsk økonomi fram mot århundreskiftet	s. 251* (4)
Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995. <i>Marianne Sturød</i>	s. 285 (4)
Valutakurs som operativt styringsmål for pengepolitikken. <i>Harald Johansen</i>	s. 205 (3)
Vendepunkt <i>Leder</i>	s. 206* (4)
Det økonomiske opplegget for 1996. <i>Brev av 18. oktober 1995 til Finansdepartementet</i>	s. 327 (4)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 2* (1)

Norges Banks adresser m.v.

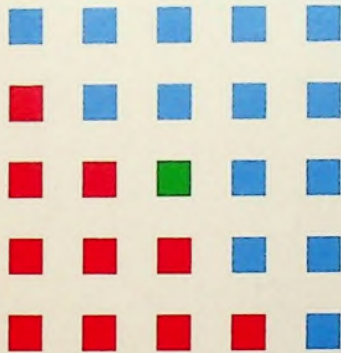
<i>Reg. nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	Bodø	Postboks 114, 8001 Bodø	75 52 10 60	64 353 nbbo n	75 52 34 53
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	69 31 49 00	19 820 nbfd n	69 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	78 41 13 44	64 354 nbhf n	78 41 39 81
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	38 02 30 70	21 880 nbch n	38 07 01 40
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	33 18 13 00	21 890 nbl n	33 18 22 30
0628	Lillehammer	Postboks 304, 2601 Lillehammer	61 28 84 00	21 911 nbllil n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassectr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardo	Postboks 293, 9951 Vardo	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



Returadresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)