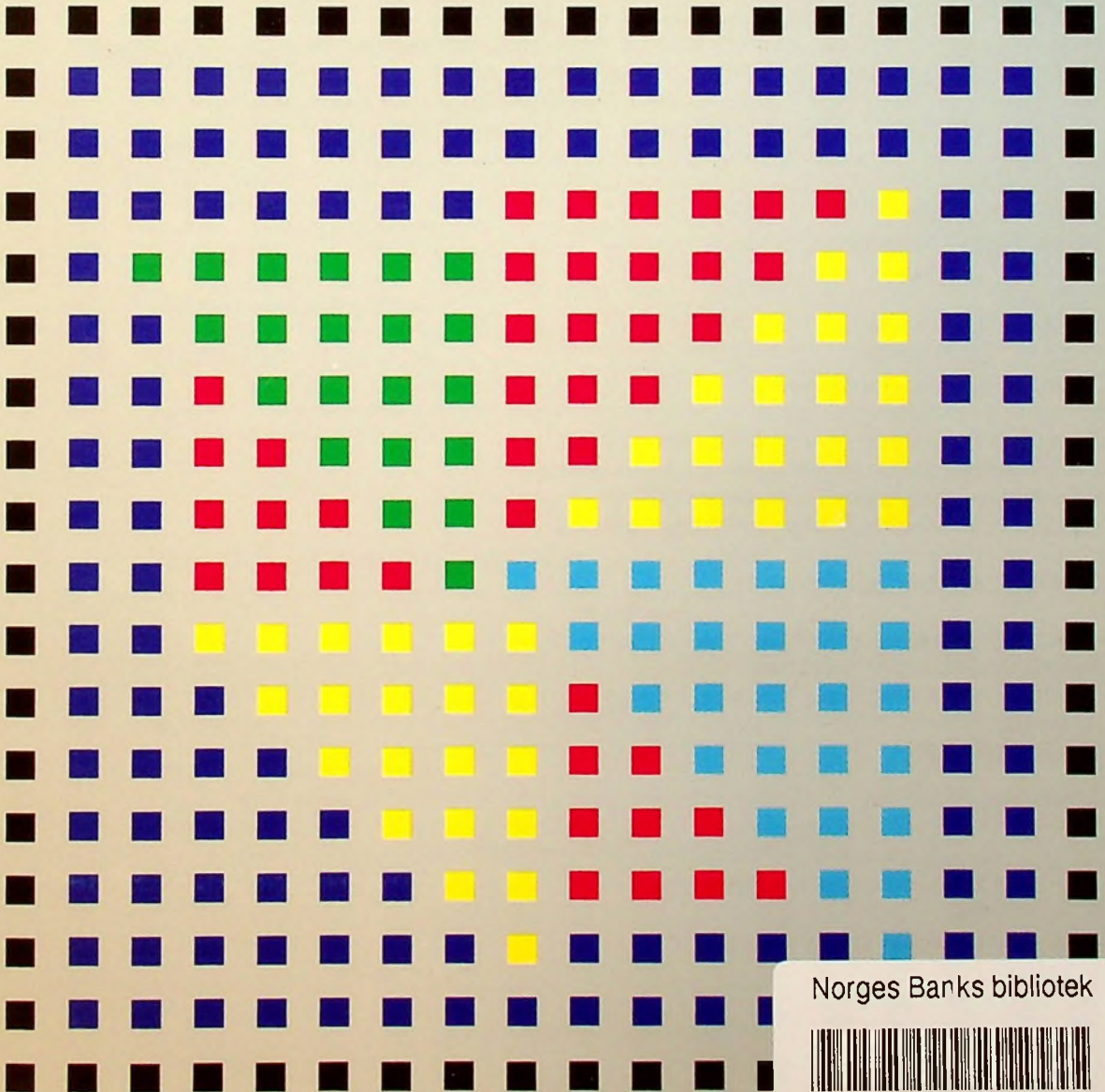


Norges Bank
Biblioteket

ARKIVEKSEMPLAR



NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013297VPA

NB-publ

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Abonnement: Kr 150 pr. år
Bestilling ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820
eller ved henvendelse til:
Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo
Telefon: 22 31 63 83
Telefaks: 22 41 31 05
E-post: central.bank@norges-bank.no

Ansv. redaktør: Kjell Storvik
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl
Redaksjonsutvalg: Brynjulv Vollan, Statistikkavdelingen (leder)
Else Bøthun, Juridisk avdeling
Gunnvald Grønvik, Avd. for finansielle instrumenter og betalingssystemer
Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen
Birger Vikøren, Markedsoperasjonsavdelingen

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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt.

Omslag og grafisk utforming: Christensen / Lund AS
Sats og trykk: Falch Tidsskrift AS
Teksten er satt med 10½ pkt. Times

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig papir – Svanemerket.

- 177 **Finanspolitisk dilemma**
Leder

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

- 178 **Inflasjonsrapport**
Temaer utdypet i egne rammer:
- 189 – Lavere overskudd på driftsbalansen og mulige konsekvenser for kapitalbevegelsene
- 192 – Et markert konjunkturforløp
- 196 **Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar**
Tema utdjupa i eiga ramme:
- 207 – Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land
- 209 **Finansielt utsyn**

Artikkeldel:

- 234 **Økonomisk og monetær union – utfordringer for pengepolitikken**
Anne Berit Christiansen
- 243 **Innføringen av euro – konsekvenser for norsk banknæring**
Alies C. van den Berg og Knut Sandal
- 251 **Det europeiske sentralbanksystemet TARGET og euro-oppgjør for norske aktører**
Jon Bergundhaugen og Per Erik Stokstad
- 258 **Valutastømmer og utenriksregnskap 1997**
Jon Petter Holter og Terje Åmås
- 262 **Det norske pengemarkedet**
Nina Langbraaten og Håvard Thorstad
- 273 **Bank of Englands nye rolle**
Foredrag av Allan Budd, Monetary Policy Committee, Bank of England
- 277 **Hvorfor er inflasjonen så lav? Internasjonale erfaringer i et analytisk perspektiv**
Karsten Støhr
- 288 **Falske sedler i 1997**
Paal Espeli

Brev/uttalelser m.v. og tabelldel:

- 289 **Høring om nye handelsregler ved Oslo Børs**
Brev fra Norges Bank til Oslo Børs 6. mars 1998
- 291 **Høringsuttalelse – rapport fra Kredittilsynet om hensiktsmessigheten av et skjerpet kjernekapitalbehov for finansinstitusjoner**
Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 1. april 1998
- 295 **Konsekvenser for forvaltningen av Petroleumsfondet av å innføre spesielle etiske retningslinjer**
Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 22. april 1998
- 303 **ØMU og norsk pengepolitikk**
Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 24. april 1998
- 306 **Adgang til valutaveksling utenfor valutabanker**
Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 30. april 1998
- 308 **Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene**
- 310 **Tabeller**

Redaksjonen avsluttet:

- Kvartalsoversikten: 11. juni
 Artikler: 9. juni
 Tabelldelen: 8. juni

NORGES BANKS INFLASJONSRAPPORT

Etter sentralbankloven er Norges Bank pålagt en rådgivende funksjon på penge-, kreditt- og valutapolitikkenes område. Som utøvende myndighet skal Norges Bank blant annet sørge for stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Lav pris- og kostnadsvekst over tid, på linje med eller lavere enn handelspartnere, er en forutsetning for en stabil kronekurs.

Inflasjonsrapporten gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en bred gjennomgang av situasjonen i norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen de neste to årene. Sentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger av situasjonen i en leder foran rapporten.

Norges Bank har gjennom de siste to årene jevnlig advart mot at den kraftige veksten i norsk økonomi kan føre til press i økonomien og - i neste omgang - til et unødvendig sterkt konjunkturomslag. Blant annet på denne bakgrunn påpekte Norges Bank i sitt brev til Finansdepartementet i fjor høst at en innstramning av finanspolitikken i størrelsesorden 1½ prosent av BNP for Fastlands-Norge trolig var nødvendig for å bringe veksten i økonomien ned mot den underliggende veksten i produksjonskapasiteten.

Norsk økonomi er nå langt inne på den vei som Norges Bank har advart mot over noen tid. I samsvar med det en måtte forvente når arbeidsmarkedet strammet seg til, har lønnsveksten skutt fart, og fastlandsbedriftene kan igjen bli rammet av økende kostnadsvekst og svekket konkurransevne mot slutten av en konjunkturoppgang.

Utviklingen har, slik det var grunn til å frykte, ført til endrede vurderinger i markedet og svekkelse av kronens verdi. Norges Bank har, i samsvar med det mandat som er tillagt banken, økt renten på utlån til bankene for å motvirke svekkelsen av kronekursen. Valutamarkedet

gir således nå et visst bidrag til å stabilisere økonomien.

Politikkutformingene i Norge er imidlertid ikke basert på at det er pengepolitikken, men finanspolitikken som bærer et hovedansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen. Når inntektspolitikken ikke synes å levere i overensstemmelse med forutsetningene og pengepolitikken har som begrenset mandat å stabilisere valutakursen, stiller det om mulig enda større krav til effektiviteten i det stabiliseringspolitiske elementet - finanspolitikken. Behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett skaper ikke inntrykk av finanspolitikken som et velegnet, effektivt og slagkraftig instrument til å stabilisere den økonomiske utvikling.

Finanspolitikken synes i stadig stigende grad å bli stilt overfor et dilemma mellom makroøkonomisk stabilisering på den ene side og høyt prioriterte fordelingspolitiske hensyn på den annen side. Sterke grunner kunne således tale i favør av en dyptgripende gjennomgang av finanspolitikken som instrument i konjunkturstyringen.

Kjell Storvik

1 SAMMENDRAG

2 NYTT SIDEN SIST

- 2.1 Prisutviklingen
- 2.2 Valutakurs- og renteutvikling og monetære størrelser

3 NORGES BANKS INFLASJONSANSLAG

- 3.1 Norges Banks inflasjonsanslag
- 3.2 Inflasjonsforventninger
- 3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

- 4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen
- 4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien
- 4.3 Arbeidsmarkedet
- 4.4 Lønnsutviklingen
- 4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Utdyping

- Lavere overskudd på driftsbalansen og mulige konsekvenser for kapitalbevegelsene
- Et markert konjunkturforløp

Redaksjonen avsluttet 11. juni 1998

1 SAMMENDRAG

Norges Bank anslår veksten i konsumprisene til 2½ prosent i år og 3 prosent neste år. Sammenliknet med de siste to inflasjonsrapportene er anslaget for i år nedjustert med ¼ prosentpoeng, mens anslaget for 1999 er uendret. Den underliggende prisveksten - som korrigerer utslagene i konsumprisindeksen for virkningene av avgiftsendringer og utviklingen i strømprisen - anslås nå til 2¼ prosent i 1998 og 3 prosent i 1999.

Pressproblemene i norsk økonomi har forsterket seg gjennom de første fem månedene i år. Høy importvekst, raskt fall i arbeidsledigheten og store nominelle tillegg under vårens tarifforhandlinger indikerer stadig større press mot de innenlandske produksjonsressursene. Presset forsterkes av rekordhøye oljeinvesteringer i år og sterk vekst i privat konsum.

Anslaget for overskuddet på driftsbalansen i år er nedjustert til 21 milliarder kroner. Hovedforklaringen er at olje- og gassproduksjonen blir atskillig lavere enn vi tidligere har lagt til grunn, men også høyere underskudd på den tradisjonelle varebalansen bidrar til svekkelsen. Neste år anslås overskuddet til 54 milliarder kroner.

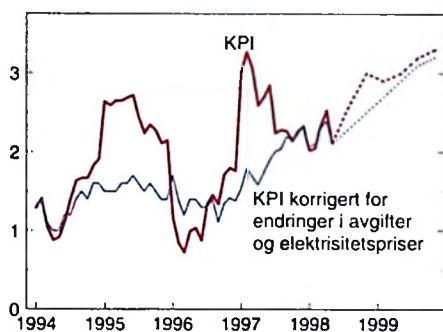
Sysselsettingsveksten har så langt i år vært sterkere enn vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport. Samtidig har arbeidsstyrken også vokst mer enn forventet. Arbeidsledigheten har dermed utviklet seg i tråd med våre prognoser. Anslagene for den realøkonomiske utviklingen de neste 18 månedene peker i retning av fortsatt sterk vekst i etterspørselen etter arbeidskraft. I løpet av neste år vil ledigheten kunne komme ned mot de laveste nivåene fra forrige konjunkturtopp.

Lønnsveksten anslås nå til 6 prosent i år og 6¾ prosent neste år. Dette er en oppjustering på ¾ prosentpoeng begge år sammenliknet med vår forrige inflasjonsrapport. Anslagene er basert på årets tarifforhandlinger og det erfaringsgrunnlaget som er nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI. Som følge av stort lønnsoverheng inn i neste år impliserer anslaget for 1999 at tariff tilleggene blir noe lavere enn de ble i år.

Anslagene i denne rapporten er i hovedsak basert på det foreslåtte finanspolitiske opplegget i Revidert nasjonalbudsjett. Mens finanspolitikken for tiden ikke virker innstrammende, venter vi at renteoppgangen fra andre kvartal i år kan få en viss dempende effekt i løpet av neste år. For 1999 har vi lagt til grunn en meget stram utgiftsvekst i staten, mens kommunale utgifter ventes å følge veksten i fastlandsøkonomien.

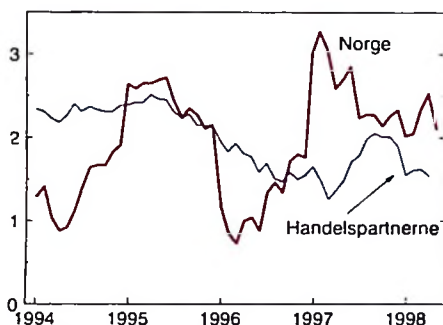
I en egen ramme vurderer vi utviklingen hittil i år opp mot de ulike scenariene vi presenterte i Inflasjonsrapport 97/4. Den gang pekte vi på at en sterkere økonomisk vekst med høyere lønnsvekst enn i referansebanen, kunne lede til et til-litsbrudd til norsk økonomi med påfølgende svekkelse av kronen og renteoppgang i løpet av første halvår 1998. En slik utvikling ville i neste omgang kunne bidra til å gjøre den påfølgende konjunkturedgangen dypere. Den faktiske utviklingen har flere felles trekk med det forløp vi skisserte den gang.

Figur 2.1 Konsumprisene (KPI). Totalt og eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Historiske tall og anslag. Tolvmånedersvekst. Prosent



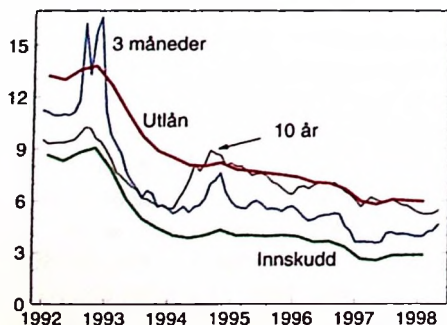
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Konsumprisene i Norge og utlandet. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

Figur 2.3 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, tremåneders eurokronerente og tiårs statsobligasjonsrente



Kilde: Norges Bank

2.1 Prisutviklingen

Prisveksten har vært moderat de siste månedene

Konsumprisveksten målt ved tolv månedersraten tok seg noe opp i mars og april, men avtok igjen i mai til 2,1 prosent. Veksten siden årsskiftet har vært noe lavere enn vi la til grunn i de to foregående inflasjonsrapportene. Dette skyldes i første rekke sesongsalg på klær og skotøy, lavere strømpriser enn forventet og lav prisvekst på bensin.

Den underliggende prisveksten, som korrigerer for virkningene av avgifter og strømpriser, har også utviklet seg litt svakere enn ventet. Tolvmånedersraten var 2,1 prosent i mai. Prisveksten på tjenester er fortsatt sterkere enn på varer.

Ifølge EUs harmoniserte prisindeks, som korrigerer for ulike beregningsmåter i de nasjonale konsumprisindeksene, økte prisene i Norge med 1,8 prosent i mai. I EU-landene var prisveksten 1,6 prosent i april.

2.2 Valutakurs- og renteutvikling og monetære størrelser

Norske renter opp

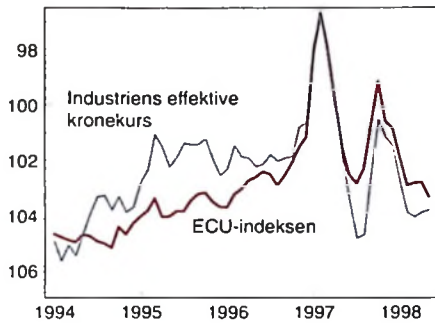
Siden forrige inflasjonsrapport har de norske pengemarkedsrentene økt. Mens den norske renten lå 0,4 prosentpoeng lavere enn ECU-renten i midten av mars, ligger den nå 0,4 prosentpoeng høyere enn ECU-renten. Sist vi hadde positiv rentedifferanse var i desember 1996. Norges Bank hevet de administrerte rentene $\frac{1}{4}$ prosentpoeng 19. mars og med ytterligere $\frac{1}{2}$ prosentpoeng 25. mai, og tremånedersrenten i pengemarkedet er nå 4,8 prosent. Det er 0,8 prosentpoeng høyere enn ved forrige inflasjonsrapport.

I Europa preges renteutviklingen av konvergensprosessen fram mot tredje fase av ØMU. Flere land har redusert signalrentene de siste månedene. Markedet har priset inn fortsatt konvergens i signalrentene i løpet av året.

Kortsiktige norske pengemarkedsrenter er nå 1 prosentpoeng høyere enn for ett år siden. Bankene har varslet justeringer i publikums innskudds- og lånerente i samme størrelsesorden som renteøkningene fra Norges Bank.

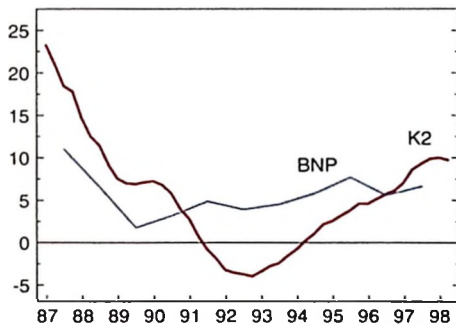
Den nedadgående trenden i både internasjonale og norske langsiktige renter ble brutt i midten av april. Etter en midlertidig oppgang i mai, har de langsiktige rentene senere falt igjen. De langsiktige norske rentene har imidlertid falt mindre enn de europeiske, slik at rentedifferansen har økt. Siden årsskiftet har differansen mellom 10-års norsk rente og tilsvarende ECU-rente steget med om lag 0,4 prosentpoeng til 0,4 prosentpoeng. Dette kan indikere at aktørene i

Figur 2.4 ECU-indeksen og industriens effektive kronekurs. Stigende kurve innebærer appresiering



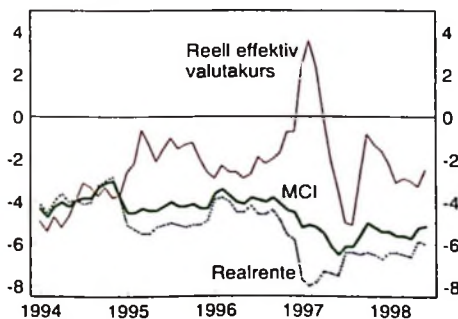
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 Innenlandsk kreditt i alt (K2), og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra samme periode året før



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 Norges Banks monetære indeks (MCI) og underkomponentene. Januar 1992=0



Kilde: Norges Bank

Ved aggregering er realrente gitt vekt $\frac{3}{4}$ og reell effektiv valutakurs vekt $\frac{1}{4}$.

markedet har oppjustert inflasjonsforventningene i norsk økonomi sammenliknet med resten av Europa.

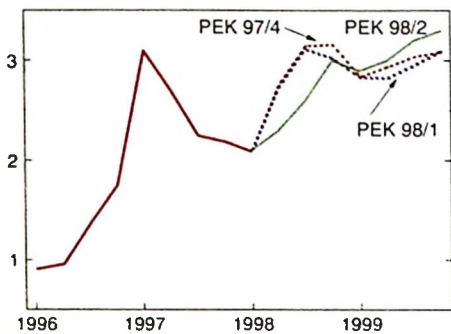
Kronens verdi målt mot ECU-indeksen svekket seg i siste halvdel av mai, og flukturerte de første dagene i juni mellom indeksverdier på 103,2 og 104,3.

Veksten i pengemengde og kredittvolum har vært tiltakende over et lengre tidsrom, og reflekterer både et høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi og at pengepolitikken er ekspansiv. Selv om bankene selv har signalisert at de ønsker å bremse utlånsveksten, tyder kredittstatistikken på at veksten fortsetter. Publikums innenlandske bruttogjeld (K2) gikk opp med snaut 10 prosent siste tolv måneder fram til utgangen av april. Fram til mars var kredittveksten sterkest til foretaksektoren, noe som trolig reflekterer høy vekst i investeringene. Husholdningenes kredittvekst har også tatt seg opp den senere tid og var 8 prosent ved utgangen av mars. Veksten må ses i lys av oppgangen i bruktboligprisene og høye boliginvesteringer.

Også den registrerte pengemengden (M2) viste tiltakende vekst i årets første måneder. Veksttaket på 8-9 prosent er den høyeste siden 1992, men noe av dette forklares av lave tall på samme tid i fjor.

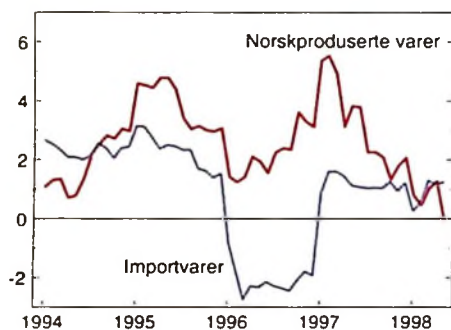
Norges Banks monetære indeks (MCI) sammenfatter virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innenlandsk etterspørsel. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutakursforholdene virker i mer ekspansiv retning på økonomien. Målt ved MCI er pengepolitikken noe mer kontraktiv nå enn for et år siden. Siden forrige inflasjonsrapport har realvalutakursen vært relativt stabil, mens realrenten har økt.

Figur 3.1 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Konsumprisene. Norsk-produserte varer og importerte varer. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3.1 Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	2,3	2	2½
Japan	1,7	¾	½
Tyskland	1,8	1¾	2
Storbritannia	2,8	2¾	2½
Sverige	0,9	1½	2
Finland	1,2	2	2¼
Danmark	2,2	2½	2½
Norges handelspartnere	1,7	1¾	2
EU-12-landene ¹⁾	1,9	2	2¼

¹⁾ Sammenveid med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank og OECD

3.1 Norges Banks inflasjonsanslag

Vi venter at veksten i konsumprisene blir 2½ prosent inneværende år og 3 prosent neste år. Den underliggende prisveksten - som korrigerer for virkningene av avgifter og strømpriser - anslås til 2¼ prosent i år og 3 prosent neste år. Prisveksten var litt lavere enn ventet i årets første fem måneder. Blant annet har impulsene fra importprisene på innenlandske priser vært noe mindre enn vi tidligere har lagt til grunn. Vi har på denne bakgrunn nedjustert anslaget for prisveksten inneværende år sammenliknet med de siste to inflasjonsrapportene. Oppjusteringen av lønnsveksten tilsier imidlertid at prisstigningstakten vil ta seg opp mot slutten av året. Vi venter derfor at prisveksten neste år blir den høyeste siden 1991, og at prisstigningstakten vil fortsette å øke gjennom neste år.

Avgiftenes bidrag trekker prisveksten opp i år

Vi legger i denne rapporten til grunn avgiftsopplegget som ble vedtatt sist høst. Bidraget fra avgiftsendringene på prisveksten anslås å være om lag 0,4 prosentpoeng inneværende år. Som teknisk forutsetning antas de øvrige avgiftene å øke i takt med den generelle konsumprisveksten neste år og dermed ikke gi noe selvstendig bidrag til prisveksten.

Fortsatt lave prisimpulser utenfra

Det internasjonale konjunkturbildet er i hovedtrekk uendret fra forrige inflasjonsrapport. Med unntak av Japan synes de realøkonomiske ringvirkningene av krisen i Asia så langt å være relativt begrensede og motvirkes i noen grad av sterkere innenlandsk etterspørsel i mange land og økt eksport til Europa og USA. Veksten i konsumprisene har avtatt siden årsskiftet, og reflekterer blant annet fallende råvare- og importpriser og lavere renter. Vi venter at prisveksten vil ta seg noe opp gjennom resten av året, og anslår at konsumprisene hos våre handelspartnere i gjennomsnitt vil øke med 1¾ prosent i år og 2 prosent neste år. Dette er noe lavere enn i forrige rapport.

Den importveide kronkursen har vært volatil, men er i gjennomsnitt om lag uendret fra forrige inflasjonsrapport. Som teknisk forutsetning legger vi som vanlig til grunn at den gjennomsnittlige kronkursen siste måned videreføres for resten av perioden. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig svekkelse på 3 prosent fra i fjor. I sum anslår vi veksten i importprisene til ½ prosent i år og 1¼ prosent neste år. Impulsen fra importprisene til den innenlandske prisveksten er dermed litt lavere enn i forrige rapport.

Tiltakende lønnsvekst

Det ser ut til at lønnsveksten i år blir høyere enn våre tidligere anslag. På bakgrunn av tariffoppgjørene anslår vi nå årslønnsveksten til 6 prosent i år. Fordi en stor del av tilleggene kommer i andre halvår, vil overhenget inn i 1999 bli langt større enn vanlig, spesielt i offentlig sektor. Selv med lave tariff tillegg vil årslønnsveksten neste år derfor bli forholdsvis høy. Basert på beregninger i RIMINI-modellen anslår vi lønnsveksten til 6¾ prosent i 1999. Dette innebærer at anslaget for lønnsveksten både inneværende og neste år er oppjustert med ¾ prosentpoeng fra forrige rapport.

Lønnsutviklingen er i stor grad et resultat av forholdene i arbeidsmarkedet. Med fortsatt sterk vekst i etterspørselen etter arbeidskraft og det laveste ledighetsnivå på mer enn ti år, vil lønnsutviklingen være den sentrale faktoren bak prisveksten i tiden fremover.

Store svingninger i strømprisene

Strømprisene, som utgjør 4 prosent av beregningsgrunnlaget i konsumprisindeksen, har de siste årene vist store variasjoner som følge av ustabile nedbørsforhold og økende konkurranse i kraftmarkedet. De første fem månedene i år falt strømprisen med 8,4 prosent fra samme periode i fjor. Prisfallet var sterkere enn vi tidligere har antatt. Vi legger til grunn om lag uendret strømpris fram til høsten og deretter en viss sesongmessig oppgang. Neste år antar vi at strømprisene vil øke noe mindre enn veksten i konsumprisene generelt.

Husleien følger de øvrige prisene

Husleien i konsumprisindeksen påvirkes i betydelig grad av renteutviklingen, men også utviklingen i kommunale avgifter, eiendomsskatt og fellesutgifter til forsikring og vedlikehold er viktige faktorer bak veksten i husleiene. Om lag ¾ av utvalget i husleieundersøkelsen omfatter husleie i borettslag, mens resten er knyttet til leieforhold i det private leiemarkedet. Veksten i husleiene har økt mer enn den underliggende prisveksten siden andre halvår i fjor, og reflekterer blant annet økende press i boligmarkedet. I prognoseperioden legger vi, som i forrige rapport, til grunn at husleien vil øke i takt med den generelle prisveksten.

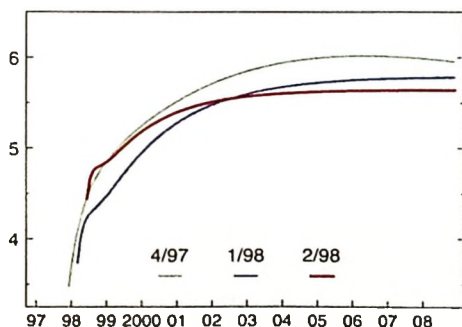
3.2 Inflasjonsforventninger

Høy lønnsvekst og passiv finanspolitikk trekker inflasjonsforventningene opp

Tallet på bedrifter som venter høyere priser har økt siden forrige inflasjonsrapport. Ifølge det siste konjunkturbarometeret fra Statistisk sentralbyrå oppgav 58 prosent av bedriftene at de venter prisøkning i andre kvartal i år for produkter levert til hjemmemarkedet.

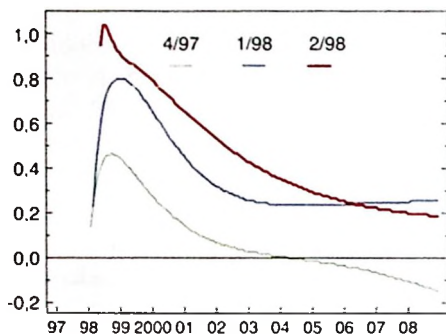
Også i rentemarkedet er det tegn til høyere inflasjonsfor-

Figur 3.3 Terminrenter i Norge.
Forventede kortsiktige renter.
Prosent



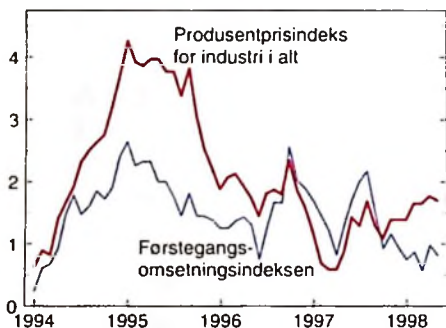
Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Differanse mellom forventede norske og tyske kortsiktige renter. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Engros- og produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3.2 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1998 og 1999¹⁾. Prosentvis endring fra året før

	1998	1999
Finansdepartementet	2,6	-
Statistisk sentralbyrå	2,5	2,8
OECD ²⁾	2,5	2,9
IMF	2,5	-
Norges Bank	2½	3
Private institusjoner ¹⁾		
høyeste anslag	3,1	3,7
gjennomsnitt	2,8	3,2
laveste anslag	2,6	2,7

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 14 private institusjoner.

ventninger. Nedgangen i de langsiktige rentene har vært mindre enn i de øvrige europeiske landene. Blant EU-landene er det nå bare Storbritannia og Hellas som har høyere langsiktig rente enn Norge. Oppgangen i rentedifferansen kan blant annet skyldes at lønnsoppgjøret gav større tillegg enn mange aktører hadde forventet, og at fremleggelsen av Revidert nasjonalbudsjett ikke inneholdt vesentlige innstrammingsforslag.

Terminrentene kan - under visse forutsetninger - ses som summen av forventet realrente og forventet fremtidig inflasjon. På kort sikt vil terminrentekurven i hovedsak domineres av forventninger i markedet om Norges Banks administrerte renter. Figur 3.3 viser at markedet forventer noe høyere signalrenter i løpet av det kommende året. De mellom- og langsiktige terminrentene påvirkes av inflasjonsforventningene. Siden forrige inflasjonsrapport har disse rentene økt noe.

Terminrentene på lang sikt kan gi en indikasjon på hvordan markedsaktørenes tillit til norsk økonomi og den økonomiske politikken utvikler seg. Siden langsiktige obligasjonsrenter er sterkt påvirket av tilsvarende internasjonale renter, kan det være mest relevant å se på terminrentedifferansen mot for eksempel Tyskland. Figur 3.4 viser kun små endringer i differansen mellom norske og tyske terminrenter på lang sikt.

Informasjon om den fremtidige konsumprisveksten finner vi også i prisutviklingen på produsent- og engrosleddet. Industriens produsentpriser har vist en moderat utvikling det siste året med en prisvekst på 1,7 prosent, jf. figur 3.5. De siste månedene har veksten i engrosprisene vært lav. I mai økte disse prisene med knapt 1 prosent sammenliknet med samme måned i fjor.

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 14 private institusjoner. I gjennomsnitt forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,8 prosent i 1998 og 3,2 prosent i 1999, jf. tabell 3.2.

Samlet sett antyder indikatorene ovenfor at aktørene i markedet venter tiltakende prisvekst neste år.

3.3 Usikkerhet i inflasjonsbildet

Lønnsveksten trekker opp, utlandet holder igjen

I den forrige inflasjonsrapporten understreket vi at den uventet lave prisveksten de første to månedene i år bidrog til å øke usikkerheten i prisanslaget for 1998. Også i de siste tre månedene var konsumprisveksten forholdsvis moderat, blant annet som følge av fall i strøm- og bensinprisene.

Anslagene i inflasjonsrapporten er gitt på grunnlag av vår makroøkonomiske modell RIMINI. Vårt bilde for utviklingen i norsk økonomi, med høy og økende kapasitetsutnyttelse og økt lønnsvekst, trekker i retning av at prisveksten vil ta seg opp resten av dette året og neste år.

Presset i norsk økonomi kan imidlertid bidra til sterkere prisvekst enn vi har anslått:

- Tariffoppgjøret indikerer at lønnsveksten i år blir høyere enn vi anslo sist. Erfaringsmessig bidrar 1 prosentpoeng høyere lønnsvekst med 0,1 - 0,2 prosentpoeng høyere inflasjon etter ett år. En kan imidlertid ikke se bort fra at de forholdsvis store tilleggene fører til at flere bedrifter velger å øke prisene umiddelbart. Høy etterspørsel i skjermet sektor vil trolig gjøre det lettere å foreta en slik overveltning. Et raskere gjennomslag kan trekke prisveksten opp.
- En del av lønnstilleggene i år gis forholdsvis sent i året. Dermed blir lønnsoverhenget inn i 1999 stort. Selv med lave tariff tillegg neste år vil derfor årslønnsveksten bli høy. Vårt lønnsanslag for neste år innebærer noe lavere sentrale tillegg enn i år. Dette kan bli svært krevende, siden presset i arbeidsmarkedet antas å øke ytterligere neste år.
- Den sterke veksten i bruktboligprisene kan føre til at husleiene stiger mer enn vi har lagt til grunn. Det er usikkert hvordan renteoppgangen tidligere i år vil påvirke husleiene. Høyere renter kan føre til økt husleie, men vil samtidig ha en viss dempende virkning på veksten i boligprisene.
- Eventuelle vedtak om å stramme inn i finanspolitikken gjennom økte avgifter vil trolig slå relativt raskt ut i prisveksten.

Det er også forhold som kan bidra til at prisveksten kan bli noe lavere enn vi har anslått:

- Impulsene fra importprisene og økende utenlandsk konkurranse i norske markeder har de siste årene bidratt til å trekke den innenlandske prisveksten ned. Med noe lavere prisvekst enn tidligere antatt hos våre handelspartnere, vurderer vi impulsen fra importprisene til å være litt svakere enn i forrige rapport. Selv om vi allerede har tatt høyde for et fall i importprisene regnet i utenlandsk valuta i år, kan vi ikke se bort fra at utviklingen i råvareprisene kan trekke importprisene ytterligere ned.
- Vi har foreløpig liten erfaring for hvordan strømprisen vil variere med normale nedbørsforhold og tiltakende konkurranse i kraftmarkedet. Hittil i år har prisfallet vært større enn ventet.
- Den høye investeringsveksten inneværende år kan bidra til at produktivitsveksten tar seg opp, slik at bedriftene i større grad kan absorbere høy lønnsvekst uten å velte dette over i prisene. I så fall kan bidraget fra lønns- og produktivitsveksten bli mindre enn lagt til grunn i våre anslag.

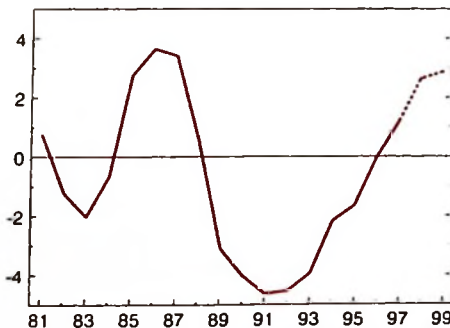
4 KONJUNKTURUTVIKLINGEN

Tabell 4.1 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4,5	4	3
Privat konsum	3,4	4½	4¼
Offentlig konsum	3,0	2	2
Realinvesteringer			
Fastlands-Norge	9,7	5	-¼
Realinvesteringer i oljeutvinning og rørtransport	15,5	17	-10
Ekspert	5,8	4¼	8¼
Herav:			
Olje, gass og rørtransport	2,3	1½	14¼
Tradisjonelle varer	8,0	7½	4¼
Import	12,3	7½	2
Tradisjonelle varer	8,6	9	3
BNP	3,4	3½	4¼
BNP, Fastlands-Norge	3,7	4	2¼

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.1 Produksjonsgap. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Prosentpoeng



Et positivt produksjonsgap innebærer at produksjonskapasiteten utnyttes mer enn det «trendmessige» nivået på BNP skulle tilsi.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 Hovedtrekk i den økonomiske utviklingen

Stadig større press i økonomien - importen øker

I denne rapporten presenterer vi anslag for den økonomiske utviklingen fram til utgangen av 1999. Det ser nå ut til at vi får et mer markert konjunkturforløp enn vi tidligere har anslått. I de første månedene i år har aktivitetsveksten fortsatt, mens vi har sett tegn til at en større andel av etterspørselen retter seg mot utlandet. Dette bekreftes av kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR) fra Statistisk sentralbyrå. Fra første kvartal i fjor til første kvartal i år økte BNP for Fastlands-Norge sesongjustert med 3,8 prosent, og den tradisjonelle vareimporten økte med 13,2 prosent. Samtidig svekkes bedriftenes kostnadsmessige konkurransevne ved at lønnsveksten tiltar.

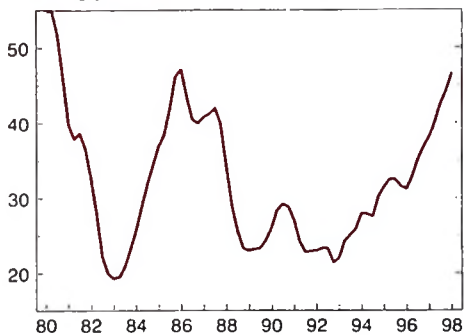
Anslagene i denne rapporten er preget av de tilbudssidebeskrankningene som ligger bak denne utviklingen. Etter hvert som vi nærmer oss en situasjon hvor det ikke lenger er ressurser til å opprettholde en vekst i økonomien utover det langsiktige potensialet, har vi blant annet i finansmarkedene sett tegn til større usikkerhet om utviklingen enn for et halvt år siden. Lavere overskudd på driftsbalansen og en passiv finanspolitikk har trolig bidratt til å svekke tilliten til norsk økonomi. Utviklingen i valutamarkedet har samtidig ført til to renteøkninger siden forrige inflasjonsrapport. Dette bidrar til at usikkerheten i konsum- og investeringsanslaget har økt, særlig for neste år.

Samlet anslår vi veksten i BNP for Fastlands-Norge til 4 prosent i år og 2¼ prosent neste år. Importen av tradisjonelle varer er oppjustert fra forrige inflasjonsrapport. Dette beror i første rekke på sterkere vekst i privat konsum og i investeringene. Samtidig er oljeproduksjonen langt lavere enn vi tidligere har lagt til grunn. Overskuddet på driftsbalansen overfor utlandet anslås til 21 milliarder kroner i år.

Husholdningenes disponible realinntekt og konsum øker kraftig i år. Realinntektveksten ser ut til å bli høyere enn noen gang på 1980-tallet. For tiden ser det ut til at husholdningene bruker en vesentlig del av inntektene på boliginvesteringer, slik at spareraten holdes oppe. Den høye inntektveksten gir likevel rom for høy vekst i privat konsum i år. Neste år venter vi fortsatt forholdsvis høy konsumvekst og et fall i spareraten.

Arbeidsledigheten (AKU) anslås å falle til 3¼ prosent i år, og våre beregninger tyder på at den kan komme ned i 2½ prosent neste år. I så fall vil arbeidsledigheten ved utgangen av prognoseperioden nærme seg nivået fra forrige konjunkturtopp. Ifølge Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer oppgir stadig flere bedrifter i industrien at tilgangen på ledige ressurser virker begrensende på produksjonen, jf. figur 4.2.

Figur 4.2 Indikator for ressursknapphet i industrien ifølge konjunkturbarometeret. Prosent av bedrifter som opplever produksjonskranker



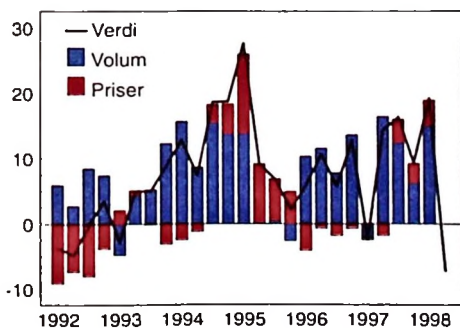
Indikatoren summerer den prosentvise andelen av bedrifter som oppgir å stå overfor begrensninger på grunn av enten full kapasitetsutnyttning, mangel på arbeidskraft eller mangel på innsatsvarer. Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4.2 Anslag for BNP i utlandet. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	3,8	3 ¼	2
Japan	0,9	0	1 ¼
Tyskland	2,2	2 ½	2 ¾
Storbritannia	3,3	2	1 ¾
Sverige	1,9	2 ¾	2 ¾
Finland	5,9	4	3
Danmark	3,0	3	2 ¾
Norges handelspartnere ¹⁾	2,8	2 ¾	2 ½

¹⁾ Vektet med eksportvekter
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i andre kvartal i forhold til samme periode i fjor
Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.2 Internasjonale rammebetingelser og utenriksøkonomien

Vekstutsiktene for våre handelspartnere har ikke endret seg vesentlig siden forrige inflasjonsrapport. Ringvirkningene av krisen i Asia bidrar fortsatt til usikkerhet om den økonomiske utviklingen internasjonalt, men det kan se ut som om ringvirkningene hos våre tradisjonelle handelspartnere i Europa og på det amerikanske kontinentet blir noe mindre enn tidligere forventet. I USA venter vi at veksten i år blir noe sterkere enn vi la til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. I Storbritannia, som har lagt bak seg mange år med sterk vekst, venter vi en viss avmatning både i år og neste år. I de kontinental-europeiske landene og i Sverige forventes veksten å ta seg noe opp etter en nokså lang periode med lav kapasitetsutnyttelse og høy arbeidsledighet. Vi legger til grunn at innenlandsk etterspørsel, anført av høyere investeringsvekst, vil overta som den viktigste drivkraften og dermed motvirke de negative konsekvensene på eksporten fra krisen i Asia. Utsiktene i Japan ser derimot ut til å være betydelig forverret, dels som følge av situasjonen i regionen, men også som følge av lav tillit og store omstillingsbehov.

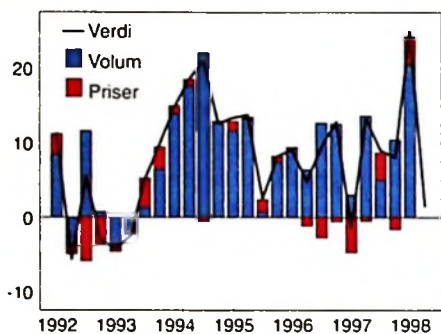
Høy import og lavere oljeproduksjon reduserer overskuddet på driftsbalansen i år

I fjor var det våre tradisjonelle europeiske handelspartnere og USA som bidro til den sterke veksten i norsk eksport. Norske eksportprodukter, som for en stor del er råvarer og investeringsvarer, forventes å dra fordel av økende investeringsvekst i Kontinental-Europa innværende år. Ordretilgangen til typiske eksportindustrier har vært høy de siste to kvartalene, og støtter opp om en slik antakelse. Selv om utviklingen i eksporten i stor grad bestemmes av produksjonskapasiteten i industrien, vil høyere lønnsvekst etter hvert kunne slå ut i tap av markedsandeler.

Etter en oppgang fram til august i fjor, falt råvareprisene kraftig etter hvert som krisen i Asia spredde seg. Vi legger til grunn at råvareprisene vil stabilisere seg på dagens nivå og øke svakt til neste år. For den bearbejdede delen av norsk eksport forventer vi en moderat prisoppgang både i år og neste år.

De første fire månedene i år økte verdien av den tradisjonelle vareimporten med 18,1 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. I henhold til prisindeksen for første kvartal reflekterer verditallene en prisoppgang på 3-4 prosent fra samme periode i fjor. Prisoppgangen gjenspeiler blant annet at den importveide valutakursen depresierte kraftig i den samme perioden. Volumveksten var dermed meget høy, og forholdsvis jevnt fordelt mellom typiske investeringsvarer som maskiner, konsumvarer og innsatsvarer. Som følge av at vi har oppjustert veksten i innenlandsk

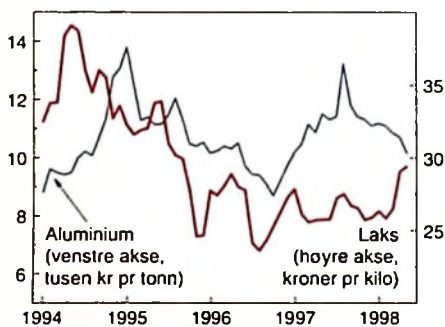
Figur 4.4 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i andre kvartal i forhold til samme periode i fjor

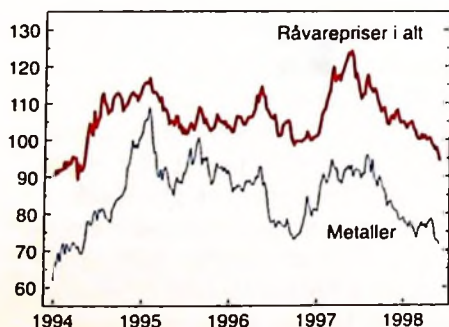
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.5 Prisutviklingen på aluminium og laks. Kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Financial Times

Figur 4.6 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller



Kilde: The Economist

etterspørsel og oljeinvesteringene inneværende år, venter vi også at importen vil øke mer enn vi anslo i forrige rapport. Neste år vil fall i investeringene, både på fastlandet og i oljesektoren, bidra til at veksten i importen blir betydelig lavere.

Anslaget for olje- og gassproduksjonen inneværende år er kraftig nedjustert sammenliknet med de to foregående inflasjonsrapportene. Dette beror på at planlagt produksjonstart på flere felter er forsinket, og på norske myndigheters tilslutning til OPECs tiltak for å stabilisere oljeprisen. Vi legger til grunn en oljepris på 105 1998-kroner pr. fat både i år og neste år. Dette er det samme som i forrige rapport, og tilsvarer om lag gjennomsnittlig oljepris så langt i år. Sammen med lavere overskudd på den tradisjonelle handelsbalansen innebærer dette at anslaget for overskuddet på driftsbalansen i år er redusert til 21 milliarder kroner.

Neste år venter vi en gjeninnhenting i olje- og gassproduksjonen. Produksjonsnivået i 1999 blir dermed bare marginalt lavere enn vi har lagt til grunn i de to foregående rapportene, og bidrar til at overskuddet på driftsbalansen anslås å øke til 54 milliarder kroner. I en egen ramme viser vi hvordan endrede forutsetninger og anslag for utviklingen i de ulike komponentene har påvirket anslaget for overskuddet på driftsbalansen siden Inflasjonsrapport 97/4. Vi drøfter også mulige konsekvenser for kapitalbevegelsene av lavere overskudd på driftsbalansen.

4.3 Arbeidsmarkedet

Fremdeles sterk sysselsettingsvekst, og fortsatt nedgang i arbeidsledigheten

Det ser ut til at den sterke veksten i sysselsettingen vi har sett de seneste årene, fortsetter i år og kan bli enda sterkere enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport. Også arbeidstilbudet har så langt økt mer enn forventet. Anslaget på ledigheten er derfor uendret fra forrige inflasjonsrapport.

Kvartalsvis nasjonalregnskap viser at sysselsettingen økte med 3 prosent fra første kvartal i fjor til første kvartal i år. Sysselsettingen steg innenfor de fleste næringer og var sterkst i bygge- og anleggsvirksomhet, forretningsmessig tjenesteyting og varehandel. Vi venter at etterspørselen etter arbeidskraft holder seg høy, og anslår sysselsettingsveksten til 2¾ prosent i år og 1¾ prosent neste år.

Hittil i konjunkturoppgangen er den økte etterspørselen etter arbeidskraft for en stor del blitt møtt med økt arbeidstilbud, noe som har trukket yrkesdeltakelsen opp til rekordhøye 72,5 prosent. Potensialet for fortsatt vekst i arbeidstilbudet er derfor trolig redusert. Mulighetene for fortsatt økning i arbeidstilbudet kan i tillegg bli begrenset av innfasingen av nye velferdsordninger, som kontantstøtten og utvidelse av tidligpensjonsordningene.

Ledigheten har fortsatt å falle. Ved utgangen av mai var

Lavere overskudd på driftsbalansen og mulige konsekvenser for kapitalbevegelsene

Driftsoverskuddet ovenfor utlandet anslås i denne rapporten til 21 milliarder kroner i 1998. Sammenliknet med Inflasjonsrapport 1997/4 innebærer dette en nedjustering med nesten 70 milliarder kroner. I denne rammen ser vi nærmere på hvilke komponenter som ligger bak nedjusteringen og hvilke konklusjoner vi kan trekke for kapitalstrømmene.

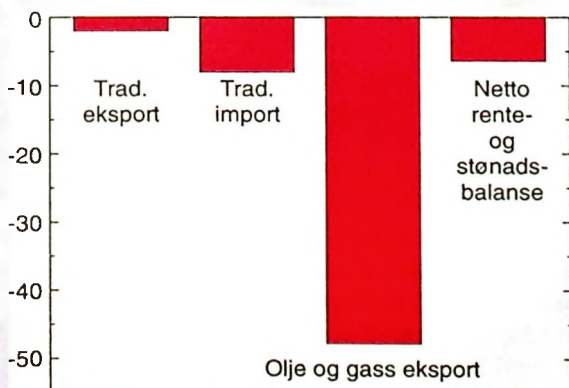
Om lag $\frac{2}{3}$ av nedjusteringen skyldes forhold knyttet til oljeeksporten. Oljeprisen anslås nå til 105 kroner pr. fat i år, som er 20 kroner lavere enn anslaget for seks måneder tilbake. Den isolerte effekten av lavere oljepris for overskuddet på driftsbalansen kan anslås til i overkant av 31 milliarder kroner. I tillegg er den ventede økningen i oljeproduksjonen skjøvet ut i tid. Den isolerte effekten av dette forklarer i overkant av 16 milliarder kroner lavere oljeeksport.

Også endrede anslag for den tradisjonelle varebalansen har bidratt til å trekke ned anslaget for driftsoverskuddet. Vi anslår nå importen til å øke betydelig mer, blant annet som følge av sterkere investerings- og konsumvekst i fastlandsøkonomien og høyere nivå på oljeinvesteringene. I tillegg ser det ut til at underskuddet på rente- og stønadsbalansen blir større enn vi tidligere har ventet.

Kapitalstrømmene kan være en indikator på underliggende forhold i valutamarkedet. Definisjonsmessig må driftsoverskuddet på 21 milliarder kroner være lik samlet netto kapitalutgang for landet som helhet.

I henhold til retningslinjene for Statens petroleumsfond skal overskuddet på statsbudsjettet

Bidrag til svekkelse av anslag for overskudd for driftsbalansen. Endringer i milliarder kroner.



Kilde: Norges Bank

plasseres i utenlandsk valuta. I Revidert nasjonalbudsjett for 1998 er dette overskuddet anslått til om lag 47 milliarder kroner i 1998. Anslaget er basert på en oljepris på 110 kroner pr. fat. I tillegg anslås avkastningen på fondet til i overkant av 5 milliarder kroner. Samlet gir dette isolert sett en netto kapitalutgang på 52 milliarder kroner ved Petroleumsfondet.

Fordi offentlig kapitalutgang i forbindelse med Petroleumsfondet er større enn kapitalutgangen som følger av driftsoverskuddet - om lag 31 milliarder kroner i år etter anslagene i denne rapporten - vil sektorer utenom Petroleumsfondet måtte stå for denne kapitalinngangen. Differansen er imidlertid noe lavere dersom det korrigeres for at vi anslår lavere oljepris enn i RNB. Enkelte har pekt på at denne differansen kan bidra til en svekkelse av kronekursen i den grad privat sektor i utgangspunktet ikke vil stå for en slik kapitalinngang.

Det er imidlertid grunn til å tro at enkelte sektorer automatisk vil stå for en del av kapitalinngangen i år:

For det første er anslaget for oljeinvesteringene kraftig oppjustert inneværende år, samtidig som det ventes omtrent uendret oljeproduksjon i forhold til i fjor. Som følge av dette vil oljesektoren trolig få en betydelig nettogjeldsøkning i år, slik vi har sett under tidligere investeringstopper. Dette vil sektoren i noen grad finansiere i utlandet, noe som kan gi kapitalinngang til Norge.

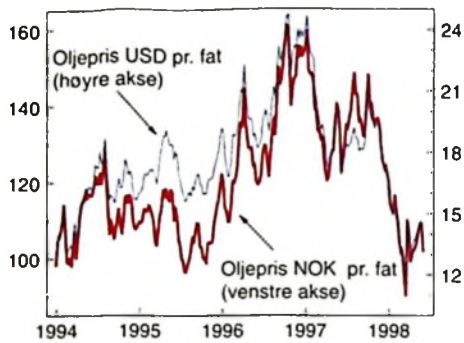
For det andre vil nettoimport av skip trolig stå for en del av kapitalinngangen. Vi venter nettoimport på om lag 7 milliarder kroner i nye og brukte skip i år, og mye av dette finansieres antakelig direkte fra utlandet.

Utenom denne kapitalinngangen er det grunn til å vente en netto kapitalinngang til bankene.

Bankene har i flere år finansiert deler av sin utlånsøkning i utlandet. Gitt kraftig utlånsøkning også i år, kan det være naturlig at denne tendensen videreføres. Til og med utgangen av mai har bankene hatt en netto kapitalinngang på rundt 25 milliarder kroner, viser foreløpige tall basert på valutatransaksjonsstatistikk fra Norges Bank.

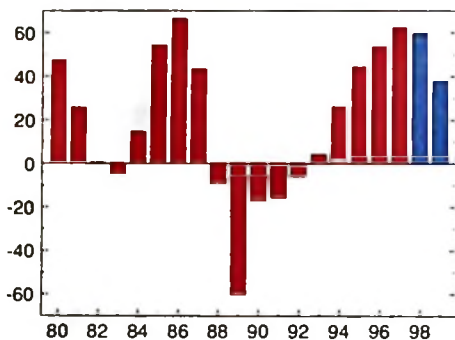
Vår vurdering er at de forhold som her er omtalt i sum, langt på vei vil bidra til å utlikne det behovet for å generere kapitalinngang til privat sektor som ellers ville gjort seg gjeldende i valutamarkedet.

Figur 4.7 Oljepris pr. fat i NOK og USD



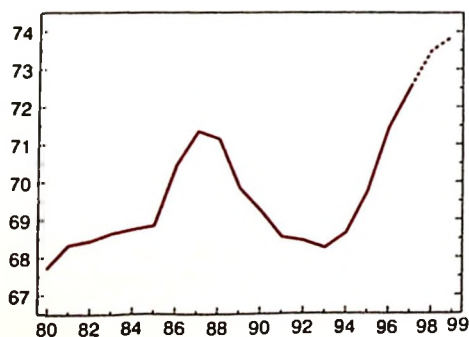
Kilde: Norges Bank

Figur 4.8 Sysselsatte personer. Endring fra året før. 1000 personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.9 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder



Kilde: Statistisk sentralbyrå

det i overkant av 51 000 registrerte ledige. Fortsetter nedgangen slik vi har sett det siste året, vil antall ledige i løpet av neste år komme ned på nivåene under høykonjunkturen i siste halvdel av 1980-tallet. En naturlig konsekvens av fall i ledigheten er at arbeidsmarkedstiltakene reduseres gjennom 1998 og 1999 som foreslått i Revidert nasjonalbudsjett. Samlet anslår vi AKU-ledighetsraten til å komme ned i 3¼ prosent i 1998 og 2½ prosent i 1999. Dette tilsvarer drøyt 40 000 registrerte ledige i gjennomsnitt neste år.

Ved utgangen av mai var det 45 prosent flere ledige stillinger enn for ett år siden, og det er nå 21 000 ubesatte stillinger. Industriforetakene melder fortsatt at stor mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen den nærmeste tiden, jf. figur 4.11.

Et interessant trekk ved det norske arbeidsmarkedet er at antall langtidsledige har falt i takt med den totale ledigheten. Denne utviklingen står i kontrast til de erfaringene man har gjort i mange andre europeiske land, der andelen langtidsledige har økt når arbeidsledigheten ellers faller.

4.4 Lønnsutviklingen

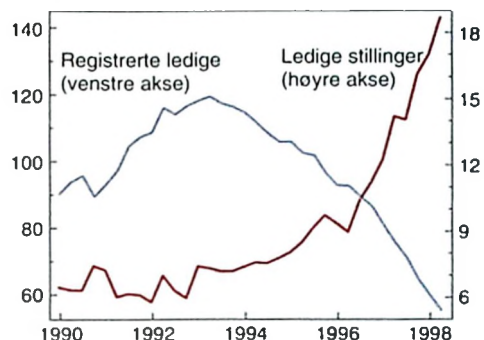
Lønnsveksten tar seg opp

Lønnsveksten er i ferd med å tilta. Spesielt i sektorer som er konjunkturfølsomme har tariffordningene resultert i høye tillegg: I bygge- og anleggsbransjen legger overhenget fra i fjor og de sentrale tilleggene grunnlag for en årslønnsvekst på 6½-7 prosent. I industrien gav oppgjøret et tillegg på minimum 3 kroner timen. Med omtrent samme bidrag fra lønnsglidningen som i fjor, kan årslønnsveksten i industrien bli om lag 5 prosent. Gode driftsresultater i mange bedrifter og fallende ledighet kan imidlertid føre til at lønnsglidningen tar seg opp i år. Vi har tidligere på 1990-tallet sett en tendens til negativ samvariasjon mellom ledighet og glidning. For tjenesteyting og varehandel samt offentlig sektor indikerer oppgjøret at årslønnsveksten kan bli rundt 6 prosent.

Basert på resultatene fra tariffoppgjørene vurderer vi det nå som sannsynlig at samlet årslønnsvekst kan bli rundt 6 prosent inneværende år. For industrien samsvarer resultatene med det som følger fra vår bruk av RIMINI-modellen, mens modellen synes å ha underpredikert lønnsveksten i privat tjenesteyting.

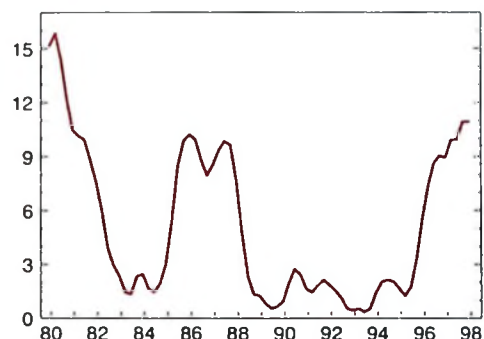
Anslaget for lønnsveksten i 1999 er basert på de historiske erfaringene for lønnsdannelsen, slik disse er nedfelt i RIMINI-modellen. Basert på vår bruk av modellen anslår vi lønnsveksten til 6¾ prosent. Det kan imidlertid se ut til at modellen har hatt en viss tendens til å undervurdere lønnsveksten i hovedoppgjør og overvurdere i mellomoppgjør. På den annen side vil høyt lønnsoverheng - spesielt i offentlig sektor, men også i privat sektor - bidra til å trekke lønnsveksten opp neste år. Overhenget blir betydelig høyere enn

Figur 4.10 Registrert ledige personer og beholdning av ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



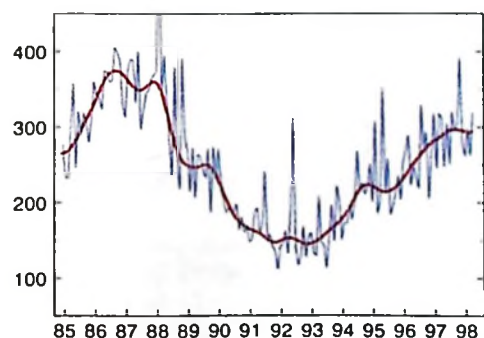
Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 4.11 Indikator for knapphet på arbeidskraft. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.12 Igangsetting av næringsbygg 1000 kv. meter. Sesongjustert og trend



Kilde: Statistisk sentralbyrå

vi anslo sist. Samtidig vil et strammere arbeidsmarked trolig fortsette å presse lønnsveksten opp. Det er samtidig viktig å merke seg at dette lønnsanslaget impliserer lavere nominelle tillegg enn det som ble gitt i år.

Siden 1994 har lønnsveksten i industrien vært høyere enn hos våre handelspartnere. Våre anslag indikerer at denne utviklingen vil forsterkes de neste to årene. Som følge av valutakursutviklingen hittil år blir imidlertid ikke forskjellen i felles valuta så stor, men den vil øke betydelig neste år. I en egen ramme har vi omtalt hva det sterkere konjunkturløpet kan bety for den relative lønnsutviklingen.

4.5 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Fastlandsinvesteringene vil vise sterkere vekst i år, men avta i 1999

I industrien peker investeringstillingen for andre kvartal i retning av et betydelig oppsving i investeringsveksten innværende år. Dette bekreftes ved høy import av maskiner hittil i år. Økt kapasitetsutnyttning samt god inntjening i bedriftene er også med på å underbygge et slikt bilde. For neste år indikerer derimot investeringstillingen et kraftig fall i investeringene i industrien.

Blant tjenesteytende næringer vil ferdigstillingen av ny hovedflyplass på Gardermoen og nytt Rikshospital bidra til å redusere investeringsveksten både i år og neste år. I 1999 forventes samtidig et nokså kraftig fall i oljeinvesteringene, noe som isolert sett også demper investeringsbehovet blant fastlandsbedriftene. Etter en anslått vekst i fastlandsbedriftenes investeringer på om lag 6 prosent i år, ventes derfor en markert avmatning neste år, og vi venter et fall på nærmere 4 prosent.

Basert på opplysninger i Revidert nasjonalbudsjett samt vurderinger av investeringstillingen for andre kvartal anslår vi veksten i oljeinvesteringene til 17 prosent i år, mens vi forventer et fall neste år på 10 prosent. Dette er om lag samme impuls fra oljeinvesteringene på fastlandsøkonomien som vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.

Fortsatt vekst i sysselsettingen og høy reallønnsvekst vil bidra til sterk vekst i husholdningenes disponible realinntekt og konsum de nærmeste årene

Statistisk sentralbyrå har siden forrige inflasjonsrapport revidert beregningsmetoden for detaljomsetningsindeksen. Igjen har det vist seg at indeksen undervurderte veksten i detaljomsetningen under en konjunkturoppgang. I lys av dette er veksten i privat konsum i 1997 oppjustert med 0,4 prosentpoeng i forhold til tidligere publiserte tall, og anslås nå til 3,4 prosent. Omleggingen har også ført til at tall for detaljomsetningen de første månedene i år viser en langt kraftigere oppgang enn hittil antatt. De første fire månedene

Et markert konjunkturforløp

For et halvt år siden presenterte vi en mellomlangsigte fremskrivning for norsk økonomi som viste et relativt markert konjunkturforløp. Anslagene pekte i retning av høy aktivitetsvekst både i år og neste år med høy etterspørsel etter arbeidskraft og et betydelig fall i ledigheten. Lønnsveksten ble den gang anslått til 5 prosent i år og 6 prosent neste år. Den påfølgende svekkelse av konkurranseevnen bidro i fremskrivningene til lavere lønnsomhet og fall i sysselsettingen innenfor den konkurranseutsatte delen av norsk næringsliv. Vekstimpulsene ble samtidig dreid fra investeringer og eksport over mot privat forbruk. Avtakende bedriftsinvesteringer og fall i oljeinvesteringene fra 1999 bidro i fremskrivningene til en avdemping av etterspørselsimpulsene rettet mot norsk økonomi. Etter hvert ville sysselsettingsveksten stoppe opp, og vi så for oss en økning i ledigheten etter århundreskiftet.

Vi gav uttrykk for at dette bildet av et markert konjunkturforløp så ut til å være relativt robust overfor moderate endringer i forutsetningene. Usikkerheten var først og fremst knyttet til styrken i forløpet. Med dette som bakgrunn pekte vi derfor på forhold som kunne bidra til en enda kraftigere konjunkturutvikling de neste årene, med en påfølgende sterkere konjunkturedgang. Ved siden av

virkinger av en mer ekspansiv finanspolitikk trakk vi fram tre forhold som vi så som relevante i denne sammenheng, og som kunne føre til et enda mer markert konjunkturforløp:

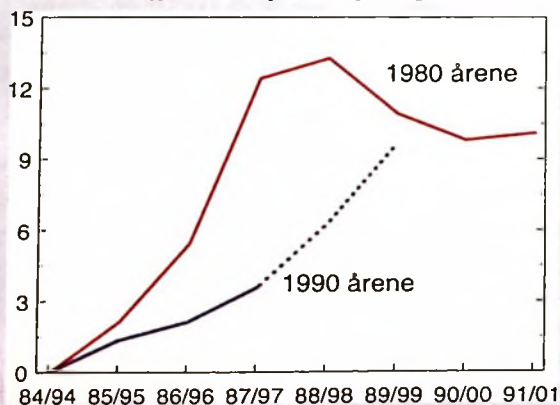
- Oljeinvesteringene kunne bli høyere enn anslått.
- Arbeidsmarkedet kunne være strammere enn vi trodde, med den konsekvens at lønnsveksten ble høyere enn anslått.
- Vi kunne få et omslag i tilliten til norsk økonomi, med depresieringsforventninger og renteoppgang.

Vi pekte også på muligheten for at flere forhold kunne virke sammen, for eksempel anså vi sannsynligheten for et tillitsbrudd til norsk økonomi, med påfølgende depresieringsforventninger og renteoppgang, som større dersom lønnsveksten viste seg å bli sterkere enn anslått i referansebanen.

Selv om utslagene, naturlig nok, avviker noe fra det vi illustrasjonsmessig antok den gang, er det flere likhetstrekk mellom banen for det mest markerte konjunkturforløpet og den utviklingen vi har sett så langt i år:

- Regjeringens anslag for oljeinvesteringene i år er blitt oppjustert med 6-7 milliarder kroner.

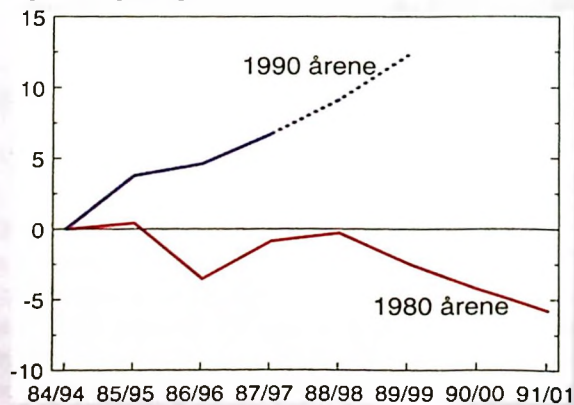
Figur 1 Vekst i timelønnskostnader i industrien i forhold til våre handelspartnere. Kumulert differanse i prosentpoeng¹⁾



¹⁾ Anslag for 1998 og 1999

Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Vekst i relative lønnskostnader i industrien i felles valuta. Kumulert differanse i prosentpoeng¹⁾



¹⁾ Anslag for 1998 og 1999

Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

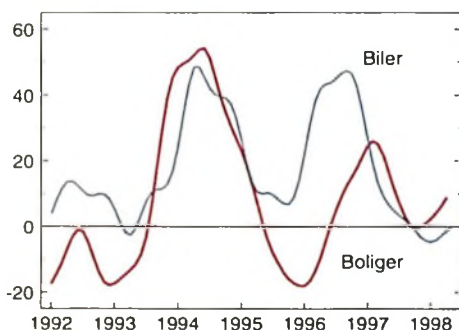
- Lønnsveksten ser i år ut til å kunne bli rundt 6 prosent, mot et anslag på 5 prosent den gang.
- Kronekursen har depreciert med rundt 3 prosent, og pengemarkedsrentene er drøye $\frac{3}{4}$ prosentpoeng høyere.

Også neste år kan det se ut som om oljeinvesteringene vil kunne bli høyere enn det som lå til grunn for referansebanen i inflasjonsrapport 1997/4. Samtidig er vårt anslag for lønnsveksten neste år oppjustert til $6\frac{3}{4}$ prosent. Mens lønnsveksten inntil i år har vært relativt moderat og mer på linje med veksten hos våre handelspartnere enn under forrige konjunktur-

oppgang, jf. figur 1, er det for tidlig å fastlå å lønnskostnadsutviklingen under denne konjunktursykelen samlet sett blir vesentlig forskjellig fra utviklingen på 1980-tallet, blant annet på bakgrunn av at presset i arbeidsmarkedet ser ut til å øke ytterligere i tiden fremover.

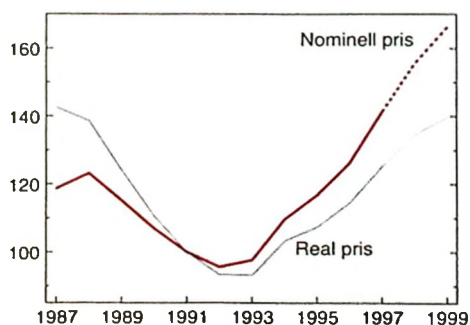
Dersom vi også tar hensyn til utviklingen i kronekursen, og vårt anslag for lønnsveksten for 1999 slår til, vil norske bedrifter siden 1994 ha fått en økning i sine lønnskostnader i felles valuta i forhold til våre handelspartnere på om lag 12 prosentpoeng, jf. figur 2. Dette kan ses i sammenheng med en liten *nedgang* i de relative lønnskostnadene i 1980-årene.

Figur 4.13 Førstegangsregistrerte personbiler og igangsatt boligareal. Glattet. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.14 Priser på brukte boliger. Indeks 1991=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og ECON

i år steg volumet i detaljomsetningen med 5,5 prosent sammenliknet med samme periode i fjor. Moderat vekst i tjenestekonsumet i første kvartal gav en samlet vekst i privat konsum på 3,8 prosent fra samme kvartal året før ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap. Dette tallet er imidlertid ikke korrigert for at påsken falt i ulike kvartaler i fjor og i år.

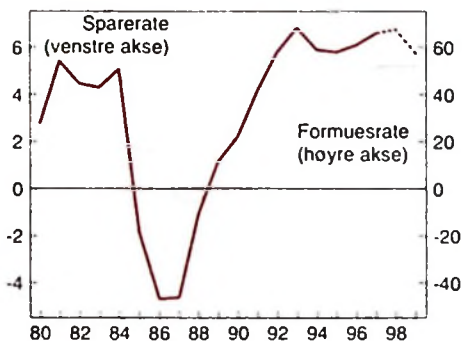
Husholdningenes finansielle posisjon er bedre enn noen gang. Inntektsveksten har vært høy de siste årene og anslås å øke. Spareraten er også høy. Den høye sparingen har sammenheng med at husholdningene retter etterpørselen mot boliger og boliginvesteringer, noe som blant annet understøttes av kredittallene. Et høyt nivå på boligbyggingen og høy aktivitet i bruktboligmarkedet vil trolig også trekke med seg økt tjenestekonsum. Vi legger derfor til grunn at veksten i tjenestekonsumet vil ta seg opp den nærmeste tiden.

I forrige inflasjonsrapport anslo vi konsumveksten til 4 prosent i år. I denne rapporten er anslaget for lønns- og sysselsettingsveksten oppjustert. Dette medfører at veksten i husholdningens disponible realinntekt kommer til å øke mer enn vi anslo i forrige inflasjonsrapport, og veksten er kraftigere enn noen gang på 1980- og 90 tallet.

Vi anslår veksten i husholdningens konsum til $4\frac{1}{2}$ prosent i år og noe lavere neste år. Anslagene innebærer om lag uendret sparerate inneværende år. Neste år vil lavere vekst i realinntekten, hovedsakelig som følge av lavere sysselsettingsvekst og et negativt bidrag fra netto formuesinntekter, innebære at spareraten kan falle noe.

Husholdningenes innteks- og formuesutvikling trekker isolert sett i retning av økt boligbygging fremover. Det samme gjør fortsatt oppgang i bruktboligprisene, fordi prisforskjellen mellom nybygg og kjøp av gammel bolig reduseres. Igangsettingen av nye boliger har vært på linje med det som lå til grunn for våre anslag for boliginvesteringene i

Figur 4.15 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

forrige inflasjonsrapport. Ferdigstillingen av den nye hovedflyplassen på Gardermoen og Rikshospitalet vil frigjøre kvalifisert arbeidskraft, og dette vil kunne bidra til en økning i boliginvesteringene neste år.

Ulik statistikk over bruktboligprisene viser at prisene økte kraftig fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Det ser dermed ut til at boligprisveksten fortsetter etter en viss utflating i annet halvår i fjor. Vi legger til grunn en tilsvarende sesongmessig utvikling i tiden fremover, men anslår likevel at boligprisene vil kunne komme til å stige med drøye 10 prosent på årsbasis i 1998. Den gjennomførte renteøkningen vil ventelig bidra til å dempe veksten i boligprisene neste år.

Lavere inntekter fra petroleumsvirksomheten reduserer overskuddet i statsbudsjettet og petroleumsfondet

I fremskrivningen har vi tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som er skissert i Revidert nasjonalbudsjett (RNB) for 1998. Målt ved endringen i det olje-, rente og aktivitetskorrigerede budsjettoverskuddet, innebærer budsjettopplegget for 1998 i RNB en innstramming i den innenlandske etterspørselen tilsvarende snaut ½ prosent av BNP for Fastlands-Norge. Vedtatt budsjett fra desember inneholdt opprinnelig en innstramming på ¼ prosent. Økningen er imidlertid av teknisk karakter og skyldes i stor grad høyere anslag for lønnsveksten og sysselsettingen. Totalt sett vurderes derfor etterspørselsimpulsen fra finanspolitikken å være uendret fra vedtatt budsjett.

Det samlede overskuddet i statsbudsjettet ble i RNB anslått til 47 milliarder kroner i år, basert på en oljepris på 110 kroner pr. fat. Lavere oljepris og oljeproduksjon har redusert anslaget betydelig fra vedtatt budsjett.

Den underliggende realveksten i statsbudsjettets utgifter anslås til vel 1¾ prosent i år. Dette er noe lavere enn i vedtatt budsjett, men skyldes at sterkere prisstigning bidrar til å dempe den reelle utgiftsveksten.

I 1997 økte inntektene i kommunesektoren kraftig. Også i år vil inntektsveksten bli sterk som følge av høye skatteinntekter, og dermed danne grunnlag for høy aktivitet i kommunene. Bruttoinvesteringene i kommunesektoren økte med over 20 prosent i 1997, først og fremst fordi grunnskole-reformen krevde store investeringer. Investeringsnivået i år er beheftet med betydelig usikkerhet. Store investeringer i helse- og omsorgssektoren kan tilsi at det høye nivået fra i fjor videreføres, og vi legger derfor til grunn at vi bare får en svak nedgang i investeringene i år.

Samlet offentlig konsum anslås å øke med om lag 2 prosent både i år og neste år. Neste år legger vi til grunn et meget stramt opplegg for statlige utgifter, mens utgiftene i kommunesektoren anslås å følge veksten i fastlandsøkonomien.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	1997	1998	1999
Realøkonomi			
Privat konsum	3,4	4½	4¼
Offentlig konsum	3,0	2	2
Bruttoinvesteringer i alt	12,6	7½	-2¼
Oljeutvinning og rørtransport	15,5	17	-10
Fastlands-Norge	9,7	5	-¼
Bedrifter	9,1	6	-4
Boliger	9,0	9¼	10¼
Offentlig forvaltning	12,1	-1	2¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4,5	4	3
Eksport	5,8	4¼	8¼
Olje, gass og rørtransport	2,3	1½	14¼
Tradisjonelle varer	8,0	7½	4¼
Import	12,3	7½	2
Tradisjonelle varer	8,6	9	3
BNP	3,4	3½	4¼
Fastlands-Norge	3,7	4	2¼
Arbeidsmarked			
Sysselsetting	2,9	2¼	1¼
Arbeidsstyrke, AKU	2,1	1¼	1
Arbeidsledighetsrate, AKU	4,1	3¼	2½
Priser og lønninger			
Konsumpriser	2,6	2½	3
Årslønn	4,3	6	6¾
Importpris tradisjonelle varer	-1,1	½	1¼
Eksportpris tradisjonelle varer	0,5	1	2¼
Råoljepris i kroner (nominelt nivå)	134	105	108
Utenriksøkonomi			
Eksportoverskudd, mrd kroner (nivå)	76,6	39	71
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	56,1	21	54
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	5,5	1¼	4½
Memo			
Husholdningenes sparerate	6,6	6¾	5¾

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 OVERSIKT

Sidan førre kvartalsrapport har fokus i europeisk pengepolitikk i stor grad vore retta mot den pågåande ØMU-prosessen. Det er no avklart kva land som vil vere med i ØMU frå 1. januar 1999, og dei bilaterale kursane mellom valutaene som blir med, er fastsette. Renteskilnadene mellom dei ulike landa er reduserte blant anna ved at fleire sør-europeiske land med høgare renter enn gjennomsnittet av ØMU-landa, har redusert rentene sine.

Pengepolitikken har lege fast i USA og Tyskland, og dei lange rentene har heller ikkje endra seg vesentleg i desse landa i perioden. Japanske lange renter har falle noko, og er på eit historisk lågnivå.

Krona svekte seg mot ECU gjennom mai månad, og er no 1,5 prosent svakare enn ved førre kvartalsrapport. Svekkinga av kronekursen kan blant anna sjåast på bakgrunn av låge oljeprisar, svekt driftsbalanse overfor utlandet og utviklinga i årets lønsoppgjer. Målt med den effektive kronekursen til industrien er verdien av krona om lag uendra frå siste kvartalsrapport. Dette speglar blant anna ei depresiering av amerikanske dollar.

Noregs Bank har på grunnlag av utviklinga i penge- og valutamarknaden heva rentene på D-lån og folioinnskott ved to høve i år. Rentene blei heva med 0,25 prosentpoeng 19. mars, og med 0,50 prosentpoeng den 25. mai. I begge tilfelle var det forventningar i marknaden om renteheving, og dei korte pengemarknadsrentene hadde stige på førehand.

Norske tremånadersrenter låg i midten av mars 0,4 prosentpoeng lågare enn tilsvarande ECU-renter. Oppgangen i norske renter har ført til at det i dag er ein positiv rentedifferanse på 0,4 prosentpoeng overfor ECU-renter. Rentedifferansen til tyske tremånadersrenter har auka til 1,1 prosentpoeng.

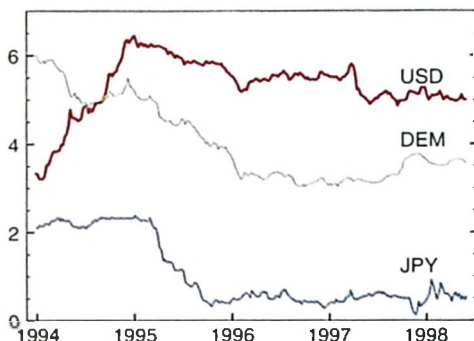
Dei norske obligasjonsrentene har stige sidan førre rapport, då dei låg på eit historisk lågt nivå. Differansen mellom norske og blant anna tyske lange renter har auka gjennom perioden.

Utlånsrentene i dei private finansinstitusjonane endra seg lite gjennom første kvartal i år. I statsbankane fall utlånsrentene, og rentenivået i statsbankane har ikkje vore lågare dei siste 10 åra.

Kreditt- og pengemengdeaggregata aukar raskare enn nominelt BNP for Fastlands-Noreg. Tolv månadersveksten i Noregs Banks kredittindikator var nesten 10 prosent ved utgangen av april, og årsveksten i den registrerte pengemengda har vore på over 8 prosent dei første fire månadene i år.

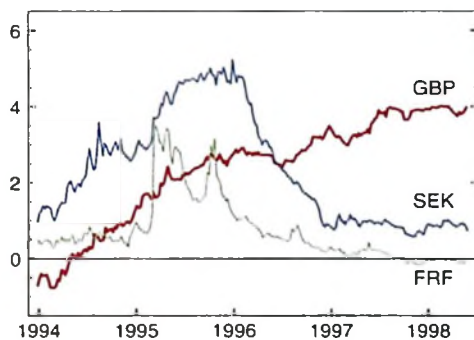
2 UTVIKLINGA INTERNASJONALT

Figur 2.1 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



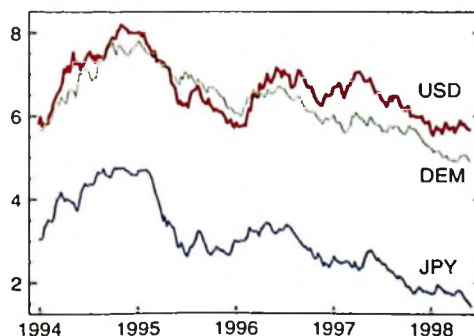
Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.2 Rentedifferansar for tremånaders nominelle pengemarknadsrenter mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.3 Effektive renter på tiårs statsobligasjonar for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Det har ikkje vore endringar i pengepolitikken i USA, Tyskland og Japan sidan førre rapport. I Storbritannia, Danmark og Finland har det vore tilstramming, mens det i Sverige, Spania, Italia, Portugal og Hellas har vore lette i pengepolitikken.

I Tyskland og USA har det sidan midten av mars berre vore små endringar i dei korte rentene målt ved tre månaders euro-rente. Vekstraten for det tyske pengemengdeaggregatet M3 var på 4,7 prosent i april (årleg rate), målt frå 4. kvartal i fjor. Målsona som Bundesbank har sett, er på 3 til 6 prosent pengemengdevekst. I Storbritannia var det berre marginale endringar i dei korte rentene fram til styringsrenta blei heva 4. juni. Etter 4. juni har dei korte rentene i Storbritannia stige med om lag 0,2 prosentpoeng. I Japan har dei korte rentene falle sidan midten av mars, og er på eit rekordlågt nivå.

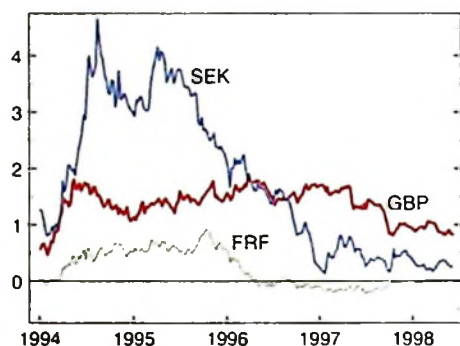
Danmarks Nationalbank heva 5. mai signalrentene med 0,5 prosentpoeng. Renteauken blei grunnlagt med auka press mot den danske krona. Dette førte til høgare korte renter i Danmark. Den 29. mai senka Nationalbanken signalrentene med 0,25 prosentpoeng, og dei korte rentene fall noko, men ligg no om lag 0,2 prosentpoeng høgare enn før den første renteauken. Sveriges riksbank senka reporenta med 0,25 prosentpoeng den 9. juni (offentleggjort 4. juni). Finlands Bank heva 19. mars reporenta 0,15 prosentpoeng. Renteauken blei grunnlagt med faren for overoppheting i finsk økonomi og har ført til høgare pengemarknadsrenter i Finland. I Spania, Italia og Portugal har sentralbankane senka signalrentene, og dei korte rentene har falle. Senkinga av signalrentene i desse landa må sjåast i samanheng med ØMU-prosessen og tilhøyrande rentekonvergens.

I USA og Tyskland er dei lange rentene, målte ved ti års statsobligasjonar, om lag uendra sidan førre rapport. Frå siste halvdel av april og gjennom mai har dei lange rentene i Japan falle og er no på eit historisk lågnivå på om lag 1,4 prosent. Rentefallet i Japan kan sjåast i samanheng med ytterlegare nedjusterte vekstanslag for japansk økonomi og at det er mindre sannsynleg med høgare styringsrenter i den næraste framtida. I Storbritannia har dei lange rentene falle. Dette kan ha samanheng med forventningar om ei avmatting av veksten i britisk økonomi.

Japanske yen har svekt seg til eit nivå på 141 yen pr. dollar, det lågaste nivået på 7 år, etter noteringar på om lag 129 yen pr. dollar i midten av mars. Japanske yen har òg svekt seg mot tyske mark. Svekkinga må sjåast i samanheng med den svake japanske økonomien, og den svekte konkurranse-situasjonen som følgje av devalueringar av andre asiatiske valutaer. Tyske mark har styrkt seg mot amerikanske dollar.

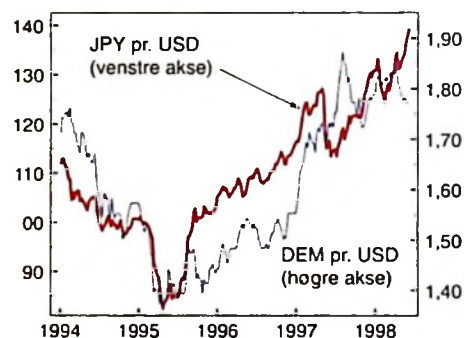
I byrjinga av perioden, før Hellas den 14. mars annonserte

Figur 2.4 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar mot DEM for nokre europeiske valutaer. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5 Kursutviklinga for hovudvalutaene. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.6 Kursutviklinga for nokre europeiske valutaer målt mot DEM. Veketal. Veke 1, 1992 = 100



Kjelde: Noregs Bank

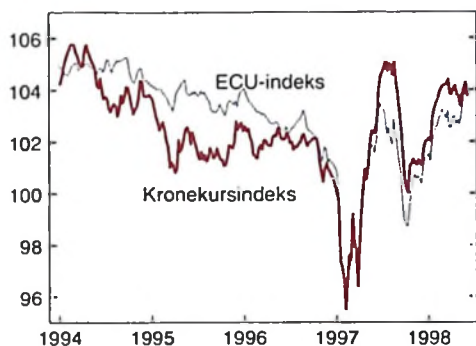
Utvalde renteendringar internasjonalt

Land/rente	Kunngjeringsdato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
<i>Portugal</i>			
Reporenta	18.3.	-20	4,70
Absorbsjonsrenta	18.3.	-20	4,40
Emergency lending rate	18.3.	-20	6,40
<i>Finland</i>			
Reporenta	19.3.	+15	3,40
<i>Hellas</i>			
14 dagars innskottsrente	1.4.	-25	15,25
Innskottsrente	3.6.	-25	13,75
<i>Italia</i>			
Diskontorenta	21.4.	-50	5,00
<i>Danmark</i>			
Diskontorenta	5.5.	+50	4,00
Reporenta	5.5.	+50	4,25
Diskontorenta	29.5.	-25	3,75
Reporenta	29.5.	-25	4,00
<i>Spania</i>			
Reporenta	5.5.	-25	4,25
<i>Sverige</i>			
Reporenta	4.6.	-25	4,10
<i>Storbritannia</i>			
Base Rate	4.6	+25	7,50

at dei gjekk inn i ERM, var avstanden mellom sterkaste og svakaste valuta i ERM 3,0 prosent. Spennvidda i kursbandet har auka til 6,1 prosent, med gresk drachme som den sterkaste valutaen. Den 14. mars blei også sentralkursen i ERM for irske pund revaluert med 3,0 prosent. Irske pund har seinare styrkt seg noko, og spennvidda i kursbandet mellom dei opphavlege valutaene var 1,6 prosent i byrjinga av juni, med irske pund som den sterkaste valutaen og nederlandske gyl-den som den svakaste.

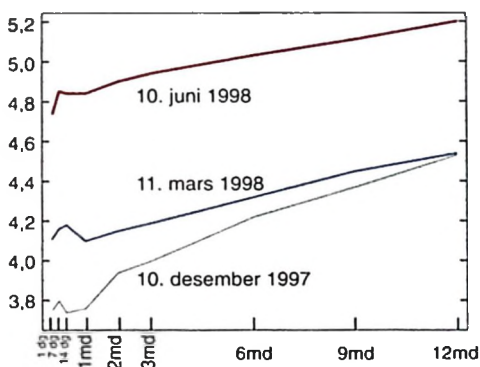
3 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

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



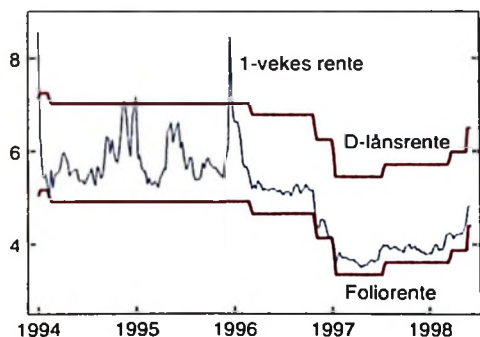
Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive pengemarknadsrenter



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

3.1 Valutamarknaden

Den norske krona har så langt i år svekt seg med 2,9 prosent målt mot teoretisk ECU. Sidan førre rapport heldt kronkursen seg relativt stabil fram til byrjinga av mai. I mai måned deprecierte krona med 1,3 prosent. Kronekursen målt mot ECU var den 10. juni 104,3 eller 1,5 prosent svakare enn ved førre kvartalsrapport. Kursindeksen har variert mellom 102,2 og 104,6 i perioden.

Målt med den effektive valutakursen til industrien er kronkursen om lag uendra sidan førre rapport. Dette speglar blant anna at krona har styrkt seg mot dollaren i perioden.

Noregs Bank har intervenert for å jamne ut svingingar i valutakursen. I tillegg har banken jamleg kjøpt valuta for avsetning til Statens petroleumfond. Hittil i år er det netto kjøpt valuta for 23,2 milliardar kroner, mot 66,4 milliardar kroner i heile 1997.

For 1998 er det budsjettert ei avsetning til Petroleumsfondet på 47 milliardar kroner. Denne avsetninga er basert på ein oljepris på 110 kroner pr. fat. Gjennomsnittleg oljepris hittil i år er vel 105 kroner.

3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

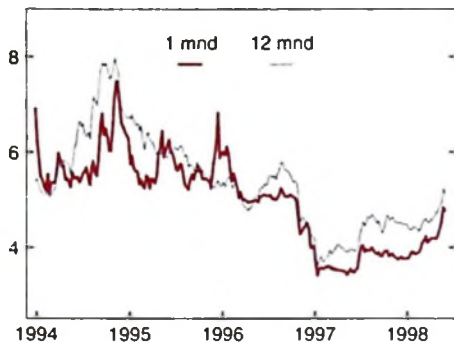
Renteutviklinga

Rentene i den norske pengemarknaden har auka sidan førre rapport. Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter for løpetider frå éi veke til og med tre månader) steig med 70 punkt til 4,9 frå 11. mars til 10. juni. Rentene har stige om lag like mykje for alle løpetider.

Rentene på bankane sine folioinnskott og D-lån i sentralbanken er heva to gonger sidan førre rapport. Rentesatsane blei auka med 25 punkt 19. mars, og med nye 50 punkt 25. mai. Rentene på folioinnskott og D-lån i Noregs Bank er etter dette høvesvis 4,25 og 6,25 prosent. Ved begge tilfella var det forventningar i marknaden om heving av Noregs Banks signalrenter. Dette blei blant anna reflektert i ein oppgang i dei korte pengemarknadsrentene i tida før hevinga av signalrentene.

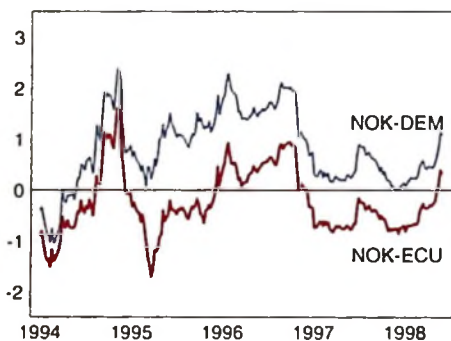
Differansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter er no 0,4 prosentpoeng, mot -0,4 prosentpoeng ved førre rapport. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter har auka frå 0,5 prosentpoeng til 1,1 prosentpoeng. Endringane i rentedifferansane reflekterer auken i dei norske pengemarknadsrentene frå byrjinga av mai.

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



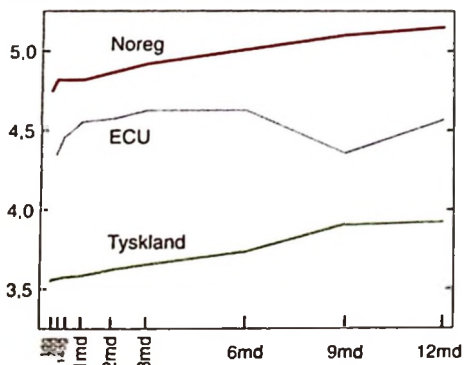
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.6 Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive penge-marknadsrenter. 10. juni 1998



Kjelde: Noregs Bank

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å fastleggje ein korridor for rentenivået avgrensa av foliorenta og døgnlånsrenta. Innanfor rentekorridoren kan Noregs Bank påverke rentenivået i pengemarknaden gjennom tilførsel og inndraging av kronelikviditet til banksystemet. Ved bruk av likviditetspåverkende instrument motverkar Noregs Bank sesongsvingingar i likviditeten til bankane som blant anna følgjer av statens inn- og utbetalingar.

I siste halvdel av mars var det eit underliggjande likviditetsoverskott i pengemarknaden, og delar av overskottet blei drege inn gjennom utlegging av F-innskott.

I byrjinga av april tilførte Noregs Bank likviditet gjennom ein gjenkjøpsavtale i samband med forfall av oljeskattar. I resten av månaden og i byrjinga av mai var det eit underliggjande likviditetsoverskott i pengemarknaden, og delar av overskottet blei trekt inn gjennom utlegging av F-innskott.

Frå 19. mai var det trong for å tilføre likviditet på grunn av skatteinnbetalingar, og det blei lagt ut ein gjenkjøpsavtale med forfall 4. juni. I juni var det på nytt eit underliggjande likviditetsoverskott i marknaden, som blei drege inn ved utlegging av F-innskott.

Den rommelege likviditetssituasjonen i store delar av perioden sidan førre rapport har verka til at dei korte pengemarknadsrentene framleis ligg i nedre del av rentekorridoren. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er no 0,5 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Bankane si døgnlånsramme i Noregs Bank har vore uendra og lik sju prosent av utrekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus døgnlåns gjeld) sidan august 1994. Utnyttinga av døgnlånstilgangen var mindre enn 1 prosent i månadene mars, april og mai.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av statleg verksemd, samtidig som utleggingane blir tilpassa likviditetsutviklinga i pengemarknaden. I dei seinare åra er det stort sett blitt gjennomført emisjonar av statssertifikat kvar månad, etter eit mønster der det blir lagt ut eit nytt tolv-månaderssertifikat kvart kvartal. I dei mellomliggjande månadene har ein utvida eksisterande lån slik at fire uteståande lån jamt over dekkjer løpetider opp til eitt år.

Den 1. april blei statssertifikatlånet SS53, med forfall 17. mars 1999, emittert med 3,0 milliardar kroner til marknaden og 0,5 milliardar kroner til Noregs Bank. Vegd gjennomsnittleg rente blei 4,25 prosent.

Den 4. mai blei statssertifikatlånet SS53 utvida med 2,0 milliardar kroner til vegd gjennomsnittrente 4,48 prosent. Den 3. juni blei SS53 ytterlegare utvida med 5 milliardar kroner. Vegd gjennomsnittrente blei 4,95 prosent.

Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla¹⁾

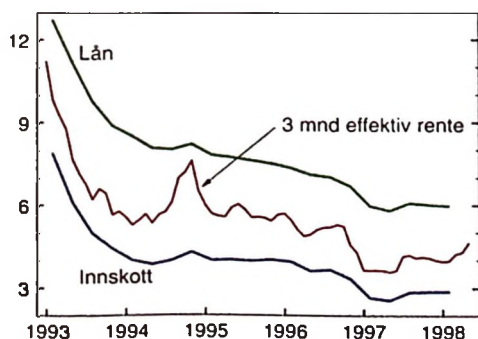
	1998				
	jan	feb	mar	apr	mai
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr)	-2,1	-2,9	-11,8	-3,2	1,7
Av dette					
D-lån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
F-lån/innskott	-2,8	-2,8	-11,8	-3,5	-2,4
anna finansiering	0,7	0,6	0,0	0,3	3,9
D-lånstilgang, mrd. kr	4,5	4,9	3,5	3,1	4,4
Bankane sine likvide reservar i form av folio-innskott i Noregs Bank	10,3	8,0	7,1	-7,1	-7,4
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,63	3,67	3,83	3,83	3,83
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	3,90	-	-	-	-

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

**Tabell 3.2. Sertifikatmarknaden¹⁾
Bruttoemisjonar av sertifikat etter
sertifikattype. (Milliardar kroner)**

	1996	1997	1997 jan-apr	1998
Statssertifikat	50,0	92,5	51,5	14,0
Banksertifikat	90,5	102,5	32,4	32,4
Kreditsertifikat	32,0	20,1	6,1	6,6
Lånesertifikat	73,4	84,5	27,6	29,3
Finanssertifikat	3,7	4,6	2,0	1,4
Utanlandske sertifikat i NOK	1,0	0,0	0,0	0,0
I alt	250,6	304,2	119,6	83,7

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

Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders penge-marknadsrente

forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap. Behaldningane i desse sektorane utgjorde i overkant av 70 prosent av uteståande behaldning ved utgangen av første kvartal 1998. Andre store eigargrupper ved utgangen av første kvartal 1998 var andre føretak (12,3 prosent), utlendingar (9,0 prosent) og offentlege finansføretak (4,7 prosent).

I 1997 blei det omsett sertifikat for vel 304 milliardar kroner på Oslo Børs. Statssertifikat stod for omtrent 81 prosent av omsetninga. I dei fem første månadene i år var omsetninga av sertifikat på vel 80 milliardar kroner, eller snaut 800 millionar i dagleg gjennomsnitt. Omsetninga av statssertifikat stod for 67 prosent av sertifikatomsetninga.

3.3 Renteutviklinga i finansinstitusjonane

Utlånsrentene i dei private finansinstitusjonane endra seg lite i første kvartal 1998. Utlånsrentene i bankane fall marginalt til i underkant av 6,0 prosent, men var likevel på same nivå som eitt år tidlegare. Innskottsrentene var uendra 2,9 prosent i første kvartal, noko som var knapt 0,3 prosentpoeng høgare enn eitt år tidlegare. Skilnaden mellom utlåns- og innskottsrenter i bankane endra seg lite i første kvartal, men har falle med drøyt 0,2 prosentpoeng det siste året. Rentemarginen var 3,1 prosentpoeng ved utgangen av første kvartal i år.

Utlånsrentene i livselskapa var 5,3 prosent dei siste to kvartala, mens utlånsrentene i kredittføretaka var 6,2 prosent.

Utlånsrentene i statsbankane fall med 0,3 prosentpoeng i første kvartal 1998, og låg 0,8 prosentpoeng lågare enn eitt år tidlegare. Utlånsrentene i statsbankane var i første kvartal i år på det lågaste nivået dei har vore gjennom siste tiårsperiode.

4 KAPITALMARKNADENE

4.1 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Sidan førre rapport har rentene på norske statsobligasjonar stige med vel 0,3 prosentpoeng i gjennomsnitt. Det er først og fremst rentene på obligasjonar med korte løpetider som har stige, og avkastningskurva er såleis blitt noko slakare. Renta på norske tiårs statsobligasjonar var 10. juni 5,4 prosent, 0,2 prosent over det historisk låge nivået i midten av mars.

Differansen mellom renta på norske og tyske tiårs statsobligasjonar har auka frå 0,4 til 0,6 prosentpoeng. Tilsvarende rentedifferanse overfor teoretisk ECU har auka frå 0,1 til 0,4 prosentpoeng over den same perioden. Effektiv rente på tyske statsobligasjonar og teoretisk ECU-obligasjonar var 10. juni respektive 4,9 og 5,0 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar over Oslo Børs var fram til utgangen av mai i år 454 milliardar kroner. I mai var omsetninga knapt 103 milliardar kroner, og dagleg gjennomsnittsomsetning var 5,4 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer med 82 prosent av totalomsetninga hittil i 1998 og 87 prosent av omsetninga i mai. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var knapt 80 milliardar kroner fram til utgangen av mai 1998, der vel 13 milliardar kroner var i mai. Dette var for det meste lån emitterte av kredittføretak og bankar.

Emisjonar

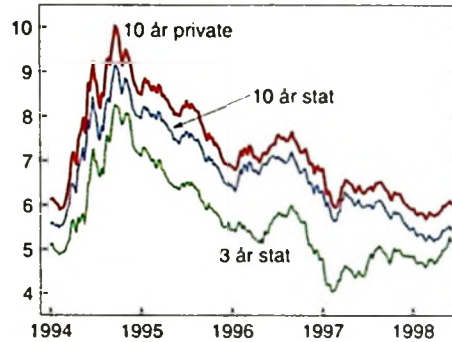
I 1997 blei det emittert obligasjonar for 74,1 milliardar kroner. I dei første fire månadene av 1998 blei det emittert obligasjonar for 31 milliardar kroner, eller same beløp som i tilsvarende periode i 1997. Private bankar stod for mesteparten av emisjonsvolumet med 16 milliardar kroner i perioden frå januar til april i år.

Statsobligasjonslånet S468 (forfall 15.5.2009) blei utvida med pålydande verdi 2,0 milliardar kroner ved hollandsk auksjon 23. mars til ei rente på 5,26 prosent. Ei tilsvarende utviding av det same lånet blei gjennomført 25. mai, til ei rente på 5,57 prosent. Totalt er det uteståande obligasjonar for pålydande verdi på 130 milliardar kroner i dei seks tonegivande statsobligasjonslåna.

Eigarstruktur

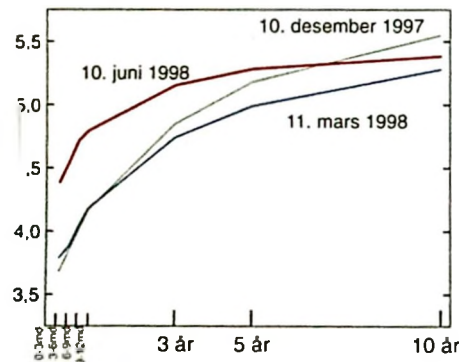
Ved utgangen av 1. kvartal 1998 viser førebelse tal frå Verdipapirsentralen at forsikringsselskapa stod som den største

Figur 4.1 Effektive renter på stats- og private obligasjonar. Veketal



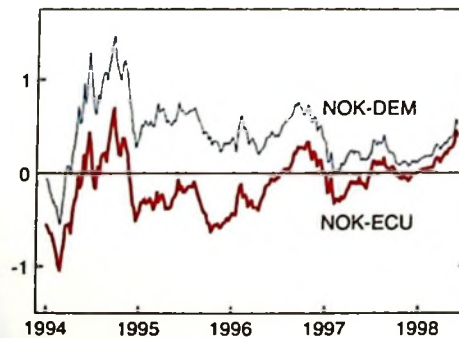
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.2 Avkastningskurver for Noreg. Effektive statssertifikat- og statsobligasjonsrenter



Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.3 Rentedifferansar for tiårs statsobligasjonar. Effektive renter. Veketal



Kjelde: Noregs Bank

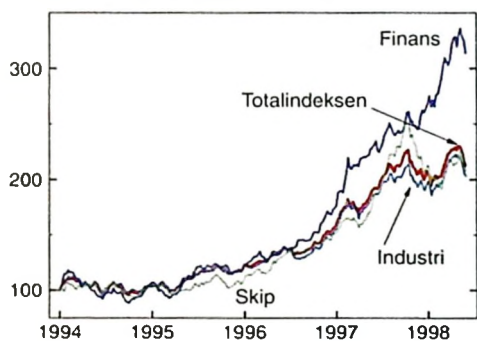
Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹⁾
Bruttoemisjoner av ihendehavarobligasjoner etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1996	1997	1997 1998 jan-apr	
Statsforvaltninga	21,0	14,0	8,0	8,0
Statsbankar og statsforetak	7,9	3,9	2,9	3,5
Private bankar og forsikringsselsk.	23,3	39,9	13,9	16,0
Kredittforetak og finansieringsselskap	7,0	5,6	2,1	2,0
Private og kommunar	9,6	9,9	3,0	1,3
Utanlandske låntakarar	1,6	0,8	0,7	0,0
I alt	70,7	74,1	30,6	30,8

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

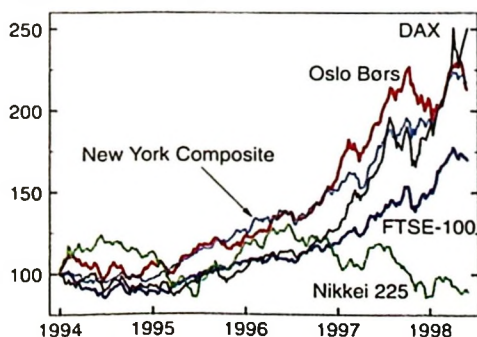
Kjelde: Noregs Bank

Figur 4.4 Aksjeindeksar ved Oslo Børs. Veketal. Veke 1, 1993 = 100



Kjelde: Oslo Børs

Figur 4.5 Internasjonale aksjeindeksar. Veketal. Veke 1, 1993 = 100



Kjelde: Oslo Børs

eigaren av obligasjonar registrerte i VPS, med ein eigardel på vel 41 prosent av ein samla pålydande verdi på knapt 400 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankanes sikringsfond) hadde ein eigardel på 20 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga åtte vel 10 prosent. Eigardelen for utlendingar var ved utgangen av første kvartal 1998 i overkant av 8 prosent.

4.2 Aksjemarknaden

Kursutviklinga

Totalindeksen og alle delindeksar ved Oslo Børs har vist ein stigande trend sidan 1995, jf. figur 4.4. I 1997 auka totalindeksen ved Oslo Børs med vel 31 prosent. Totalindeksen auka med om lag 11 prosent fram til byrjinga av mai i år, til eit «all time high» på 1412,5 poeng. I perioden frå veke 19 til og med veke 23 fall totalindeksen med om lag 7,6 prosent. Hittil i 1998 har totalindeksen ved Oslo Børs auka med 2,6 prosent. Finansindeksen har auka med vel 17 prosent og var dermed delindeksen med størst vekst, mens skipsindeksen har hatt ein tilbakegang. Det er industriindeksen som har hatt den sterkaste tilbakegangen, med om lag 8,3 prosent.

Dei internasjonale aksjeindeksane som er viste i figur 4.5 har sidan 1995 vore i ein jamn oppgang, med unntak av den japanske marknaden. Den japanske Nikkei-indeksen fall med vel 23 prosent i 1997. Hittil i 1998 har Nikkei-indeksen styrkt seg med 2,5 prosent. Den tyske DAX-indeksen har auka mest hittil i 1998, med vel 32 prosent. Sidan 1. januar 1993 har Oslo Børs auka med 252 prosent, mens Nikkei-indeksen har falle med 10,2 prosent. New York Composite og FTSE-100 har hittil i år styrkt seg med høvesvis 12 og 13,5 prosent. Hittil i år har dei internasjonale aksjeindeksane med unntak av den japanske, styrkt seg meir enn Oslo Børs totalindeks.

Omsetning og marknadsvardi

Omsetninga av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs utgjorde vel 341 milliardar kroner i 1997. I dei fem første månadene i år blei det omsett aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs for 160 milliardar kroner. Dette var ein omsetningsauke frå tilsvarende periode i 1997 på 21 prosent. Det er i skip/offshoresektoren at omsetningsveksten var størst samanlikna med same perioden i 1997. Omsetninga er klart størst i industrisektoren.

Emisjonar

I 1997 blei det emittert aksjar og grunnfondsbevis for vel 21 milliardar kroner, inklusive emisjonar i samband med børsnotering. Utanlandske føretak stod for vel 25 prosent av emisjonane på Oslo Børs i 1997. Offentlege emisjonar utgjorde nesten 40 prosent av emittert kapital i 1997, mens retta emi-

Tabell 4.2 Omsetning og marknadsv Verdi ved Oslo Børs¹. Milliardar kroner

	1995	1996	1997	Jan-mai 1998
<i>Omsetning:</i>				
Totalt	156,7	231,7	341,1	160,0
Finans	21,0	28,1	43,3	25,1
Industri	96,7	132,7	200,0	61,1
Info-teknologi	..	..	..	14,8
Skip/offshore	26,4	46,3	53,7	33,6
SMB	8,5	16,2	34,4	14,0
Grunnfond	4,0	8,2	9,4	3,3
Anna	..	..	..	8,1
<i>Marknadsv Verdi</i>	289,8	389,4	490,3	572,9

¹ Indeksinn delinga blei endra i 1998. Finans-, industri- og skip/offshoreindeksane er ikkje dei same før og etter 1998.

Kjelde: Oslo Børs

Tabell 4.3 Emisjonar over Oslo Børs¹. Millionar kroner

	1995	1996	1997	Jan-mai 1998
Totalt	7 632	9 020	21 508	4 000
Av dette utlandet	97	1 867	5 392	0
Finans	10	147	327	0
Industri	1 967	3 516	5 103	171
Info-teknologi	..	..	..	1 009
Skip/offshore	3 763	1 970	8 848	1 263
SMB	1 234	1 393	6 488	1 368
Grunnfond	561	127	304	0
Anna	..	..	438	189

¹ Se note tabell 4.2

Kjelde: Oslo Børs

sjonar stod for vel 58 prosent. Den resterande kapitalen blei emittert gjennom opsjonsprogram og tilsette. Hittil i 1998 er det emittert kapital for 4 milliardar kroner ved Oslo Børs. Dei største emisjonane har funne stad innan sektorane SMB-lista, skip/offshore og informasjonsteknologi med høvesvis 1,4 milliardar, 1,3 milliardar og 1,0 milliard kroner. Samanlikna med tilsvarande periode i 1997 var auken i emisjonar i dei fem første månadene i år på om lag 33 prosent. Ved utgangen av 1997 var det notert 217 aksjar ved Oslo Børs, der 21 var utanlandske. Ved utgangen av april 1998 var det notert 220 aksjar, der 22 var utanlandske.

Aksjonærstruktur

Ved utgangen av april 1998 var utanlandssektoren den største eigaren i norske børsnoterte selskap, med 32,8 prosent av marknadsv verdien. Eigardelen for utlendingar har auka noko dei siste åra fram til 1997, men 1997-tala representerer ein nedgang på om lag 2,4 prosentpoeng i høve til 1996. Hittil i 1998 har eigardelen for utlendingar auka med 1,6 prosentpoeng. Dei største norske eigarane er private føretak, med eigardel på 21,6 prosent ved utgangen av april 1998. Dette er ein nedgang i høve til utgangen av 1997 på om lag 3,3 prosentpoeng. Offentleg eigarskap utgjer til saman 16,7 prosent ved utgangen av april 1998, noko som er ein svak auke i høve til utgangen av 1997. Forsikringsselskapa sin eigardel har vore relativt stabil i perioden frå 1995 og fram til no. Private investorar og verdipapirfonda har hittil i år auka sine eigardelar noko, med høvesvis 0,5 og 0,3 prosentpoeng, slik at deira eigardelar no er høvesvis 8,2 prosent og 8,5 prosent. Private investorar har redusert sin eigardel med 1,1 prosentpoeng i høve til 1995. Det kan sjåast i samanheng med den kraftige veksten i verdipapirfonda sin eigardel sidan 1995.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

Kredittindikatorane

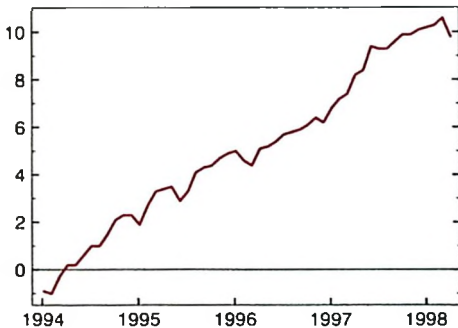
Tolv månadersveksten i publikums innanlandske bruttogjeld (K2) fall frå 10,6 prosent (107,0 milliardar kroner) ved utgangen av mars til 9,8 prosent (100,8 milliardar kroner) ved utgangen av april. Nedgangen i årsveksten må til ein viss grad sjåast i samanheng med sterk vekst i kredittvolumet i april i fjor. Tolv månadersveksten har auka gradvis sidan oktober 1992, då den var -4,4 prosent. Ved halvårsskiftet i fjor var veksten 9,4 prosent og ved siste årsskifte 10,1 prosent.

Av dei einskilde kjeldene innanfor publikums innanlandske bruttogjeld (K2), var det finansieringsselskapa sine utlån, marknadslåna og dei private bankane sine utlån som hadde den sterkaste tolv månadersveksten rekna i prosent ved utgangen av april. Målt i millionar kroner hadde utlåna frå dei private bankane klart høgast vekst. Blant dei kjeldene der kreditten blei redusert, var det framleis livsforsikrings-selskapa sine utlån som hadde den sterkaste nedgangen, både relativt og absolutt sett.

Årsveksten i publikums uteståande sertifikatgjeld fall kraftig i april, og tolv månadersveksten i utlån frå kredittføretaka blei redusert for tredje måned på rad etter å ha auka kraftig i perioden februar 1997 - januar 1998. Det var såleis først og fremst utviklinga i sertifikatgjelda og i utlån frå kredittføretaka som verka til at tolv månadersveksten i K2 fall frå mars til april.

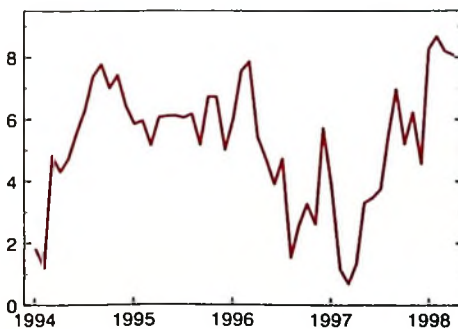
Utlåna frå private bankar, statlege låneinstitutt og kredittføretak utgjer om lag 85 prosent av K2. Sett under eitt, voks utlåna frå desse kjeldene til ikkje-finansielle føretak langt sterkare enn utlåna deira til kommunar og hushald i tolv månadersperioden fram til utgangen av april.

Figur 5.1 Noregs Banks kredittindikator (K2). Auke i innanlandsk kreditt i alt til næringsliv, hushald og kommunar. Prosentvis vekst siste 12 månader



Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

Pengemengdeveksten

Tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda M2 varierte mellom 0,7 prosent (mars) og 7 prosent (september) i 1997 og var 4,6 prosent ved utgangen av året. Etter å ha auka til 8,7 prosent ved utgangen av februar i år, fall årsveksten til 8,4 prosent ved utgangen av mars og ytterlegare til 8,1 prosent ved utgangen av april. Noko av forklaringa på dei relativt høge vekstratane er låge tal dei tilsvarande månadene i 1997.

I dei tre første månadene av 1998 var det ein tilførsel ved dei samla transaksjonane til sentralstyresmaktene (inntektsunderskott og lånetransaksjonar), mot ei inndraging dei tre første månadene i fjor. I tillegg til transaksjonane ved sentralstyresmaktene har også utlån frå bankane og publikums valutasal verka til pengemengdeveksten hittil å år. (Sjå tabell 23a i tabellvedlegget.)

Tabell 5.1 *Motpostane til Noregs Banks valutaintervensjonar overfor bankane.*¹⁾

	1997	1998 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane		
1. Spot	-66	-20,8
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-61	-34,6
1. Spot ³⁾	-22	-12,1
2. Termin ³⁾	-39	-22,5
C. Norske sektorar, utanom bankane	-9	4,0
1. Spot ³⁾	5	10,8
2. Termin ³⁾	-6	6,7
3. Auke i kundars netto valutakrav overfor bankane	-8	-13,5
D. Anna	4	9,8
Memo: Noregs Banks internasjonale reservar	171,4	192,6⁴⁾

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

²⁾ Veke 1-22.

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

⁴⁾ Utgangen av april.

Kjelde: Noregs Bank

Publikums fordringar og gjeld

Utviklinga i publikums fordringar og gjeld fram til tredje kvartal 1997 blei lagd fram i førre kvartalsrapport. Tala for fjerde kvartal ligg ikkje føre, og vil derfor først bli omtalte i neste kvartalsrapport.

Kapitalrørsler og valutareservane

Tabell 5.1 viser endringa i bankane sin totale valutaposisjon i 1997 og hittil i 1998. Hittil i år (veke 22) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for 20,8 milliardar kroner frå bankane. Bankane hadde da kjøpt valuta frå utlandet for 12,1 milliardar kroner spot og for 22,5 milliardar kroner på termin.

Fram til utgangen av veke 22 hadde utlandet seld VPS-registrerte sertifikat for 4,9 milliardar kroner og kjøpt VPS-registrerte obligasjonar for 10,0 milliardar kroner.

Bankane sin handel med norske sektorar fram til utgangen av veke 22 viser kjøp av valuta for 10,8 milliardar kroner spot og for 6,7 milliardar kroner på termin. Bankane har i tillegg auka sine netto valutafordringar på norske kundar med 13,5 milliardar kroner hittil i år.

Dei internasjonale reservane motsvarte 192,6 milliardar kroner ved utgangen av april 1998, og verdien av Statens petroleumsfond var på 117,8 milliardar kroner.

Lånekostnader i Noreg og i enkelte andre land

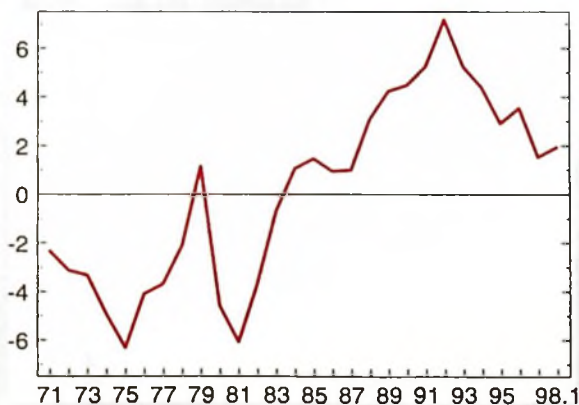
Noregs Bank oppdaterer kvart år berekningar av realrenter etter skatt i Noreg og i somme andre land i kvartalsrapport nummer to. Oversikta omfattar Noreg, Sverige, Danmark, Tyskland, Storbritannia, USA og Japan.

Realrenteutrekningane gir eit bilete av lånekostnader i hushalda når det blir teke omsyn til at prisstigning reduserer realverdien av gjeld og at gjeldsrenter kan trekkjast frå skattepliktig inntekt. Vi har basert oss på faktisk (ikkje forventa) prisstigning målt ved konsumprisindeksen.

Utviklinga i realrenta i Noreg sidan 1971, etter skatt, er vist i figur 1. Tala er baserte på utlån frå forretnings- og sparebankar. Figuren viser at realrenta etter skatt gjennomgåande var negativ godt inn i 1980-åra. Dette må sjåast på bakgrunn av låge renter i ein regulert kredittmarknad og at verdien av skattefrådraget var om lag 45 prosent for ein gjennomsnittleg låntakar og over 70 prosent for dei med høgast marginalskatt.

Mot slutten av 1980-åra førte lågare inflasjon og redusert verdi av skattefrådraget for gjeldsrenter (28 prosent for alle skatteytarar), til at realrenta etter skatt steig til omtrent 4 prosent. Dei høge rentene i 1992 reflekterte høge nominelle renter, som til dels hadde samanheng med valutauroa hausten same året. Etter rentefallet i 1993 var realrenta høvesvis vel 4 og knapt 3 prosent gjennom 1994 og 1995. Reduksjonen i realrenta frå 1994 til 1995, kom i hovudsak av lågare

Figur 1 Realrente etter skatt i Noreg 1971-1. kvartal 1998. Prosent p.a.



Figuren viser utviklinga i reelle lånekostnader for norske hushald, etter skatt og basert på faktisk (ikkje forventa) inflasjon. Kjelde: Noregs Bank

nominelle renter, men òg ei noko høgare prisstigning.

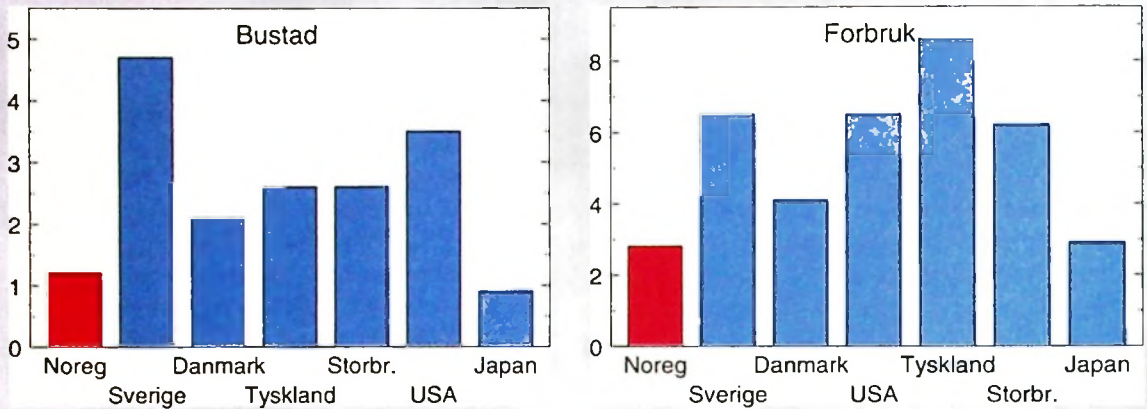
Både i 1996 og 1997 blei prisveksten påverka av mellombelse faktorar som avgiftsendringar og variasjonar i elektrisitetsprisane. Berekningane viser såleis at realrenta i 1996 steig til omtrent 3½ prosent, trass i ein ytterlegare reduksjon i nominelle renter, mens realrenta fall sterkare i 1997 enn reduksjonen i dei nominelle rentene skulle tilseie. Dersom vi korrigerer prisveksten for avgiftsendringar og straumprisar, var realrenta etter skatt vel 2 prosent i 1997 og 1,8 prosent i første kvartal 1998.

I figur 2 er realrenta etter skatt i Noreg ved lån til bustad og forbruk samanlikna med tilsvarende renter i somme andre land. For Noreg har vi her inkludert lån i andre finansinstitusjonar enn private bankar, dvs. kredittføretak, livsforsikringsselskap, Husbanken og Postbanken. Det er visse problem knytte til data ved slike internasjonale samanstillingar, særleg for forbrukslån. Mens kjeldene for renter på bustadlån er rimeleg gode, er rentevilkåra ved forbrukslån mindre eintydige. Fordi sistnemnde type lån vanlegvis ikkje har pantetrygd, blir renta ofte fastsett individuelt. Renta på forbrukslån kan derfor variere noko.

I Noreg var gjennomsnittleg realrente etter skatt for bustadlån 1,2 prosent i 1997, dvs. 2,2 prosentpoeng lågare enn i 1996. Reduksjonen kom både av auka prisstigning og reduserte nominelle renter: Den vegde nominelle utlånsrenta blei redusert med 1,2 prosentpoeng (til 5,3 prosent) frå 1996 til 1997, mens prisstigninga var 1,3 prosent i 1996 og 2,6 prosent i 1997. Dersom vi legg den underliggjande prisveksten til grunn, blir realrenta for bustadlån etter skatt 1,8 prosent i Noreg i 1997, dvs. 1,3 prosentpoeng lågare enn i 1996.

Sverige hadde dei høgaste realkostnadene til bustadlån etter skatt, grunna ein kombinasjon av relativt høge nominelle renter og låg prisstigning. Også USA har relativt høge bustadlånsrenter i reelle termar, noko som særleg kjem av høge nominelle renter. Japan har på bakgrunn av svært låge nominelle renter dei lågaste realrentene til bustadføremål. Tyskland og Storbritannia hadde om lag det same realrentenivået for lån til bustadføremål, 0,4 prosentpoeng høgare enn i

Figur 2 Realrente etter skatt, etter føremål og land. Gjennomsnitt 1996. Prosent p.a.



Norske hushald stod i 1997 overfor ei realrente etter skatt ved bustadkjøp som var vesentleg lågare enn dei andre landa i samanlikninga, med unntak av Japan. Den same tendensen gjeld for relative realkostnader ved forbrukslån.

Kjelde: Noregs Bank

Danmark. I Noreg var realrenta til bustad i 1997 eitt prosentpoeng lågare enn i Danmark.

Figur 3 dekomponerer differansen i dei reelle lånekostnadene mellom Noreg og dei andre landa i tilskott frå nominelle renter, frådragsrett for gjeldsrenter og prisstigning. Vi ser at korleis renter på bustadlån blir behandla skattemessig, spelar lita rolle, bortsett frå i Danmark og Japan.

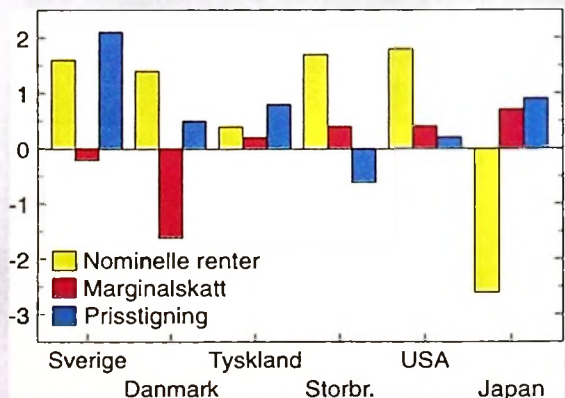
Dette speglar at det har vore ei harmonisering av skattereglane. Ein frådragsrett på 46 prosent i Danmark verkar til at realrenta blir 1,5 prosentpoeng lågare enn med ein «norsk» sats på 28 prosent. I Japan blir det derimot ikkje gitt noko frådrag. Samanlikna med Noreg, verkar dette isolert sett til å auke reelle kostnader til bustadlån med 0,7 prosentpoeng i Japan.

Høge nominelle renter i Sverige medfører isolert at realrenta på bustadlån blir 1,5 prosentpoeng høgare enn i Noreg. For Japan, som har det lågaste nominelle rentenivået i gruppa, er den isolerte effekten av skilnader i nominelle renter ein reduksjon på 2,9 prosentpoeng relativt til Noreg. Av figuren går det fram at høgare prisstigning isolert sett verkar til lågare realrente relativt til Noreg berre i Storbritannia. Dette må sjåast på bakgrunn av den relativt sterke prisveksten i Noreg i 1997. Priskomponenten verkar derfor til mellom 0,2 og 0,9 prosentpoeng høgare realrente i Danmark, Tyskland, USA og Japan. I Sverige, der prisane fall i byrjinga av 1997, verkar priskomponenten isolert sett til 2,1 prosentpoeng høgare realrente relativt til Noreg.

Med dei reservasjonane om datamaterialet

som blei nemnde ovanfor, var realrenta etter skatt for forbrukslån i Noreg på knapt 3 prosent i 1997, dvs. lågast av landa vi samanliknar og like under nivået i Japan. Frå 1996 til 1997 har realrenta på forbrukslån felle sterkt i Noreg i høve til utviklinga i dei andre landa. Frådrag for renter til forbrukslån blir berre gitt i dei nordiske landa i utvalet. Tyskland hadde den høgaste realrenta på forbrukslån, på knapt 9 prosent.

Figur 3 Tilskott til skilnad mellom realrente etter skatt for bustadlån i Noreg og somme andre land. Prosentpoeng



Figuren dekomponerer skilnaden mellom realrenta på bustadlån i Noreg og dei andre landa. For Danmark ser vi til dømes at større frådragsrett for gjeldsrenter verkar til å redusere realrenta i høve til i Noreg, mens høgare nominelle renter og lågare prisstigning isolert verkar til å auke lånekostnadene relativt til Noreg.

Kjelde: Noregs Bank

1 SAMMENDRAG

2 KREDITTUTVIKLING OG EIENDOMSMARKEDER

- 2.1 Fortsatt høy kredittvekst
- 2.2 Kraftig oppsving i eiendomsmarkedene

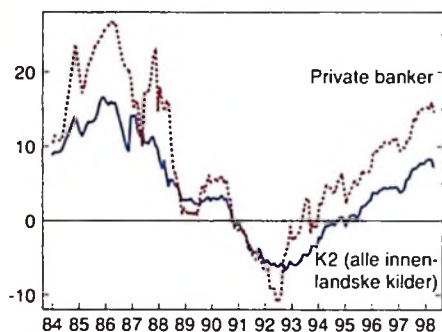
3 FINANSIELL UTSATTHET I IKKE-FINANSIELL SEKTOR

- 3.1 Fortsatt god finansiell stilling i husholdningene
- 3.2 Økende finansiell utsatthet i foretakssektoren

4 FINANSIELL UTSATTHET I FINANSIELL SEKTOR

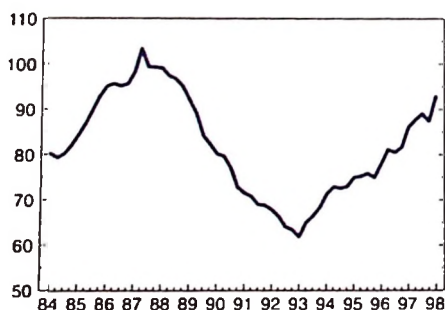
- 4.1 Betydelige strukturelle endringer i banknæringen
 - 4.1.1 Teknologiske innovasjoner gir press på inntjeningen
 - 4.1.2 Felles europeisk valuta gir økt konkurransepress
- 4.2 Resultat- og balanseutviklingen i bankene
 - 4.2.1 Svakere resultater i bankene
 - 4.2.2 Kraftig vekst i forvaltningskapitalen - svekket soliditet
- 4.3 Utsikter til svekket inntjening i bankene

Figur 1.1 Tolvmånedersvekst i K2 og utlån fra private banker, justert for inflasjon. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 1.2 Bruktboligpris justert for inflasjon. 1987=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Econ

I forrige finansielt utsyn, som ble publisert i desember i fjor, fokuserte vi på at den kraftige utlånsveksten førte til økt sårbarhet i finansiell sektor, blant annet som følge av økt finansiell utsatthet i foretakssektoren. Den utviklingen vi har sett i kredittmarkedet det siste halve året, tyder på at flere av disse utviklingstrekkene er forsterket.

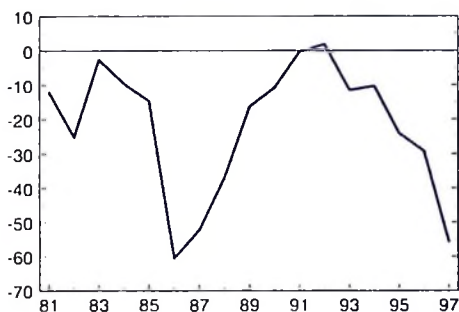
Den kraftige veksten i innenlandsk kreditt (K2) har fortsatt inn i 1998. I tolv månedersperioden fram til utgangen av april økte den innenlandske kreditten med 9,8 prosent. Vekstraten blir ikke vesentlig forskjellig om vi også inkluderer kreditt fra utenlandske kilder. Bankene er fortsatt hovedkilden til den kraftige kredittveksten; tolv månedersveksten i april var om lag 17 prosent. Den høye kredittveksten vedvarer til tross for at flere av de største bankene lenge har varslet at de sikter mot å redusere utlånsveksten.

Det er fortsatt utlån til foretakssektoren som øker mest. Samlet kreditttilførsel fra innenlandske kilder økte med om lag 22 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av mars i år. Næringsfordelte utlånstill viser at enkelte tradisjonelt tapsutsatte næringer – blant annet varehandel, hotell og restaurant og eiendomsdrift – er blant de næringene som har tatt opp mest gjeld de siste årene.

I enkelte regioner gir utviklingen på eiendomsmarkedene sterke assosiasjoner til forløpet på 1980-tallet. Realprisen på boliger er enkelte steder på høyde med toppnivået fra 1987. Samtidig har det vært en kraftig vekst i leieprisene for de mest attraktive kontorlokalene i flere byer. Etter vår vurdering gir den kraftige prisveksten i markedet for næringsbygg i deler av landet grunn til en viss bekymring for bankenes porteføljer. Verdien av pantesikkerhetene i dette markedet må antas å være klart mer usikker enn i boligmarkedet. Dermed en ser utviklingstrekkene i dette markedet i sammenheng med den kraftige utlånsveksten til tradisjonelt tapsutsatte næringer, er det grunn til en viss bekymring for den fremtidige tapsutviklingen. Kombinasjonen av betydelig byggeaktivitet og økende finansiell utsatthet har historisk sett vist seg å være svært uheldig for bankene.

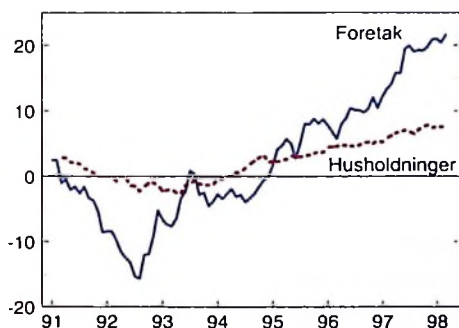
Sterk utlånsvekst i banksektoren og kraftig økning i prisene på eiendommer og finansielle fordringer har i betydelig grad bidratt til den pågående krisen i de øst-asiatiske landene. I tråd med våre egne erfaringer fra 1980-tallet påpekte IMF i april-utgaven av World Economic Outlook at typiske bankkriser, slik en har sett i de nordiske landene og andre industrialiserte land de siste tiårene, i betydelig grad blir generert gjennom reduserte verdier på bankenes aktivaposter – forårsaket av store fluktusjoner i eiendomspriser og aksjekurser. Erfaringene fra forrige høykonjunktur tilsier at

Figur 1.3 Ikke-finansielle foretaks netto finansinvesteringer, justert for inflasjon. Milliarder kroner



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1.4 Tolvmånedersvekst i utlån til husholdnings- og foretakssektoren fra alle innenlandske kilder. Prosent



Kilde: Norges Bank

finansinstitusjonenes kredittytting bør være meget konservativ i en slik situasjon.

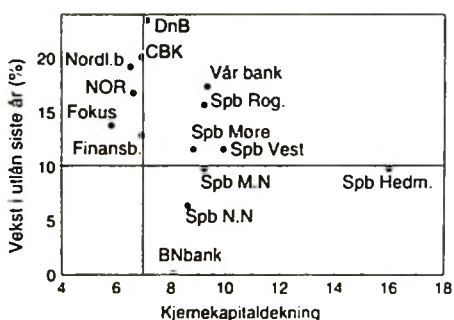
Som vi påpekte i forrige rapport, og som det argumenteres for nedenfor, ser vi en utvikling der kredittrisikoen knyttet til foretakssektoren er økende. Basert på detaljerte regnskapsdata for et betydelig antall foretak presenterte vi i forrige rapport en analyse som tydet på at foretakenes finansielle utsatthet var i ferd med å øke. Beregningene viste at en økende andel av finansinstitusjonenes utlån går til foretak med relativt høy risiko, og at belåningsgraden i den såkalte høyrisikogruppen var økende. I denne rapporten har vi videreført analysen av foretakssektoren ved å se på aggregerte tall fra nasjonalregnskapet og kredittmarkedsstatistikken. Analysen samsvarer med beregningene i forrige rapport og viser at den finansielle utsattheten avtok fram til 1995 etter flere år med finansiell konsolidering. Beregningene tyder på at foretakssektorens finansielle utsatthet økte moderat i 1996 og noe sterkere i løpet av 1997. Beregningene bekreftes av tall for netto finansinvesteringer i foretakene, som viser et markert fall de siste årene, jf. figur 1.3.

Ved hjelp av Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI er det laget fremskrivninger av foretakenes finansielle utsatthet fram mot år 2001. Disse beregningene tegner et bilde av foretakssektoren der den finansielle utsattheten ser ut til å øke ytterligere i årene fremover. Dette innebærer at finansinstitusjonenes kredittrisiko knyttet til foretakssektoren trolig vil øke i årene fremover. Beregningene er basert på de mellomlangsigtede makroøkonomiske fremskrivningene som ble presentert i Penger og Kreditt 1997/4, og den oppdaterte realøkonomiske utviklingen som ligger til grunn for inflasjonsrapporten i dette nummer av Penger og Kreditt.

Veksten i husholdningenes gjeld har ikke vært like sterk som for foretakene, og husholdningene har de siste årene hatt positive netto finansinvesteringer. Dette er en markant forskjell fra forrige høykonjunktur, da husholdningenes netto finansinvesteringer var klart negative. Sammen med betydelige omvurderingsgevinster har dette resultert i at den finansielle formuen har økt markert. Husholdningenes finansielle stilling har dermed bedret seg betydelig siden slutten av 1980-årene. Til tross for bedringen i sektorens finansielle stilling, er det mye som tyder på at husholdningenes rentefølsomhet har økt de siste årene. Dette innebærer i så fall at en renteendring gir både hurtigere og noe sterkere utslag i husholdningenes tilpasning enn tidligere.

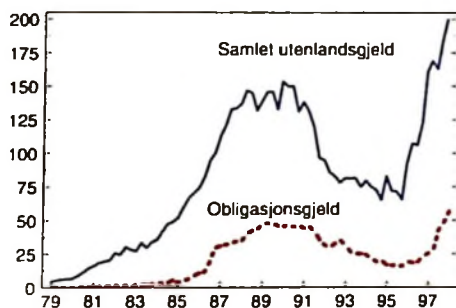
Som for foretakssektoren er det laget fremskrivninger av ulike indikatorer for finansiell utsatthet i husholdningene. Beregningene tyder på at husholdningenes gjeldsbelastning vil tilta i årene fremover, mens indikatorer for gjeldsrentebelastningen får et mer moderat forløp. Skiftanalyser, med blant annet et markert høyere rentenivå, gir utslag i en ikke ubetydelig økning i gjeldsrentebelastningen, men for sekto-

Figur 1.5 Kjernekapitaldekning og utlånsvekst i de største bankene pr. 31.03.98. Prosent



Kilde: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 1.6 Bankenes samlede utenlandsfinansiering og obligasjonsgjeld til utlandet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

ren samlet vil rentebelastningen fortsatt ligge på et moderat nivå.

Bankenes bokførte resultater har de siste årene gjennomgående vært tilfredsstillende og til dels gode. Det har imidlertid vært en markert avtakende trend. Når en tar hensyn til at de gode resultatene dels kan tilskrives unormalt lave tap, dels at flere av de store bankene ikke har vært i skatteposisjon, synes den underliggende inntjeningen mindre tilfredsstillende.

Den svekkede inntjeningen skyldes i betydelig grad redusert rentenetto som følge av sterk konkurranse. I denne rapporten ser vi på to forhold som etter vår vurdering vil bidra til at dette konkurransepresset opprettholdes og trolig tiltar i årene fremover. Det ene er teknologiske innovasjoner, som både gjør det enklere for nye utenlandske finansinstitusjoner å tilby tjenester i det norske finansmarkedet, og som gjør det enklere for nye aktører å ta opp konkurransen med bankene innenfor enkeltsegmenter. Det andre er introduksjonen av euro, som ser ut til å forsterke en del av de utviklingstrekkene vi allerede har sett en tid, med økt internasjonalisering og økt konkurranse over landegrensene.

Kombinasjonen av sterk utlånsvekst og press på inntjeningen har resultert i en økning i bankenes kreditt- og likviditetsrisiko, samtidig som soliditeten er svekket. Den gjennomsnittlige kapitaldekningen i bankene er fortsatt tilfredsstillende. Fremskrivninger av bankenes resultater tyder imidlertid på at kapitaldekningen vil kunne falle ytterligere med mindre bankene klarer å bedre resultatene, for eksempel gjennom kostnadsreducerende tiltak.

Veksten i innskudd fra kunder har de siste årene vært lavere enn utlånsveksten. Bankene har dermed måttet finansiere en stor del av utlånsveksten via andre kilder. Utenlandsfinansieringen har tiltatt sterkt de to siste årene, og ved utgangen av mars i år utgjorde bankenes samlede utenlandsgjeld vel 200 milliarder kroner. En betydelig del av dette er kortsiktige lån, noe som innebærer at bankenes sårbarhet for bortfall av kortsiktig finansiering har økt. Det siste året har det imidlertid vært en økning i finansieringen via obligasjonsmarkedet, noe som bidrar til at likviditetsrisikoen knyttet til denne typen finansiering reduseres.

Med utgangspunkt i fremskrivningene for husholdninger og foretak er det laget fremskrivninger av bankenes fremtidige inntjening. Formålet med fremskrivningene er å peke på hvilke konsekvenser ulike utviklingstrekk vil ha for bankenes inntjening og soliditet. I en situasjon hvor konkurransepresset opprettholdes, og muligheten til å øke inntektene således er begrenset, vil for eksempel en økning i utlåns-tapene stille store krav til blant annet kostnadsutviklingen i bankene.

Det er lagt til grunn en gradvis reduksjon i bankenes årlige utlånsvekst ned mot 9 prosent i 2001. Både forretnings- og sparebankene antas å få noe svekket rentenetto i 1998 og

1999. Dette begrunnes ut fra fortsatt økt konkurranse både på innskudds- og utlånsmarkedet, med det resultat at rentemarginen faller svakt i begynnelsen av perioden. Som en konsekvens av økte tap øker marginen på utlån noe mot slutten av fremskrivningsperioden. I basisscenarioet er det lagt til grunn at bankenes bokførte tap gradvis øker mot 0,5 prosent av netto utlån. Kostnadsveksten er antatt å holde seg om lag på dagens nivå de to første årene, for deretter å avta noe.

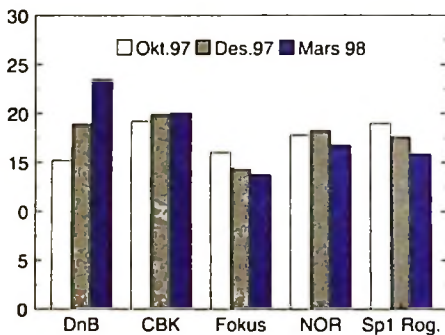
Gitt disse forutsetningene viser beregningene at bankenes driftsresultater etter tap vil kunne svekkes ytterligere i årene fremover, og kjernekapitaldekningen vil kunne falle – sterkest for forretningsbankene. Hvis bankene ikke klarer å øke rentemarginen, eller dersom tapene øker ytterligere, vil resultatene bli enda svakere.

Slike fremskrivninger for bankene vil i betydelig grad være avhengig av de forutsetninger som legges til grunn, og de vil være beheftet med betydelig usikkerhet. Gitt de makroøkonomiske utviklingstrekkene og det konkurransebildet vi ser konturene av, viser imidlertid fremskrivningene at bankene vil stå overfor store utfordringer når det gjelder å opprettholde inntjeningen og soliditeten på et tilfredsstillende nivå.

2.1 Fortsatt høy kredittvekst

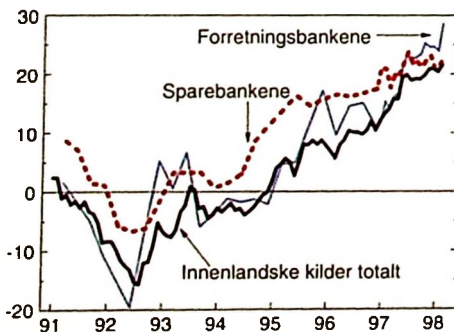
Den høye kredittveksten har fortsatt inn i 1998. I tolv månedersperioden fram til utgangen av april var økningen i publikums innenlandske kreditt (K2) 9,8 prosent – om lag det samme som ved årsskiftet 1997/8. Sammenlignet med måneden før var det imidlertid en nedgang på 0,8 prosentpoeng, noe som kan ha sammenheng med ulik plassering av påsken i 1997 og 1998. Justert for den generelle prisstigningen er både utlånsveksten fra alle innenlandske kilder og fra bankene forholdsvis nær de svært høye vekstratene fra midt på 1980-tallet. Veksten i K2 er også klart høyere enn veksten i bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge.

Figur 2.1 Tolvmånedersvekst i utlån fra de største bankene. Morbank. Prosent



Kilde: Bankenes kvartals- og årsrapporter

Figur 2.2 Tolvmånedersvekst i utlån til foretakssektoren. Prosent



Kilde: Norges Bank

Få tegn til strammere utlånspraksis i bankene

På tilbudssiden er fremdeles bankene hovedkilden til kredittveksten. Flere av de største bankene annonserte innstramminger i långivningen i fjor høst og ved fremleggelse av årsresultatene for 1997, men så langt har en ikke registrert merkbare effekter av disse tiltakene. Det kan dessuten pekes på at bankene også er tilbydere av kreditt gjennom datterselskap. Det er særlig grunn til å merke seg utlånsveksten fra finansieringsselskapene. Justert for et par særskilte forhold må en tilbake til april 1994 for å finne vekstrater for finansieringsselskapene på tolv månedersbasis som er under 15 prosent. Kredittveksten til publikum fra statsbankene, forsikringsselskapene og obligasjons- og sertifikatmarkedet er fremdeles lav og til dels negativ.

De private ikke-finansielle foretakenes låneopptak har økt meget kraftig den senere tid, og har så langt representert den viktigste drivkraften til kredittveksten fra etterspørselssiden. Kredittveksten til foretakssektoren fra alle innenlandske kilder var på om lag 22 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av mars 1998, jf. figur 2.2. Tall fra Findatr-databasen for tredje kvartal 1997 viser at vekstraten er om lag den samme når de utenlandske kildene inkluderes. De private bankenes utlån til sektoren har økt enda noe kraftigere. I tillegg til at vekstratene nå er høye, kan en peke på at dette har vedvart over lengre tid. I sparebankene har volumet av næringslivslån om lag fordoblet seg i løpet av siste fireårsperiode.

Sterk utlånsvekst til tradisjonelt tapsutsatte næringer

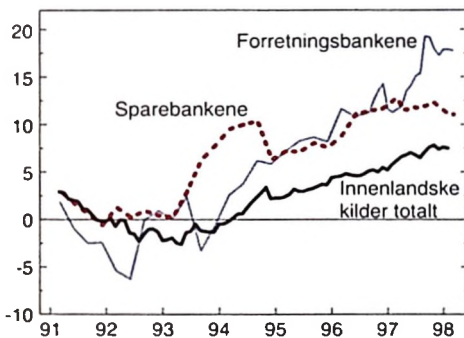
Næringsfordelte utlånstall for forretnings- og sparebankene er gjengitt i tabell 2.1. Det fremgår at bankenes utlån til enkelte tradisjonelt tapsutsatte næringer økte kraftig

Tabell 2.1 Utlån til utvalgte næringer. Tolvmånedersvekst (V) i prosent og nivå (N) i milliarder kroner

1. kvartal 1998	Forr.bank		Sparebank	
	V	N	V	N
Industri og bergverk	27	27	7	11
Bygg og anlegg	24	10	13	8
Vareh., hotell og rest.	12	29	20	19
Utenriks sjøfart	6	23	45	5
Eiendomsdrift m.v.	36	87	22	38
Lønnstakere	20	182	12	194
Publikum	22	399	14	312

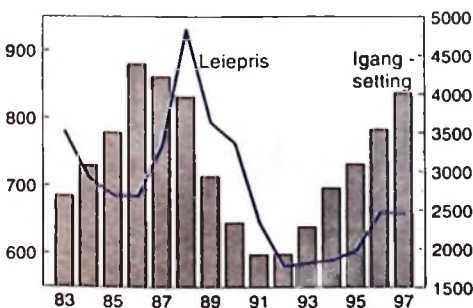
Kilde: Norges Bank

Figur 2.3 Tolvmånedersvekst i utlån til husholdningssektoren. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 2.4 Realleiepris for kontorlokaler og igangsetting av næringsbygg (areal). Kroner pr. kvadratmeter (basisår 1983) og areal i 1000 kvadratmeter.



Kilde: SSB, DnB, Dagens Næringsliv og Eiendomsspar AS

gjennom tolv månedersperioden fram til utgangen av mars 1998. Sett i lys av den senere tids kraftige prisvekst i eiendomsmarkedene, kan det være særlig grunn til å fremheve den kraftige utlånsveksten til eiendomsdrift. Utlånsveksten fra forretnings- og sparebankene til denne næringen var på henholdsvis 36 og 22 prosent ved utgangen av første kvartal 1998. Utlån til denne næringen utgjør nesten 40 prosent av bankenes samlede næringslån. I tillegg kommer at næringens låneopptak fra andre kilder også har økt markant. Finansieringsselskapenes og kredittforetakenes utlån til eiendomsdrift, som utgjør om lag 35 milliarder kroner, økte med henholdsvis 21 og 15 prosent i løpet av 1997. Andre næringer med betydelig vekst i låneopptaket er bygge og anleggsvirksomhet, industri og bergverksdrift samt varehandel, hotell- og restaurantdrift.

Med en tolv månedersvekst på 7½ prosent ved utgangen av første kvartal 1998 er veksten i husholdningssektorens lånegjeld fremdeles lavere enn for hele publikumssektoren. De siste årene har vekstratene økt jevnt og om lag i takt med veksten i disponibel inntekt. Utlånsveksten fra bankene til husholdningssektoren har ligget på noe over 10 prosent de siste årene, med unntak av forretningsbankenes utlån, som gjennom deler av 1997 og 1998 er påvirket av en større overføring av lån fra Vital forsikring til DnB.

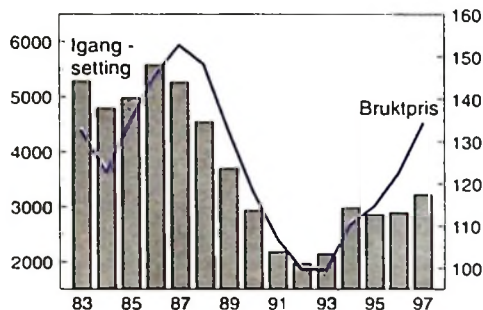
2.2 Kraftig oppsving i eiendomsmarkedene

I den senere tid har utviklingen på eiendomsmarkedene i enkelte regioner gitt assosiasjoner til forløpet midt på 1980-tallet. Erfaringene fra forrige høykonjunktur tilsier at finansinstitusjonenes långivning bør være meget konservativ i en slik situasjon.

Byggearealsstatistikken for igangsatte næringsbygg viser at både aktivitetsveksten og -nivået er nær toppnivået fra 1980-årene. Tallene er riktignok påvirket av byggingen av hovedflyplass på Gardermoen og nytt Rikshospital, men igangsettingen i viktige næringer som hotell- og restaurant, eiendomsdrift og industri viser også meget høy vekst. Det er også registrert kraftig vekst i leieprisene for de mest attraktive kontorlokalene i flere av landets største byer. Så langt på 1990-tallet har riktignok veksten i den aggregerte leieprisindeksen for kontorlokaler vært vesentlig lavere enn på 1980-tallet. Ifølge statistikken er den aggregerte leieprisen pr m² i dag om lag 30 prosent lavere enn realprisen i 1988. En skal imidlertid være varsom ved tolkningen av indikatoren fordi den bygger på et relativt lite datagrunnlag.

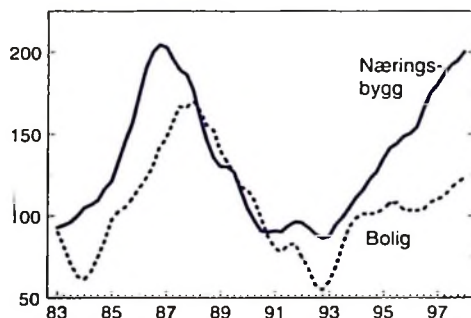
Den stigende trenden i både nominelle og reelle priser på brukte boliger har vedvart inn i 1998. Etter tegn til avdemping i prisveksten for brukte boliger i siste del av 1997 har veksten ifølge de fleste prisindekser tiltatt klart så langt i 1998. Den reelle bruktboligprisen for hele landet ligger om lag 10 prosent under toppnivået fra 1987. Selv om arealet av

Figur 2.5 Realprisindeks for brukte boliger (1993=100) og igangsetting av boliger (areal i 1000 kvadratmeter).



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Econ

Figur 2.6 Ordretilgang for boliger og næringsbygg. Fire kvartalers glidende gjennomsnitt. Verdiindeks, 1992=100



Kilde: Norges Bank

igangsatte boliger økte med 11 prosent fra 1996 til 1997, var igangsettingen noe lavere enn forventet. Relativt lav nybyggingsaktivitet og betydelig nettoinnflytting til de største byene har således bidratt til den betydelige prisveksten i bruktboligmarkedet. Kapasitetsmangel i bygge- og anleggsnæringen og tomtmangel har vært nevnt som årsaker til at igangsettingen var forholdsvis moderat i 1997 – til tross for betydelige etterspørselsimpulser. For årets fire første måneder er det registrert en vekst i igangsettingen på vel 3 prosent sammenlignet med tilsvarende periode i 1997.

Lave realrenter etter skatt, høy inntektsvekst og betydelig prisvekst i både markedet for brukte boliger og næringsseidommer er faktorer som peker i retning av fortsatt høy etterspørsel i eiendomsmarkedene for inneværende og neste år. Den høye etterspørselen bekreftes av høy ordretilgang på boliger og ikke minst næringsbygg, jf. figur 2.6. På tilbudssiden vil ferdigstillelse av flere store offentlige byggeprosjekt gi ledig kapasitet. Dette vil frigjøre ressurser som kan virke positivt på igangsettingen. På den annen side kan endringer i byggeloven og nye tekniske forskrifter, gjennom økt saksbehandlingstid og økte byggekostnader, virke dempende. På kort sikt synes derfor de prisdempende effektene fra større eiendomsmasse å bli moderate i forhold til den sterke etterspørselen.

Den konjunkturoppgangen vi har hatt de siste årene har vært gunstig for husholdninger og foretak, og dermed også for finansinstitusjonene. Blant annet har utviklingen i de ikke-finansielle foretakene vært en viktig årsak til den hurtige konsolideringen av norske banker etter bankkrisen. Realøkonomiske forhold som påvirker husholdninger og foretak er således av stor betydning. Det er derfor gjort beregninger av den finansielle utsattheten i husholdnings- og foretakssektoren fram mot år 2001 ved hjelp av Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Det understrekes at beregningene er beheftet med betydelig usikkerhet. Fremskrivningene er basert på det makroøkonomiske bildet for årene 1998-2001 som ble tegnet i Penger og Kreditt 1997/4, og den løpende realøkonomiske utviklingen beskrevet i inflasjonsrapporten i dette nummer av Penger og Kreditt.

Hovedelementer i den realøkonomiske utviklingen for inneværende år og neste år er en fortsatt sterk vekst i etterspørsel og produksjon. Dette vil kunne føre til økt lønns- og prisstigning og derigjennom svekket konkurransevne. En slik utvikling vil kunne gi dårligere inntjening i foretakssektoren og etter hvert også svekke husholdningenes finansielle stilling. Anslagene for mellomlang sikt varsler et konjunkturomslag, med svake etterspørselsimpulser til fastlandsøkonomien – først og fremst på grunn av negative vekstbidrag fra foretaksinvesteringene. Dette vil føre til at arbeidsledigheten øker, men fra et svært lavt nivå.

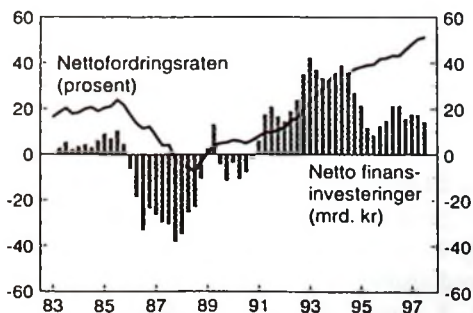
3.1 Fortsatt god finansiell stilling i husholdningene

Sterk finansiell stilling i husholdningene samlet sett ...

Målt ved husholdningenes samlede netto finansformue synes husholdningssektorens finansielle stilling å være meget god. Fra en netto gjeldsposisjon svarende til 7 prosent av sektorens disponible inntekt i 1988 har formuen steget jevnt – både gjennom den påfølgende nedgangskonjunkturen og i den oppgangsperioden vi nå er inne i. Ved utgangen av tredje kvartal 1997 var husholdningenes netto finansformue 280 milliarder kroner, eller om lag 51 prosent av disponibel inntekt, jf. figur 3.1. Husholdningenes formue økte med over 50 milliarder kroner de tre første kvartalene av 1997. 31 milliarder av denne økningen skyldes omvurderinger, i all hovedsak kursgevinster på verdipapirer og forsikringskrav, mens netto finansinvesteringene utgjorde 19 milliarder.

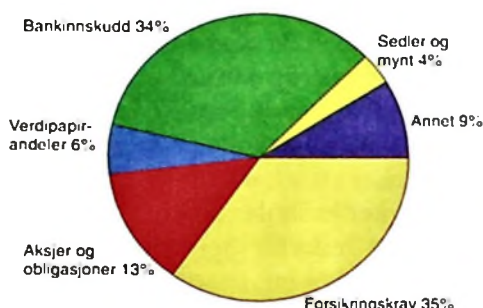
Positive og relativt høye netto finansinvesteringer i husholdningene er en markant forskjell fra forrige høykonjunktur. Kredittmarkedsstatistikken kan imidlertid tyde på at

Figur 3.1 Husholdningenes netto finansinvesteringer siste fire kvartaler og netto fordringsraten.



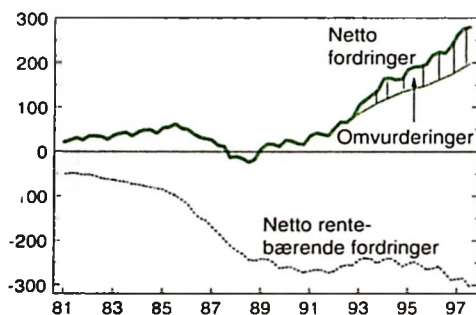
Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Husholdningenes finansaktiva pr. 30.09.97. Andeler av samlede finansaktiva



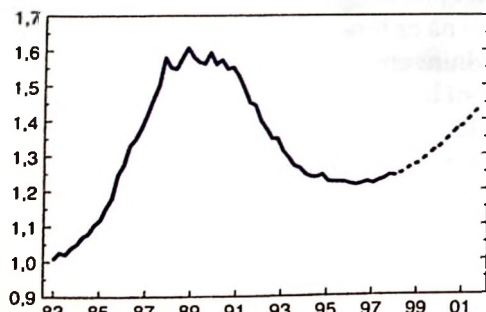
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Netto fordringer, omvurderinger og netto rentebærende fordringer for husholdningene. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Figur 3.4 Lån som andel av disponibel inntekt. Husholdningssektoren.



Kilde: Norges Bank

finansinvesteringene, som vist i figur 3.1, er i ferd med å falle.

... men store fordringsposter er lite likvide og aksjebeholdningen skjevt fordelt

Flere forhold taler for at utviklingen i husholdningenes samlede netto fordringer ikke er en god indikator for deres evne til å dekke fremtidige låneforpliktelser. Som vist i figur 3.2 er om lag en tredjedel av brutto fordringene forsikringskrav. Dette er reserver som forsikringsselskap og pensjonskasser holder for å møte fremtidige forpliktelser overfor husholdningene, og er i liten grad formue som husholdningene etter eget valg kan gjøre likvide. Holdes forsikringskravene utenom, har husholdningene om lag 55 milliarder kroner i netto gjeld.

Videre er aksjeformuen fortsatt svært skjevt fordelt, selv om det er blitt flere aksjonærer og eiere av aksjefondsandeler de siste årene. Ifølge selvangivelsesstatistikken for 1996 var 60 prosent av alle VPS-registrerte aksjer eid av de 5 prosent av skattebetalerne med høyest inntekt i henhold til skattelikningen, og for aksjer ikke registrert i VPS var fordelingen enda skjevare.

En stor del av de siste års verdiøkning i husholdningenes nettoformue skyldes prisstigning på verdipapirer, og ikke finansinvesteringer. I perioden 1993–97 bidrog omvurderingene, som er vist ved det skraverete feltet i figur 3.3, til å øke fordringene med 82 milliarder kroner. De store omvurderingene reflekterer i noen grad den usikkerhet som knytter seg til kursutviklingen i verdipapirmarkedene. Sammen med den skjeve fordelingen av aksjeporteføljen og forsikringskravenes lave likviditetsgrad, tilsier dette at det er bankinnskuddene som i de fleste husholdninger representerer den viktigste finansielle bufferen mot uforutsette utgiftsøkninger eller inntektskutt.

Som mål på husholdningenes finansielle stilling kan det derfor være mer relevant å betrakte netto rentebærende fordringer. Av figur 3.3 fremgår det at husholdningenes netto rentebærende fordringer ikke har økt på 1990-tallet. Ved utgangen av tredje kvartal 1997 var netto rentebærende fordringer -302 milliarder kroner. Nominelt er dette noe lavere enn ved inngangen til 1990-tallet. Tar vi hensyn til prisstigningen, er realverdien den samme som i 1991. Tendensen de siste årene – og i særlig grad det siste året – synes å være at netto rentebærende gjeld øker.

Husholdningenes finansielle stilling er likevel vesentlig bedret de siste 10 årene. Et mål på dette er forholdet mellom husholdningenes brutto gjeld og disponible inntekter. Mens husholdningenes lånegjeld samlet sett var over 1,5 gang så stor som årsinntekten ved slutten av 1980-tallet, er nå gjeldsraten kommet ned i 1,2, jf. figur 3.4. Dette skyldes både lav og til dels negativ vekst i låneopptakene i første del av 1990-

tallet, og at husholdningene har hatt sterk inntektsvekst. Nominelt økte disponibel inntekt med 70 prosent, og reelt med 30 prosent, fra 1988 til 1997.

I fjor økte imidlertid gjelden sterkere enn disponibel inntekt for første gang på mange år, og makroøkonomiske fremskrivninger tyder på at denne utviklingen vil kunne fortsette. Dette er vist ved den stiplede linjen i figur 3.4. Selv om gjeldsraten også etter årtusenskiftet vil være klart lavere enn toppnivået i 1988–89, er økningen betydelig. Ved et lavt rentenivå trenger ikke dette være problematisk. Det innebærer likevel at husholdningene blir mer sårbare for økninger i rentenivået.

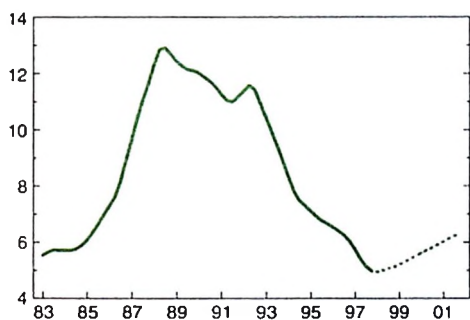
Et aggregert mål på husholdningenes gjeldsrentebelastning er samlede renteutgifters andel av husholdningenes kontantinntekt (disponibel inntekt pluss brutto renteutgifter) som vist i figur 3.5. Brutto renteutgifter er her målt etter skatt, dvs. etter at gjeldsfradraget er trukket fra. Renteutgiftene legger nå beslag på kun 5 prosent av husholdningenes kontantoverskudd, mens de utgjorde knapt 13 prosent på det meste i 1988. Forskjellen skyldes lavt rentenivå og forholdsvis lav gjeldsrate sammenliknet med for 10 år siden, mens redusert gjeldsfradrag trekker i motsatt retning. Gjeldsrentebelastningen vil øke noe som følge av den siste tids renteøkning, og i årene framover vil først og fremst noe høyere gjeldsrate bidra til å øke renteutgiftenes andel av kontantinntekten. Som vist i figur 3.5 er imidlertid ikke økningen spesielt stor med de forutsetninger som her er lagt til grunn.

Det viktigste panteobjektet for husholdningene er boliger. Som en indikator for belåningsgraden vises i figur 3.6 brutto utlån til husholdningene som andel av sektorens boligformue. Indikatoren er sterkt påvirket av boligprisutviklingen, og særlig har stigende boligpriser de siste fem årene bidratt til å redusere belåningsgraden. Tiltakende utlånsvekst gjør at dette fallet nå har stoppet opp. Fremskrevet bane for indikatoren er vist ved den stiplede linjen. Selv om en legger til grunn relativt sterk utlånsvekst fremover, innebærer ikke anslagene noen vesentlig svekkelse av bankenes sikkerheter målt med denne indikatoren. Den viktigste årsaken er at boligprisene ventes å stige gjennom hele perioden.

Sterkt press i boligmarkedet øker imidlertid faren for at boligprisene bringes opp på et nivå vesentlig over det som underliggende økonomiske faktorer gir grunnlag for. Dette øker fallhøyden, og særlig dersom økonomien blir utsatt for økonomiske sjokk som tilsier lavere boligpriser. På grunn av selvforsterkende mekanismer i boligprisdannelsen, kan pris-korreksjonene i boligmarkedet bli betydelige og bankenes panteverdier tilsvarende redusert. Sammen med et svekket inntektsgrunnlag i husholdningene vil dette i så fall kunne øke bankenes tap.

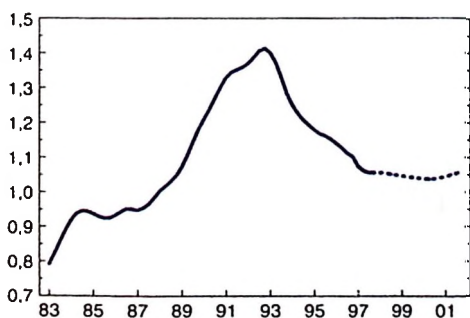
For å undersøke hvor sårbare husholdningene vil være dersom rentene skulle øke og finanspolitikken strammes til, har vi sett på hvordan de finansielle indikatorene i RIMINI

Figur 3.5 Renteutgifter i prosent av kontantinntekt. Husholdningssektoren. Glidende gjennomsnitt siste fire kvartaler. Prosent



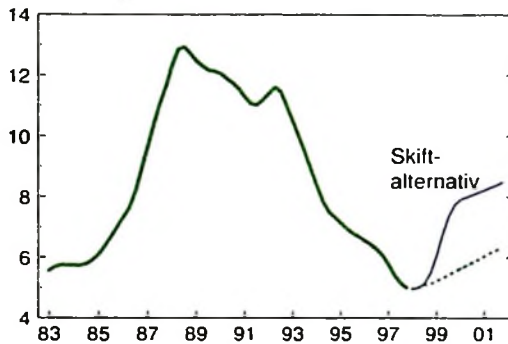
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Lån som andel av boligformuen. Husholdningssektoren. Glidende gjennomsnitt siste fire kvartaler. Prosent



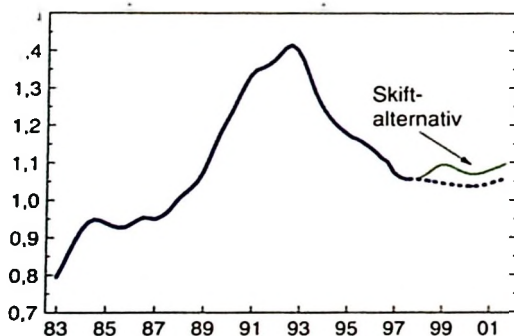
Kilde: Norges Bank

Figur 3.7 Renteutgifter i prosent av kontantinntekt. Husholdningssektoren. Virkning av skifteksperiment. Glidende gjennomsnitt siste fire kvartaler. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Lån som andel av boligformuen. Husholdningssektoren. Virkning av skifteksperiment. Glidende gjennomsnitt siste fire kvartaler. Prosent



Kilde: Norges Bank

vil påvirkes av et slikt skifteksperiment. Det understrekes at eksperimentet må sees på som en ren «stress-test» og ikke som uttrykk for et sannsynlig hendelsesforløp. I skiftanalysen lar vi offentlige utgifter reduseres med 12 milliarder kroner fra og med 1999, samtidig som rentenivået øker med til sammen 3 prosentpoeng gjennom de to siste kvartaler av 1998 og første kvartal i 1999.

Et høyere rentenivå gir umiddelbart utslag i økte renteutgifter, jf. figur 3.7. Over tid øker gjeldsrentebelastningen ytterligere som følge av at husholdningenes inntekter øker mindre enn i referansebanen, men over den tidshorizonten vi ser på, øker gjeldsrentebelastningen ikke til et nivå som synes kritisk for husholdningene samlet sett.

Høyere rente og finanspolitisk innstramming gir vesentlig lavere utlånsvekst, men fordi veksten i boligprisene dempes enda mer, øker likevel belåningsgraden, jf. figur 3.8.

En del husholdninger vil trolig få problemer med å betjene lån med den renteøkningen vi har lagt til grunn i skifteksperimentet. Dette vil føre til en viss økning i bankenes tap. En del husholdninger har fått betydelig høyere inntekter som følge av den siste tidens sterke sysselsettingsvekst. Disse er trolig også relativt godt representert blant de som nylig har investert i bolig. Gjennomgående vil mange av disse husholdningene ha lite egenkapital, og de kan også være mer utsatt for å miste jobben når presset i økonomien avtar.

En viktig årsak til at husholdningenes finansielle utsatthet ikke øker vesentlig i skifteksperimentet, er at husholdningenes lånegjeld både sett i forhold til deres inntektsutvikling og sett i forhold til verdien av boligkapitalen i utgangspunktet er ganske lav. I henhold til fremskrivningene vil husholdningenes gjeldsbelastning i referansebanen være klart større i år 2001 enn den er i dag. Et tilsvarende skift mot slutten av fremskrivningsperioden ville dermed trolig gitt vesentlig sterkere effekter. Likeledes viser fremskrivningene at boligprisene vil være høyere, og dermed er også fallhøyden i boligmarkedet større.

3.2 Økende finansiell utsatthet i foretakssektoren

I forrige Finansielt utsyn ble det presentert en risikoklassifisering av foretakssektorens gjeld for perioden 1993–96. Beregningene viste at kredittrisikoen knyttet til foretakssektorens gjeld økte noe fra 1995 til 1996. Herunder ble det pekt på at ny langsiktig gjeld finansierte en større andel av investeringene i 1996 enn i de foregående to år, og at en økende andel av kreditten ble formidlet til såkalte høyrisikoforetak.

Mens beregningene i den forrige rapporten var basert på et omfattende tallmateriale for enkeltforetak, forsøkes det i dette avsnittet å føre analysen videre på aggregerte tall fra nasjonalregnskapet og kredittmarkedsstatistikken. Ved hjelp av RIMINI blir det også presentert fremskrivninger av sektorens finansielle utsatthet fram mot 2001.

Forsterkede tendenser til at bankenes kredittrisiko øker

I samsvar med beregningene i forrige rapport viser analysen av foretakssektoren på aggregerte tall at den finansielle utsattheten nådde et bunnpunkt i 1995 etter flere år med finansiell konsolidering. Siden har sektorens finansielle utsatthet økt moderat i 1996 og noe sterkere i løpet av 1997. Den senere tids kraftige lånevekst stiller økte krav til foretakssektorens fremtidige inntjening for å kunne betjene gjelden.

Selv med en utvikling i perioden 1998–2001 der veksten i foretakssektorens rentebærende gjeld reduseres betydelig og ned mot den nominelle veksten i BNP Fastlands-Norge, tegner fremskrivningene et bilde av foretakssektoren der den finansielle utsattheten er økende og relativt høy.

I fremskrivningsperioden øker den rentebærende gjelden klart mer enn kontantoverskuddet, og forholdet mellom de to størrelsene øker til et høyt nivå historisk sett, jf. figur 3.9. En økning i indikatoren betyr økt gjeldsbelastning og høyere risiko for at økonomiske korreksjoner eller sjøkk resulterer i svak gjeldbetjeningsevne og økte tap i finansiell sektor. Mot slutten av fremskrivningsperioden er veksten i rentebærende gjeld moderat, men økende lønnskostnader og lav vekst i verdiskapingen fører til at indikatoren øker ytterligere.

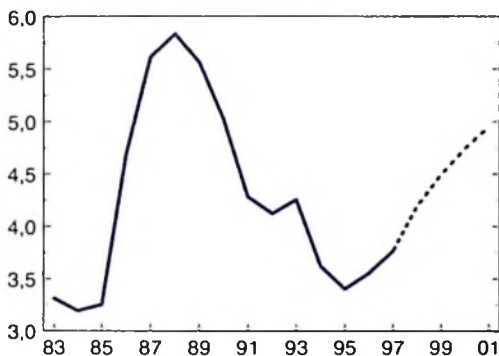
Foretakssektorens gjeldsbetjeningsevne vil i tillegg til gjeldsnivå og inntjening avhenge av renteutviklingen. I figur 3.10 illustreres en indikator som kombinerer de tre størrelsene i forholdstallet renteutgifter i prosent av kontantoverskudd. Av figuren fremgår det at foretakssektorens gjeldsrentebelastning ble markant lavere i perioden 1990–97, etter å ha ligget på om lag 50 prosent i siste halvdel av 1980-årene. Som følge av nedgang i rentenivået fortsatte indikatoren å falle også etter 1995.

Indikatoren for gjeldsrentebelastningen øker noe i fremskrivningsperioden, men ligger fortsatt under 30 prosent. Den moderate utviklingen kan i vesentlig grad tilskrives at vi som en teknisk forutsetning har om lag uendret rentenivå i pengemarkedet – og en relativt stabil utvikling i de økonomiske rammebetingelsene for øvrig. Virkningene på foretakssektorens gjeldsrentebelastning av en eventuell økonomisk innstramming drøftes videre i neste avsnitt.

Utviklingen i foretakssektorens gjeld har nær sammenheng med investeringsutviklingen. Fastlandsforetakenes investeringer har økt betydelig gjennom de siste årene og har kommet opp på et høyt nivå. Norges Bank anslår fortsatt vekst i fastlandsforetakenes investeringer i år, men videre utover i fremskrivningsperioden ventes noe svakere konkurranseevne å gi negativ investeringsvekst i fastlandsforetakene. Investeringsnivået vil likevel ligge på et relativt høyt nivå ut perioden.

I forrige Finansielt utsyn pekte vi på at såkalte høyrisikoforetak stod for en økende andel av investeringene, og at gjeldsandelen av investeringene hadde økt. Aggregerte tall

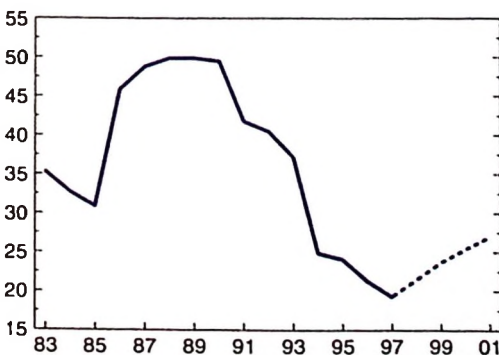
Figur 3.9 Rentebærende gjeld som andel av kontantoverskudd fratrukket renteutgifter¹⁾. Private ikke-finansielle foretak. Andel



Kilde: Norges Bank

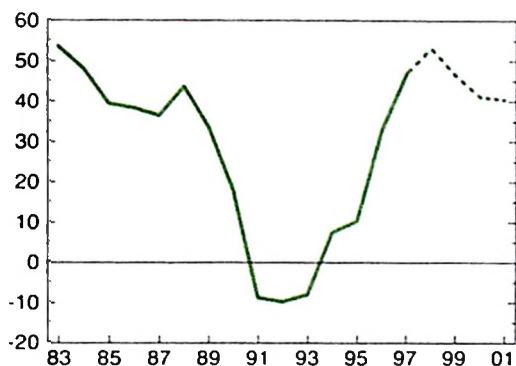
¹⁾ Rentebærende gjeld er definert som lån fra innen- og utenlandske finansinstitusjoner samt fra obligasjons- og sertifikatmarkedet. Kontantoverskudd er definert ved summen av brutto produkt og formuesinntekt fratrukket lønnskostnader og skatt. I nevneren til indikatoren i figuren er renteutgiftene trukket fra kontantoverskuddet for å få et mål på sektorens evne til å betale avdrag.

Figur 3.10 Renteutgifter i prosent av kontantoverskudd. Private ikke-finansielle foretak. Prosent



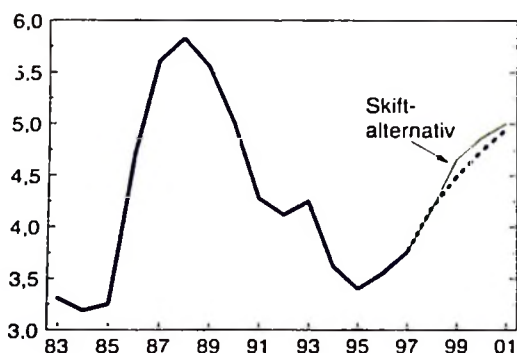
Kilde: Norges Bank

Figur 3.11 Gjeldsandeler for realinvesteringer. Private ikke-finansielle foretak. Glidende gjennomsnitt siste 12 kvartaler. Prosent



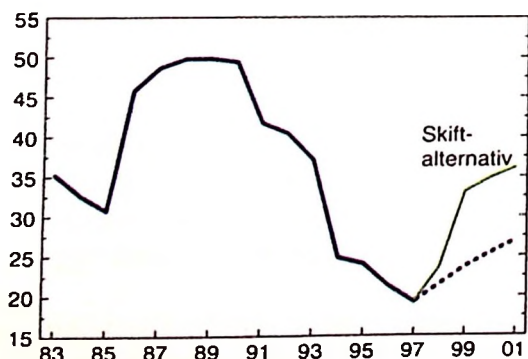
Kilde: Norges Bank

Figur 3.12 Rentebærende gjeld som andel av kontantoverskudd fratrukket renteutgifter. Virkninger av skifteksperiment. Private ikke-finansielle foretak. Andel



Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Renteutgifter i prosent av kontantoverskudd. Virkninger av skifteksperiment. Private ikke-finansielle foretak. Prosent



Kilde: Norges Bank

for foretakssektoren bekrefter økningen i gjeldsfinansiering av investeringene og viser en kraftig forsterkning av tendensen gjennom 1997, jf. figur 3.11. Gjeldsandelen har økt betydelig fra inngangen til konjunkturoppgangen i 1993, og ligger nå på høyde med andelene midt på 1980-tallet. De negative andelene i perioden 1991–93 kan føres tilbake til lavt investeringsnivå og at foretakene som gruppe netto nedbetalte gjeld. I tillegg bidrog bankenes tapsavsetninger til lavere lånegjeld i disse årene. Tendensen til økende gjeldsfinansiering av investeringene bekreftes av nasjonalregnskapets foreløpige tall for offentlige og private foretaks netto finansinvesteringer. Netto finansinvesteringene ble kraftig redusert fra 1996 til 1997, og foreløpige beregninger for 1997 viser netto finansinvesteringer på -56 milliarder kroner – om lag på linje med nivået fra midt på 1980-tallet.

Utover i fremskrivningsperioden avtar gjeldsandelen til 40 prosent etter å ha ligget på noe over 50 prosent i 1998. Foretakssektorens evne til å selvfinansiere investeringene svekkes gjennom redusert inntjening som følge av lavere konkurranseevne og dempet etterspørselsvekst. Likevel avtar gjeldsandelen blant annet fordi nyetableringene ventes å avta med konjunkturedgangen. Belåningsgraden faller med andre ord som følge av at det i økende grad er foretak med relativt sett høy selvfinansieringsevne som står bak investeringene.

Merkbare effekter av en økonomisk innstramming

I dette avsnittet vurderes effektene på foretakssektorens finansielle utsatthet av samme type økonomiske innstramming som for husholdningssektoren, dvs. en «stresstest» der både penge- og finanspolitikken innstrammes.

Som følge av økt rentenivå reduseres veksten i sektorens rentebærende gjeld klart i forhold til referansebanen. Den kontraktive finanspolitikken bidrar også etter noe tid til lavere låneopptak gjennom svakere aktivitets- og investeringsvekst. Samtidig avtar imidlertid også veksten i foretakssektorens kontantoverskudd slik at forholdstallet ikke endres nevneverdig i forhold til referansebanen, jf. figur 3.12. Ved utgangen av fremskrivningsperioden har derfor foretakssektoren fremdeles relativt høy gjeldsbelastning. Innstrammingen vil på noe lengre sikt virke dempende på foretakssektorens gjeldsbelastning.

I figur 3.13 vises gjeldsrentebelastningen til foretakssektoren med og uten innstrammingen i den økonomiske politikken. Av figuren fremgår det at gjeldsrentebelastningen øker til om lag 35 prosent etter årtusenskiftet dersom de antatte innstrammingene finner sted. Dette nivået må anses som relativt moderat sammenlignet med nivået på slutten av 1980-tallet. Innstrammingen vil øke gjeldsrentebelastningen med om lag 10 prosentpoeng relativt til referansebanen, noe som må antas å få en viss effekt på bankenes tap.

I skiftalternativet vårt skjer innstramningene samtidig som økonomien er inne i en høykonjunktur. Arbeidsledigheten er meget lav og etterspørselen rettet mot fastlandsøkonomien er høy. Dersom en tenker seg at de samme innstramningene kommer noe senere og samtidig med at andre faktorer trekker i kontraktiv retning, må det antas at effekten på gjeldsrentebelastningen forsterkes klart og at bankenes tap øker sterkere.

4.1 Betydelige strukturelle endringer i banknæringen

Norsk og europeisk finansnæring har de siste ti til tyve år vært preget av betydelige endringer i rammebetingelsene, med blant annet liberalisering i kredittmarkedet og økt internasjonalisering av finansmarkedene. Disse endringene har bidratt til at konkurransen i de norske finansmarkedene er skjerpet, med et tilhørende press på finansinstitusjonenes inntjening. For bankenes del har dette, spesielt de siste årene, vært gjenspeilet i to forhold: en stadig fallende rentemargin og en fallende innskuddsandel. Begge forhold har trukket i retning av å redusere bankenes inntjening.

De fleste av disse utviklingstrekkene har vært drevet fram av forhold som er uavhengige av etableringen av den økonomiske og monetære union, ØMU. Trendene med deregulering og liberalisering, økt internasjonalisering, endret kundeatferd og hurtig teknologisk utvikling – og økt konkurranse som følge av dette – vil fortsette uansett utvikling i EU. Det er imidlertid mye som tyder på at etableringen av ØMU vil forsterke og akselerere flere av disse utviklingstrekkene.

Vi har sett nærmere på hvordan utfordringer knyttet til innovasjoner innenfor informasjonsteknologi (IT), og iverksettelsen av tredje fase i den økonomiske og monetære union vil kunne påvirke bankenes konkurransesituasjon i årene fremover. I kapittel 4.3 bruker vi denne analysen, sammen med fremskrivningene for husholdninger og foretak, til å beskrive mulige utviklingstrekk i bankene fram mot år 2001.

4.1.1 Teknologiske innovasjoner gir press på inntjeningen

Banknæringen vil mer enn de fleste andre næringer gjennomgå store endringer som følge av informasjonsteknologiske innovasjoner. IT øker generelt mulighetene for å overføre, lagre og bruke informasjon, og forenklet kan en si at dette påvirker bankene fra to hold. For det første griper IT inn i så godt som alle ledd i produksjon og distribusjon av finansielle tjenester. IT øker produksjonskapasiteten i bankenes datasystemer og kan forenkle arbeidsrutiner, og dette virker i seg selv konkurranseskjerpene. Et annet viktig trekk er at nye elektronisk baserte distribusjonskanaler er tatt i bruk og videreutvikles. Minibanker og betalingsterminaler, telefonsentre og internettsider i kombinasjon med etter hvert stor spredning av PC'er, gir økt tilgjengelighet og økt automatisering. På sikt vil interaktivt TV, der man kan kommunisere gjennom både bilde og lyd, og bruk av smarte kort (kort med innebygde mikroprosessorer) få særlig betydning for

denne utviklingen, men når og hvordan dette vil bli kommersielt utnyttet er ennå uvisst.

For det andre påvirker disse informasjonsteknologiske endringene informasjonsstrømmene i samfunnet. Generelle informasjonsproblemer blir mindre og bidrar til å redusere bankenes markedsmakt. Det gjør det vanskeligere å ta større marginer enn det som er nødvendig ut fra kostnadseffektiv drift. Andre aktører i og utenfor finansnæringen styrker dessuten sin konkurranseposisjon i forhold til bankene. Viktige konkurransefortrinn i tillegg til bank- og finansfaglig kompetanse, vil være evne til å bruke teknologi hensiktsmessig og tilgang til kundedatabaser og nettverk som en kan nå kundene gjennom.

På lånemarkedet kan en særlig vente økt konkurranse på lån med det vi kan kalle transparent risiko. Dette vil være lån med godt pant og/eller lån til kunder med god og sikker betalingsevne. Store deler av boliglånsmassen og visse typer næringslån har slike kjennetegn. På lån som er vanskeligere å risikovurdere, vil konkurransen mellom bankene dreie seg om evne til å vurdere og prise risiko. Det minst oversiktlige markedet er etter alt å dømme driftskreditter til små og mellomstore foretak, og her må en vente at konkurransen skjerpes senere og med mindre kraft enn i de mer transparente delene av kredittmarkedet.

Innenfor forbruksfinansiering, der rentenivået ofte har mindre å si for kunden enn for eksempel effektiviteten i tildelingsprosedyren, er marginene gjennomgående høye og inntjeningen tilsvarende god. En ser her en sterk kobling mellom salgssted og finansieringsselskap. Stadig bedre tilgang til informasjon om betalingshistorien og betalings-evnen til kundene, kombinert med bedre vurderings- og kommunikasjonssystemer, har effektivisert kreditttildelingen sterkt. Denne delen av markedet ligger klart til rette for nye deltakere og økt konkurranse.

På sparemarkedet er konkurransen allerede sterk om bankinnskudd, men det utelukkes ikke at konkurransen vil kunne skjerpes ytterligere. Innenfor fondsforvaltning er det trolig større potensiale for økt konkurranse. Tendenser til lavere kjøps- og forvaltningsgebyrer tyder på at denne utviklingen har startet. Fremover vil det være en stor utfordring å bedre investorenes informasjonstilgang i dette markedet. I USA har en sett vellykkede eksempler på foretak som har spesialisert seg på å stille seg mellom kunden og tilbydere av et stort spekter konkurrerende spareprodukt, og på den måten skapt økt transparens.

Nye og billigere betalingsmidler vil bli lansert, og disse ser i stor grad ut til å komme fra ikke-banker. Likevel kan tjenestene bli distribuert i allianse med banker. For betaling over internett er det utviklet sikrere og enklere betalingsmåter enn dagens bruk av kjøpekort, men disse er foreløpig ikke særlig utbredt. Internett vil trolig bidra til at det lanseres nye produkter på områdene mikrobetalinger (dvs. småbeløp)

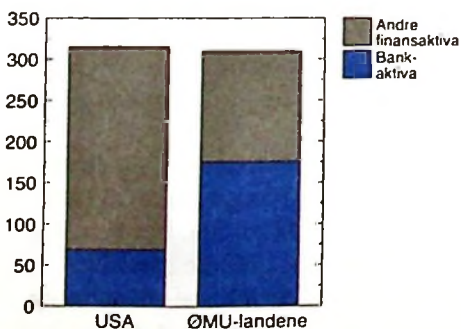
og internasjonale betalinger. Endringer i konkurranseintensiteten vil komme både i foretaks- og personsegmentet.

Styrken i relasjonen mellom bank og kunde vil kunne dempe virkningen av økt konkurranse på enkelte produktområder. Dette vil være tilfellet dersom kundenes eller bankenes byttekostnader er store. Bankene vil også bruke IT til å prøve å binde kunden. Informasjon i kundedatabaser kan brukes til å tilpasse produkt og totale produktpakker til kundenes preferanser og premiere lojalitet, noe som også vil kunne gjøre prisstrukturen uoversiktlig. Selv om IT framover vil være et sentralt verktøy i relasjonsbyggingen, vil imidlertid hovedeffekten av IT trolig være å svekke relasjoner. Relasjonsnedbyggende og konkurranseskjerpene krefter vil f. eks. være firma som spesialiserer seg på å hjelpe kunden med å finne fram til de gunstigste tilbudene i markedet. Et viktig teknologisk redskap er «intelligente agenter», dvs. program som selv leter fram og sammenlikner produktinformasjon fra ulike produsenter. Både kunder, profesjonelle informasjonsbyrå og konkurrerende produsenter vil ha interesse av å ta i bruk slike redskaper.

På kort sikt fører IT-utviklingen først og fremst til et press på bankenes inntjening. Økt konkurranse begrenser bankenes inntekter. På utgiftssiden er trolig den viktigste virkningen at investeringene øker og at høyere avskrivninger bidrar til økte kostnader. År 2000-problemet forsterker investeringsbehovet, og har også ført til at noen banker har fremskyndet planlagte investeringsprosjekt.

Det tar lengre tid å realisere rasjonaliseringsgevinster, og erfaringen så langt er at disse har hatt et forholdsvis beskjedent omfang. Muligheten for å øke inntektsgrunnlaget ved for eksempel utvikling av nye produkter eller ved markedsvekst er trolig relativt begrensede. IT-investeringer gir imidlertid over tid grunnlag for å redusere kostnadene, blant annet gjennom rasjonalisering og nedbygging av filialnett og ved at bankene selv tar i bruk nye distribusjonskanaler. Det er videre grunn til å tro at IT-utviklingen på sikt vil tvinge fram strukturelle endringer i banknæringen.

Figur 4.1 *Finansmarkedenes størrelse i USA og ØMU-landene i 1995. Prosent av BNP*



Kilde: IMF

4.1.2 Felles europeisk valuta gir økt konkurransepress

Etableringen av ØMU vil innebære at banksystemet i eurolandene vil utgjøre verdens klart største bankmarked, og det totale finansmarkedet i ØMU-landene - euromarkedet - vil bli nesten like stort som det amerikanske. Etableringen av et finansmarked av en slik størrelse vil skape både muligheter og utfordringer.

En felles valuta vil bidra til større grad av gjennomsynlighet med hensyn til priser og betingelser, en ytterligere senking av etableringsbarrierene, økt konkurranse over landegrensene og derigjennom også til forsterket konkurranse i bankmarkedene i de enkelte land. Bortfall av valutarisiko, bedre gjennomsynlighet i prisingen og harmonisering av

markedspraksis vil bidra til større dybde og likviditet i verdipapirmarkedene, og dermed trolig også til at kapitalformidlingen i større grad vil gå via verdipapirmarkedet på bekostning av finansinstitusjonene.

Gjennom størrelsen på økonomiene i ØMU vil euroen bli en viktig valuta. Det vil kunne oppstå et press fra bedrifter i euro-sonen om at transaksjoner med land utenfor ØMU skal gjennomføres i euro. For tradisjonell vare- og tjenestehandel med ØMU-landene kan euro derfor i løpet av relativt kort tid bli hovedvalutaen. På noe lengre sikt kan en heller ikke se bort fra at euroen også kan få betydning som oppgjørsvaluta mellom innlendinger.

Den mest umiddelbare konsekvensen for banknæringen av en overgang til felles valuta i ØMU-området er bortfall av vekslinger og sikringsforretninger for de berørte valutaene. Konsekvensene for bankene er imidlertid små – DnB har beregnet at mindre enn 10 prosent av valutavekslingene vil falle bort for norske banker.

Av større betydning vil trolig tilgangen til betalingsformidling i euro være. Riktignok utgjør ikke betalingsformidling til og fra utlandet noen betydelig inntektskilde for norske banker. Det vil imidlertid kunne få større betydning for inntjeningen dersom innenlandske foretak velger å kjøpe flere tjenester enn bare betalingsformidling i euro fra konkurrerende banker, slik at hele kundeforhold går tapt. Hva slags tilgang norske banker får til ØMU-landenes oppgjørssystem i euro, vil dermed kunne ha betydning.

Når det gjelder bankenes utlånsvirksomhet, kan flere forhold trekke i retning av at bankene vil tape markedsandeler – blant annet til utenlandske institusjoner. Utenlandske långivere står i dag for i underkant av 30 prosent av alle utlån til norske foretak. Med økt bruk av euro i norsk næringsliv, og derved større transparens med hensyn til priser og betingelser, vil utenlandske banker trolig bli enda sterkere konkurrenter.

Flere av de store nordiske bankkonsementene definerer Norden som sitt hjemmemarked, og har etablert eller planlegger å etablere filialer i de fleste nordiske land. De største svenske og danske bankene har hittil vært de mest aktive, og til forskjell fra andre internasjonale banker har disse også begynt å interessere seg for markedene for husholdninger og små og mellomstore bedrifter. I Norge gjelder dette særlig Handelsbanken.

Det har i lang tid vært mulig for de største foretakene å foreta låneopptak i obligasjonsmarkedet fremfor gjennom finansinstitusjoner. Et større og mer effektivt obligasjonsmarked i euro vil trolig medføre at noen flere av de store og kanskje også mellomstore foretakene vil kunne oppnå en gunstigere finansiering i dette markedet enn gjennom banker (eller det norske verdipapirmarkedet).

Alt i alt vil trolig innføringen av en felles valuta ha en raske og mer direkte innvirkning på verdipapirmarkedene og

på markedene for store bedrifter enn på markedene for tradisjonelle banktjenester til husholdninger og små og mellomstore bedrifter. Konsekvensene vil dessuten, ihvertfall på kort sikt, bli mindre for norsk banknæring enn for banker i ØMU-land. Konsekvensene for norsk banknæring av innføringen av euro er grundigere drøftet i en egen artikkel i dette nummer av Penger og Kreditte.

4.2 Resultat- og balanseutviklingen i bankene

4.2.1 Svakere resultater i bankene

Både forretnings- og sparebankene¹⁾ hadde et svakere resultat av ordinær drift, målt som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK), i 1997 enn i 1996. Resultatnedgangen skyldtes hovedsakelig lavere rentenetto i begge bankgruppene og høyere bokførte tap i forretningsbankene. Den negative utviklingen i bankenes rentenetto fortsatte i første kvartal 1998, jf. tabellene 4.1 og 4.2.

I forretningsbankene var resultatet av ordinær drift svakere i første kvartal 1998 enn i tilsvarende periode i 1997, både nominelt og som andel av GFK. Hovedforklaringen på dette er høyere andre driftskostnader nominelt og lavere rentenetto i prosent av GFK. Sparebankene hadde et spesielt sterkt fall i rentenettoen i første kvartal, etter at denne inntektskilden viste tegn til stabilisering gjennom 1997. Sparebankenes resultat av ordinær drift ble imidlertid bedret i første kvartal 1998 sammenliknet med samme periode i 1997, dels som følge av lavere driftskostnader i prosent av GFK, dels som følge av lavere bokførte tap.

Tabell 4.1 Resultat- og soliditetsutvikling i forretningsbankene

Forretningsbanker	1. kvartal 1998		1. kvartal 1997		1997
	Mill. kr	% av GFK	Mill. kr	% av GFK	% av GFK
Rentenetto	2727	1,85	2502	1,95	1,94
Andre driftsinntekter	1673	1,13	1647	1,29	1,10
Andre driftskostnader	3012	2,04	2674	2,09	2,13
Driftsresultat før tap	1388	0,94	1475	1,15	0,91
Bokførte tap	-23	-0,02	-88	-0,07	-0,07
Resultat av ordinær drift etter skatt	1399	0,91	1503	1,17	0,93
Kapitaldekning*		10,0		11,3	10,8
Kjermekapitaldekning*		7,4		7,8	7,7

* I prosent av beregningsgrunnlaget

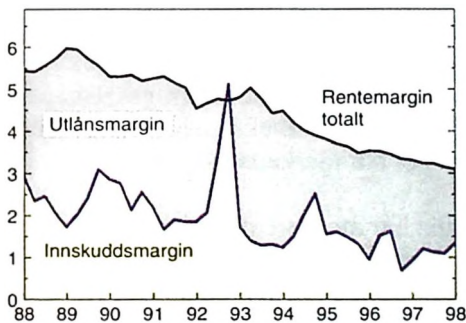
¹⁾ Forretningsbankgruppen omfatter alle forretningsbanker (morbank Norge) unntatt Postbanken, inklusive utenlandskeide filialer. Sparebankgruppen omfatter de 30 største sparebankene.

Tabell 4.2 Resultat- og soliditetsutvikling i de 30 største sparebankene

Sparebanker	1. kvartal 1998		1. kvartal 1997		1997
	Mill. kr	% av GFK	Mill. kr	% av GFK	% av GFK
Rentenetto	2024	2,62	1970	2,92	2,89
Andre driftsinntekter	827	1,07	948	1,25	1,12
Andre driftskostnader	1842	2,39	1771	2,62	2,63
Driftsresultat før tap	1009	1,31	1039	1,54	1,38
Bokførte tap	-24	-0,03	45	0,07	0,07
Resultat av ordinær drift etter skatt	888	1,15	730	1,08	0,94
Kapitaldekning*		12,4		13,6	13,9
Kjernekapitaldekning*		9,7		10,2	10,0

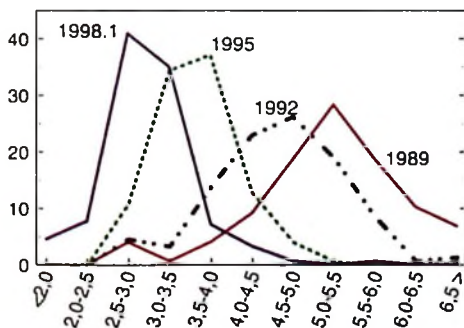
* I prosent av beregningsgrunnlaget

Figur 4.2 Gjennomsnittlig rentemargin på innskudd, utlån og totalt i forretnings- og sparebankene. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Rentemarginene i forretnings- og sparebankene. Andel av bankene innenfor ulike intervaller. Prosent



Kilde: Norges Bank

Reduksjonen i bankenes rentenetto skyldes dels et fortsatt fall i rentemarginen, dels endringer i sammensetningen av bankenes gjeld som følge av at innskuddene fra kunder ikke vokser like sterkt som utlånene. Denne endringen fører til at den rene finansieringskostnaden for utlånene samlet sett blir høyere. En relativt grov analyse viser at om lag 40 prosent av nedgangen i forretningsbankenes rentenetto fra 1996 til 1997 skyldtes endret balansesammensetning, mens det tilsvarende forholdstallet for sparebankene var om lag 30 prosent.

Utviklingen i bankenes utlåns- og innskuddsmarginer er vist i figur 4.2. Figuren viser at det er innskuddsmarginen som har bidratt mest til nedgangen i rentemarginen de siste årene. Dette indikerer at konkurransen om innskuddsmidlene har økt. I første kvartal 1998 falt bankenes gjennomsnittlige utlånsmargin, hovedsakelig som følge av økte pengemarkedsrenter, samtidig som innskuddsmarginen økte. Rentemarginen totalt falt marginalt til 3,1 prosent ved utgangen av kvartalet. I figur 4.3 vises andelen banker innenfor ulike intervaller for rentemarginen. Figuren illustrerer at spredningen i rentemarginen har blitt betydelig mindre de seneste årene. Ved utgangen av første kvartal 1998 hadde 88 prosent av bankene en rentemargin under 3½ prosent, mot 77 prosent ett år tidligere.

På grunn av de senere års fall i rentenettoen som andel av GFK har bankene uttalt at de har som mål å øke inntektene fra andre kilder enn utlåns- og innskuddsvirksomhet. «Andre driftsinntekter» (som andel av GFK) falt imidlertid betydelig både i forretnings- og sparebankene fra første kvartal 1997 til tilsvarende kvartal 1998. Dette skyldes først og fremst lavere inntekter på verdipapirområdet.

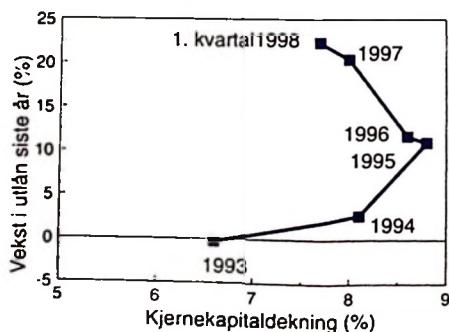
«Andre driftskostnader» var isolert sett høye også i første kvartal i år. Nominelt var driftskostnadene i forretnings- og sparebankene henholdsvis 13 og 4 prosent høyere enn i tilsvarende kvartal i 1997. Dette forsterker vårt inntrykk av at

Tabell 4.3 Bankenes balanser. Milliarder kroner og prosent av forvaltningskapitalen (FVK).

Pr. 31.3.1998	Forretn.-banker		Sparebanker	
	mrd. kr	% av FVK	mrd. kr	% av FVK
Likvide midler	123	18	44	12
Utlån	517	77	323	86
Øvrige eiendeler	29	5	9	2
Sum eiendeler	669	100	376	100
Innskudd fra fininst – herav utenlandske	110 80	16 12	45 29	12 8
Innsk. fra publikum	276	41	225	60
Verdipapirgjeld	141	21	60	16
Annen gjeld	104	16	16	4
Egenkapital	38	6	30	8
Sum gjeld og EK	669	100	376	100

¹⁾ Kasse, innskudd i banker, obligasjoner, sertifikater og aksjer.

Figur 4.4 Kjernekapitaldekning og utlånsvekst i forretningsbankene. Prosent



Kilde: Norges Bank

bankene står overfor store utfordringer i sine uttalte målsettinger om å dempe kostnadene fremover. I prosent av GFK var det imidlertid en svak nedgang i forretningsbankenes «andre driftskostnader», og en relativt stor nedgang i sparebankenes.

Tapsutviklingen vi har sett de siste to-tre årene, med ekstraordinært lave bokførte tap, fortsatte i årets første kvartal, da både forretnings- og sparebankene hadde negative tap.

Totalt førte dette til at forretningsbankenes egenkapitalrentabilitet etter skatt ble knapt 17 prosent i første kvartal 1998, mot om lag 21 prosent i tilsvarende kvartal i 1997. I sparebankene var egenkapitalrentabiliteten i første kvartal 1997 og 1998 henholdsvis 16 og 17 prosent.

4.2.2 Kraftig vekst i forvaltningskapitalen – svekket soliditet

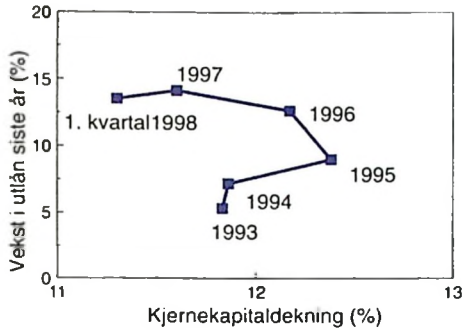
Forretnings- og sparebankene²⁾ hadde en meget sterk vekst i utlån til publikum i tolv månedersperioden fram til utgangen av mars 1998, da den var henholdsvis 22,1 og 13,5 prosent. Utlånsvolumet til publikum fra bankene samlet økte med 17,4 prosent, tilsvarende vel 109 milliarder kroner. Flere av forretningsbankene har siden høsten 1997 uttrykt at de ønsker å redusere utlånsveksten fremover, først og fremst for å unngå ytterligere svekkelser av soliditeten. Tall for første kvartal viser imidlertid få tegn til en slik avdemping av utlånsveksten. Også kredittforetak og finansieringsselskaper hadde sterkere utlånsvekst enn kredittveksten samlet, slik at de sammen med bankene har tatt markedsandeler det siste året.

Den sterke utlånsveksten har medført at bankenes soliditet er svekket. Utviklingen i kjernekapitaldekningen og tolv månedersveksten i utlån i forretnings- og sparebankene er vist i figurene 4.4 og 4.5. I perioden 1993 – 1995 styrket banksektoren soliditeten, samtidig som utlånsveksten var moderat. De to siste årene har utviklingen vært annerledes; kjernekapitaldekningen er svekket samtidig som utlånsveksten har tiltatt kraftig. Det er imidlertid store forskjeller mellom bankene. Det er hovedsakelig de største bankene som har en kombinasjon av lav kjernekapitaldekning og høy utlånsvekst.

Kjernekapitaldekningen i forretnings- og sparebankene (morbanker) falt fra henholdsvis 8,6 og 12,2 prosent ved utgangen av 1996 til henholdsvis 8,0 og 11,7 prosent ved utgangen av 1997. Tall for første kvartal viser at kjernekapitalen i forretningsbankene falt ytterligere i denne perioden, ned til 7,7 prosent i forretningsbankene og 11,3 prosent i sparebankene. Også kapitaldekningen totalt har falt for

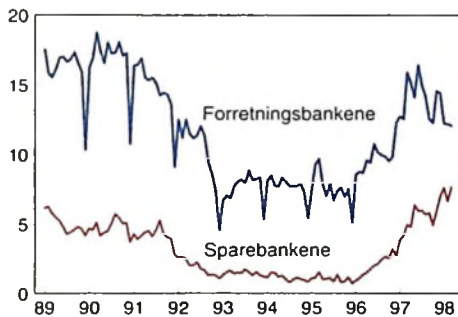
²⁾ Dette avsnittet bygger på tall fra bankstatistikken. Forretningsbankene er her inklusive Postbanken, men eksklusive filialer av norske banker i utlandet. Alle sparebanker er med.

Figur 4.5 Kjernekapitaldekning og utlånsvekst i sparebankene. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 4.6 Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av FVK



Kilde: Norges Bank

begge bankgruppene. De lovbestemte minimumskravene er imidlertid fortsatt oppfylt med god margin.

Kombinasjonen av sterk utlånsvekst og en tolv månedersvekst i innskudd fra publikum til bankene på 5 prosent medførte at differansen mellom utlån og innskudd fra publikum økte betydelig i tolv månedersperioden fram til utgangen av mars 1997. Den økte differansen har i stor grad vært dekket ved opplåning fra utlandet. Bankenes samlede gjeld til utlandet økte i denne tolv månedersperioden med 39 milliarder kroner, og utgjorde da vel 200 milliarder kroner. Av denne økningen var vel 31 milliarder kroner obligasjonsgjeld. Tolv månedersveksten i samlet utenlandsfinansiering var på henholdsvis 16 og 69 prosent i forretnings- og sparebankene.

Utviklingen i kortsiktig innlånning fra utenlandske finansinstitusjoner er vist i figur 4.6. Ved utgangen av mars 1998 utgjorde kortsiktig finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner om lag 109 milliarder kroner i bankene samlet. Dette tilsvarte vel 10 prosent av GFK for hele banksektoren. Omfanget av kortsiktig finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner er svakt redusert i forretningsbankene hittil i år.

Kortsiktig finansiering i utlandet er trolig en mer flyktig finansieringskilde enn innskudd fra innenlandske kunder. Utenlandske finansinstitusjoner kan i større grad betraktes som en homogen gruppe. Hvis det skulle oppstå mistillit til de norske bankenes inntjening eller soliditet, eller forventninger om depresiering av kronkursen, kan utlendingene komme i en situasjon hvor de ønsker å trekke ut sine plasseringer i norske banker. Den økte betydningen av kortsiktig finansiering fra utenlandske finansinstitusjoner gjennom 1996 og 1997 innebærer således økt likviditetsrisiko isolert sett. Den økte likviditetsrisikoen kan bidra til å dempe utlånsveksten i de bankene som ikke kan eller vil øke denne typen likviditetsrisiko. Økt omfang av kortsiktig utenlandsfinansiering har også ført til at bankene trolig vil søke å finansiere en større del av utlånsvirksomheten langsiktig, først og fremst ved å legge ut obligasjonslån i utlandet.

4.3 Utsikter til svekket inntjening i bankene

Med utgangspunkt i utviklingen beskrevet tidligere i rapporten, er det laget fremskrivninger av forretnings- og sparebankenes resultater for perioden 1998 – 2001. Fremskrivningene er laget for å illustrere hvilke konsekvenser ulike utviklingstrekk vil ha for bankenes inntjening og soliditet. Dette er gjort ved å utarbeide et basisalternativ og deretter vurdere følsomheten i forutsetningene for dette alternativet. I tillegg er det utarbeidet et svakt alternativ, der en vurderer konsekvensene av en negativ utvikling i de fleste forutsetningene.

Fremskrivningene er forholdsvis mekaniske og beheftet med stor usikkerhet, og de er ikke ment som en beskrivelse av forventet utvikling. Sentrale forutsetninger for fremskriv-

ningene er blant annet utviklingen i utlånsveksten, rentemarginer, kostnadsutviklingen og tap på utlån.

Det er lagt til grunn en gradvis reduksjon i bankenes årlige utlånsvekst ned mot 9 prosent i 2001. Dette har bakgrunn i blant annet uttalte målsettinger fra bankene om å dempe veksten for å styrke soliditeten, samt forventninger om noe avtakende etterspørsel etter kreditt, i første rekke fra foretakssektoren.

Både forretnings- og sparebankene antas å få noe svekket rentenetto i 1998 og 1999. Dette begrunnes ut fra fortsatt økt konkurranse både på innskudds- og utlånsmarkedet og at innskuddsveksten fortsatt vil være betydelig lavere enn utlånsveksten. I de siste årene har sparing i verdipapirfond og aksjeinvesteringer fått økt betydning. Denne utviklingen antas å fortsette, noe som isolert sett trekker i retning av at innskuddsrentene må øke dersom bankene skal opprettholde et visst nivå på kundeinnskuddene. Både prispresset på innskuddsproduktene og lavere innskuddsandeler vil føre til økte finansieringskostnader for bankene.

Antakelsen om lavere innskuddsvekst enn utlånsvekst i hele fremskrivningsperioden resulterer i at differansen mellom innskudd og utlån vokser for hvert år. I basisscenariotet faller forretningsbankenes innskuddsdekning fra 61 prosent ved utgangen av 1997 til om lag 50 prosent ved utgangen av 2001. Sparebankenes innskuddsdekning faller i basisscenariotet fra 76 prosent i 1997 til vel 60 prosent i 2001.

Bankene har uttalte målsettinger om å øke inntjeningen fra andre områder enn innskudds- og utlånsvirksomheten. I fremskrivningene antas provisjoner og gebyrer å øke i samme takt som forvaltningskapitalen, mens kursgevinster på valuta og verdipapirer holdes stabilt på nivå med gjennomsnittet for de siste fem år.

Det er antatt at kostnadene nominelt sett vil fortsette å øke fremover. Dette skyldes blant annet store utfordringer for bankene innen teknologi og kostnader ved omstruktureringer. Det er etter vår vurdering stor usikkerhet knyttet til kostnadsutviklingen fremover. Som nevnt tidligere mener vi bankene har potensiale til å redusere kostnadene utover det som er lagt til grunn her, men det vil kreve ytterligere tiltak fra bankenes side.

De siste to-tre årene har bankene hatt ekstraordinært lave bokførte tap, blant annet som følge av store tilbakeføringer av tidligere tapsavsetninger. I 1997 hadde bankene netto inntektsføringer av tap på knapt 0,1 milliarder kroner. Analysen av foretakssektoren i avsnitt 3 viser at en etter hvert kan forvente en viss økning i tapene på utlån til foretakssektoren. Det forutsettes derfor en gradvis økning i tapene fremover. Vi understreker at det er knyttet stor usikkerhet til når økningen vil komme, og hittil har tapsutviklingen vært noe gunstigere enn det som tidligere har vært lagt til grunn. I basisscenariotet antas tapene å stige gradvis til 0,5 prosent av netto utlån i

2001, mens vi i det «svake» scenarioet har antatt en gradvis økning i tapene til 0,9 prosent av netto utlån. Økte tap i prosent av utlån tilsier at bankene vil søke å øke utlånsrentene for å kompensere for dette. Dette er fanget opp i basisalternativet ved at vi der legger til grunn at marginene på utlån vil øke noe etter hvert som tapsutviklingen normaliseres.

Gitt disse forutsetningene vil, i henhold til basisscenarioet, bankenes driftsresultater før tap falle de nærmeste to årene. Dersom utlånsrentene øker i tråd med tapsutviklingen, kan driftsresultat før tap bedres noe mot slutten av fremskrivningsperioden. Legger en videre til grunn at tapene normaliseres i årene fremover, vil resultat av ordinær drift (etter tap, før skatt) svekkes gjennom hele perioden. Fallet er relativt sterkt de to første årene. Deretter antas resultatet å flate ut på om lag 0,6 prosent av GFK i forretningsbankene og i overkant av 1 prosent i sparebankene.

Med en forutsetning om noe lavere utbytte vil kjernekapitaldekningen i forretningsbankene reduseres fra et årsgjennomsnitt på om lag 8 prosent i 1997 til i underkant av 7 prosent i 2001. Sparebankenes kjernekapitaldekning i 2001 vil være på rundt 11 prosent, mot om lag 12 prosent i 1997. Samtidig vil egenkapitalrentabiliteten svekkes. Det er imidlertid flere forhold som kan medføre en bedre utvikling enn skissert her. For eksempel kan utlånsveksten i årene fremover bli lavere enn antatt, jf. bankenes uttalte målsettinger om å dempe veksten for å bedre soliditeten. En annen mulighet er at bankene reduserer kostnadene i større grad enn antatt, og dermed bedrer resultatutviklingen. Bankene kan også øke egenkapitalen ved kapitalutvidelser. Mulighetene for kapitalutvidelser er imidlertid avhengig av at bankene oppnår en tilfredsstillende inntjening.

En stor del av bankenes utlånsvekst de siste par årene er finansiert ved kortsiktig og langsiktig opplåning fra utlandet, jf. avsnitt 4.2. Denne utviklingen antas å fortsette ut fremskrivningsperioden. Flere av bankene har gitt uttrykk for at de tar sikte på å finansiere en økende del av utlånsveksten i verdipapirmarkedet. En stadig økende andel av utlånsveksten vil ventelig finansieres ved utleggelse av obligasjoner og sertifikater i utlandet. Likevel er det vår vurdering at det fortsatt vil kunne være en ikke ubetydelig likviditetsrisiko knyttet til denne finansieringen.

Fremskrivningene ut fra basisalternativet illustrerer at bankene i årene fremover vil stå overfor betydelige utfordringer når det gjelder å opprettholde inntjeningen og soliditeten på et tilfredsstillende nivå. Følsomhetsberegningene viser at ytterligere økninger i tapene kombinert med en svakere utvikling i rentenettoen vil gi meget svake resultater i bankene. En slik utvikling vil kreve ytterligere reduksjoner i kostnadsnivået.

ØKONOMISK OG MONETÆR UNION - UTFORDRINGER FOR PENGEPOLITIKKEN

Anne Berit Christiansen, Norges Banks spesialutsending ved Norges delegasjon til EU

På ØMU-toppmøtet 1.-3. mai fattet stats- og regjeringssjefene i EU alle de viktige gjenstående politiske beslutninger som var nødvendige for at tredje fase av Den økonomiske og monetære union kan starte som planlagt 1. januar 1999. Oppmerksomheten har lenge vært rettet mot forberedelsene til ØMU. Denne artikkelen er et forsøk på å rette blikket fremover. Artikkelen redegjør for hva som vil skje ved overgangen til euro ved slutten av dette året. Videre diskuteres noen av de utfordringene Den europeiske sentralbanken vil møte når den skal utforme en felles pengepolitikk for hele eurosonen.

De viktigste beslutningene under ØMU-toppmøtet 1.-3. mai

Den første helgen i mai møttes stats- og regjeringssjefene i Brussel og bestemte at 11 av 15 EU-land skal være med i tredje fase av Den monetære og økonomiske union (ØMU) fra starten 1. januar 1999. Fra dette tidspunktet blir ansvaret for pengepolitikken overlatt til Den europeiske sentralbanken (ESB), og det blir et felles kortsiktig rentenivå i hele eurosonen, som vil bestå av BeNeLux-landene, Finland, Frankrike, Irland, Italia, Portugal, Spania, Tyskland og Østerrike. Storbritannia og Danmark har gjennom egne protokoller fått unntak fra deltakelse i ØMUs tredje fase. Sverige har foreløpig valgt å avvente deltakelse, og oppfylte heller ikke alle konvergenskriteriene¹. Hellas' mål er å delta i ØMU fra 2001, og er i ferd med å tilpasse den økonomiske politikken med sikte på å oppfylle konvergenskravene.

Den vanskeligste saken som ble behandlet under ØMU-toppmøtet i mai, var spørsmålet om hvem som skal lede Den europeiske sentralbanken. Valget stod mellom Nederlands kandidat Duisenberg (leder av Det europeiske monetære institutt, EMI) og Frankrikes kandidat, Trichet

(leder av Banque de France). Etter vanskelige forhandlinger ble det bestemt at Duisenberg skulle utnevnes til leder for ESB. Samtidig kom han med en erklæring om at han på grunn av sin alder ønsker å tre tilbake før hele den fastsatte åtteårsperioden er gått, men at han ønsker å sitte i hvert fall inntil sedler og mynt i euro blir innført, det vil si mellom 1. januar og 1. juli 2002. Duisenberg bandt seg imidlertid ikke til å trekke seg på et bestemt tidspunkt. Stats- og regjeringssjefene ble videre enige om at en franskmann skal overta stillingen etter at Duisenberg trer tilbake.

Duisenberg og de fem andre kandidatene til ESBs direksjon ble hørt av Den økonomiske og monetære komite i Europaparlamentet (EP) 7.-8. mai. I en plenumsavstemning 13. mai (som ikke er bindende for regjeringene) anbefalte EP alle kandidatene, og mot slutten av måneden utnevnte eurolandenes stats- og regjeringssjefer direksjonen (se egen ramme). Den 1. juni startet ESB sin virksomhet som en forlengelse av virksomheten til EMI. I tiden fram til 1. januar vil ESB blant annet være opptatt med å forberede grunnlaget for gjennomføringen av en felles pengepolitikk og praktiske spørsmål i tilknytning til innføringen av euro. Pengepolitikken vil formelt sett være et nasjonalt anliggende fram til 1. januar, men eurolandene vil i utformingen av pengepolitikken ta hensyn til at de om noen få måneder vil ha en felles valuta. Det innebærer blant annet at de kortsiktige rentene må nærme seg hverandre i løpet av annet halvår i år.

I forbindelse med toppmøtet ble også de *bila-*

¹ Ifølge vurderingene oppfylte ikke Sverige kravet om valutastabilitet over en to-årsperiode. Heller ikke alle kravene mht. sentralbanklovgivning var oppfylt.

Direksjonen i Den europeiske sentralbanken

Wim Duisenberg (Nederland) - president, periode åtte år (har annonsert at han ønsker å tre tilbake før perioden er fullført). Ledet Det europeiske monetære institutt.

Christian Noyer (Frankrike) - visepresident, periode fire år. Tidligere direktør i det franske finansdepartementet, og har ledet Parisklubben for vestlige kreditornasjoner.

Otmar Issing (Tyskland) - periode åtte år. Tidligere sjeføkonom i Bundesbank.

Tommaso Padoa-Schioppa (Italia) - periode syv år. Tidligere leder av Consob, som har tilsyn med aksjemarkedet. Har tidligere arbeidet i den italienske sentralbanken og i Europakommisjonen. Deltok i arbeidet i Delors-gruppen som i slutten av åttiårene utarbeidet forslaget til økonomisk og monetær union.

Eugenio Domingo Solans (Spania) - periode seks år. Tidligere medlem i styret for den spanske sentralbanken, før dette professor i økonomi (public finance).

Sirkka Härmäläinen (Finland) - periode fem år. Tidligere sentralbanksjef i Finland.

terale konverteringskursene (kursforholdet mellom D-mark og franske franc osv.) som vil bli brukt ved fastlåsing av kursene ved overgangen til euro 1. januar, annonsert. De nåværende sentralkursene i Det europeiske valutakurssamarbeidet (ERM) vil bli brukt ved fastlåsing, jf. felles kommuniqué fra finansministrene og sentralbanksjefene i eurosonen, EMI og Kommisjonen (se internettside www.ecb.int). Kursene mellom eurolandenes valutaer og euro vil først bli bestemt ved overgangen til felles valuta ved årsskiftet.

Eurolandene valgte å annonsere konverteringskursene mellom deltakerlandenes valutaer på et tidlig tidspunkt for å stabilisere markedets valutakursforventninger i perioden fram til innføringen av euro. På denne måten håper man å unngå spekulasjoner i markedet om en «siste kursjustering» før den endelige fastlåsing av valutakursene. Annonseringen av valutakursene innebærer imidlertid *ikke* at landene er *legalt* forpliktet til å bruke disse kursene ved fastlåsing av kursene 31. desember. Det er imidlertid svært lite sannsynlig at de endelige kursene vil avvike fra de annonserte.

Valutakursene kan imidlertid avvike fra de annonserte valutakursene i månedene fremover. Er vurderingene i markedet at kursene er troverdige, bør imidlertid eventuelle avvik fra sentralkursene kun avspeile renteforskjeller mellom landene. Som det fremgår av tabell 1, er det svært små forskjeller mellom sentralkursene og implisitte, fremtidige valutakurser 31. desember

som er beregnet på grunnlag av spotkurser og renter for de ulike eurovalutaene. Dette indikerer at markedsaktørene har tillit til at de annonserte bilaterale kursene faktisk vil bli brukt ved fastlåsing 31. desember. Dette vil kunne legge grunnlag for en stabil utvikling i valutamarkedet de nærmeste månedene. Hvis et enkeltland skulle utsettes for et økonomisk «sjokk» som fører til store endringer i de underliggende økonomiske forhold, kan det imidlertid ikke utelukkes at det vil oppstå press i valutamarkedet. I dag synes risikoen for et slikt sjokk svært liten.

Kursen mellom euro og eurolandenes valutaer vil bli fastsatt først 31. desember. Grunnen til dette er blant annet bestemmelsen om at én ECU skal være lik én euro ved overgangen til felles valuta, og at ECU er en valutakurv som også

Tabell 1. Annonserte konverteringskurser for eurolandene og kurser 31/12.

	Konverteringskurs overfor D-mark	Beregnete implisitte kurser 31/12	Pst. avvik
Belgiske franc	20,6255	20,634	-0,04
Spanske pesetas	85,722	85,1713	0,65
Franske franc	3,35386	3,3519	0,06
Irske pund	0,402676	0,4017	0,24
Italienske lire	990,002	991,3099	-0,13
Nederlandske gylden	1,12674	1,1269	-0,01
Østerrikske shilling	7,03552	7,0393	-0,05
Portugisiske escudos	102,505	102,6569	-0,15
Finske mark	3,04001	3,0428	-0,09

Kilde: Financial Times, kurser 2. juni

inneholder «utenforvalutaene» pund sterling, danske kroner og greske drachmer. Kursforholdet mellom deltakerlandenes valuta og euro på overgangstidspunktet vil derfor avhenge av kursforholdet mellom utenforlandenes valutaer og eurovalutaene. Fra et økonomisk synspunkt er det imidlertid kursforholdet mellom eurovalutaene som har betydning, siden det er disse kursene som er avgjørende for de relative konkurranseforholdene mellom landene i eurosonen.

Sentralbankene i eurosonen er ikke forpliktet til å stabilisere kursene mellom eurovalutaene i perioden fram til 31. desember, men på slutten av året vil de kunne intervensere i markedet slik at kursforholdene mellom eurovalutaene blir i samsvar med de forhåndsannonserte kursene når konverteringskursene endelig fastsettes. Sentralbankene kan også allerede nå intervensere med oppgjør 31. desember med sikte på å stabilisere valutakursene på ønsket nivå.

Selve beregningen av konverteringskursene mot euro vil skje på grunnlag av valutakursene som noteres ved en telefonkonferanse mellom sentralbankene kl. 11.30 torsdag 31. desember 1998. Med utgangspunkt i sammensetningen av ECU-kurven og kursforholdet mellom dollar og eurovalutaene beregnes kursforholdet mellom ECU og eurovalutaene. Pr. definisjon vil det være likt kursforholdet mellom euro og deltakervalutaene. Eksempel: 1 euro = 1 ECU = 1,97632 D-mark = 6,61214 franske franc osv.² Fra 1. januar vil kursforholdet mellom euro og eurovalutaene og innbyrdes mellom eurovalutaene være ugjenkallelig fastlåst, og fra denne datoen vil ikke lenger italienske lire, tyske mark osv. ha status som selvstendige valutaer. Overfor dollar og yen vil euroen flyte.

Grunnlaget for gjennomføring av en felles pengepolitikk

Fra 1999 vil det være et felles kortsiktig rentenivå i hele eurosonen, fastsatt av hovedstyret i Den europeiske sentralbanken, som består av direksjonen pluss sentralbanksjefene i eurolandene. ESBs viktigste signalrente vil bli reporen-ten (renten på toukers gjenkjøpsavtaler med bankene). Denne renten kan enten bestemmes direkte av ESB eller bli indirekte bestemt via

auksjon. I tillegg vil ESB fastsette en innskuddsrente og en marginal utlånsrente som vil danne «gulvet» og «taket» for de kortsiktige penge-markedsrentene i eurosonen. Disse rentene vil ha samme funksjon som Norges Banks folio- og D-lånsrente.

De kortsiktige rentene vil bli bestemt på grunnlag av den økonomiske utviklingen i hele eurosonen. Situasjonen vil bli markert forskjellig fra dagens, der Tysklands økonomiske situasjon i realiteten har vært bestemmende for pengepolitikken i landene som deltar i ERM (alle EU-land unntatt Storbritannia og Sverige). Overgangen til en felles valuta vil innebære at de tidligere «følgelandene» i ERM øker sin innflytelse over pengepolitikken, mens Tysklands og Bundesbanks innflytelse reduseres. I kraft av sin økonomiske tyngde vil imidlertid fortsatt utviklingen i Tyskland og Frankrike, som utgjør nesten 60 prosent av BNP i eurosonen, bli avgjørende for innretningen av den felles pengepolitikken. Det er imidlertid verdt å merke seg at Frankrike, Italia og Spania samlet har en langt større vekt enn Tyskland.

Tabell 2. Andel av BNP i eurosonen, prosent

Tyskland	34,3
Frankrike	22,3
Italia	17,5
Spania	8,5
Nederland	5,7
Belgia/Luxemburg	4,0
Østerrike	3,3
Finland	1,8
Portugal	1,5
Irland	1,0

Kilde: European Economy nr 63, 1997

Det overordnede målet for pengepolitikken er prisstabilitet. Basert på uttalelser fra ESBs direksjonsmedlemmer i høringen i Europaparlamentet 7.-8. mai vil dette trolig bli definert som at prisstigningen over tid skal ligge i området 0-2 prosent. I høringene utkrystalliserte det seg også flere andre felles standpunkter som trolig vil bli retningsgivende for pengepolitikken i startfasen:

- Alle vurderte risikoen for inflasjon som høyere enn risikoen for deflasjon, dvs. fallende prisnivå.
- Alle la vekt på at lav og stabil inflasjon er en forutsetning for økonomisk vekst og stabil

² Talleksemplet er basert på valutakursene pr. 31.12.1997

økonomisk utvikling. Pengepolitikken er ikke årsaken til Europas arbeidsledighetsproblem, og pengepolitikken kan heller ikke løse det. Ledighetsproblemet må i første rekke løses gjennom strukturpolitiske tiltak som bidrar til å øke fleksibiliteten i arbeidsmarkedet. Det hindrer imidlertid ikke at pengepolitikken kan støtte opp om de andre delene av den økonomiske politikken i en situasjon der inflasjonsforventningene er lave.

- Alle la vekt på åpenhet omkring gjennomføringen av pengepolitikken, dvs. at ESB må legge stor vekt på å forklare og begrunne pengepolitiske tiltak overfor omverdenen. De ønsket ikke å offentliggjøre detaljerte referater fra styrediskusjonene med gjengivelse av stemmegivning ved rentendringer mv. Begrunnelsene for dette var blant annet at det kan bidra til å forsterke nasjonale skillelinjer og utsette styremedlemmene for politisk press.
- Finanspolitikken spiller en avgjørende rolle. Pengepolitikken alene kan ikke sikre en stabil økonomisk utvikling og lav prisstigning.
- I startfasen bør gjennomføringen av pengepolitikken basere seg på en «blandet strategi». Tidligere har EMIs råd snevret inn valget av styringsmål i pengepolitikken til to alternativer: Styring mot et pengemengdemål slik som i Tyskland, eller styring direkte mot et inflasjonsmål som for eksempel i Storbritannia og Sverige. En «blandet strategi» vil innebære at ESB forklarer pengepolitiske beslutninger overfor omverdenen på bakgrunn av flere indikatorer, og ikke binder seg for sterkt hverken til å oppfylle en målsone for pengemengdeveksten eller et eventuelt mål for fremtidig prisstigning.

Uansett styringsmål, vil imidlertid ESB basere sine beslutninger på en rekke ulike økonomiske indikatorer, slik som Bundesbank i realiteten gjør i dag. Hovedforskjellen mellom de to strategiene er hvordan pengepolitikken begrunnes.

ESB (og tidligere EMI) arbeider, og har arbeidet, med å utforme og tallfeste økonomiske modeller for EU og for eurosonen som helhet. Disse økonomiske sammenhengene kan imidlertid endres etter innføringen av euro. Spesielt stor usikkerhet knytter seg til pengeetterspørselsfunksjonen som (svært forenklet fremstilt) er avgjørende for å etablere en sammenheng

mellom pengemengdevekst på den ene side og inflasjon på den annen side.

For mange land har det vært vanskelig å tallfeste en stabil pengeetterspørselsfunksjon. Grunnen til dette er blant annet at man ikke klarer å forutsi endringer i omløpshastigheten (forholdet mellom pengemengde og transaksjonsvolum). I mange tilfeller er det også tvil om hvilket pengemengdebegrep som er relevant å bruke, og man har prøvd seg fram med ulike definisjoner. ESB har ennå ikke avgjort hvilket pengemengdebegrep som bør brukes som indikator for pengepolitikken i euroområdet. Landene i eurosonen bruker i dag forskjellige pengemengdeaggregater som indikator for pengepolitikken - for eksempel inkluderer Frankrike innskudd i pengemarkedsfond i pengemengden, mens Tyskland ikke gjør det.

Enkelte økonomiske undersøkelser på aggregerte data for hele EU-området gir relativt stabile pengeetterspørselsfunksjoner på europeisk nivå, men disse undersøkelsene sier ikke nødvendigvis noe om den fremtidige pengeetterspørselsfunksjonen for euro. Etableringen av en felles valuta innebærer i realiteten en monetær reform som med stor grad av sikkerhet vil føre til at tidligere etablerte sammenhenger for pengeetterspørsel endres. Dersom ESB ensidig skulle basere seg på å begrunne pengepolitikken ut fra pengemengdeveksten, kunne banken risikere stadig å måtte forklare at rentene endres *til tross* for at utviklingen i pengemengden tilsier noe annet.

Direkte inflasjonsstyring der pengepolitikken innrettes mot et mål for prisstigningen 12-18 måneder fram i tid, er imidlertid heller ikke uproblematisk. Modellbaserte prognoser for inflasjonsutviklingen står sentralt i de fleste sentralbanker som styrer mot et inflasjonsmål (men ikke alle publiserer prognosene). På bakgrunn av de modellbaserte fremskrivningene og utviklingen i en rekke indikatorer som kan si noe om fremtidig inflasjonspress, vurderes så innretningen av pengepolitikken³. En slik tilnærming er krevende å gjennomføre for et enkelt land, men vil være enda mer krevende å gjennomføre for en gruppe på 11 land.

For det første er det usikkert hvor gode ESBs

³ Norges Banks inflasjonsrapport er et eksempel på hvordan fremtidig inflasjonspress bedømmes ut fra modellbaserte prognoser og ulike indikatorer for den økonomiske utviklingen.

modeller vil være til å forutsi inflasjonsutviklingen i eurosonen, blant annet fordi innføring av en felles valuta kan føre til at andre strukturelle sammenhenger i økonomien enn pengeetter-spørselsens endres. For det andre vil det være vanskeligere å ta den «økonomiske temperaturen» på euroområdet enn i ett enkelt land. ESB må basere seg på økonomiske indikatorer for en rekke land som ikke nødvendigvis samsvarer eller dekker de samme områdene. Eurostat, EUs statistiske byrå, har etablert et harmonisert mål for konsumprisutviklingen i eurosonen og arbeider med å samordne statistikken på flere områder, men fremdeles er bare en mindre del av statistikken harmonisert. En tredje utfordring vil være å gi en samlet, pedagogisk fremstilling av utviklingen dersom ESB skulle velge å publisere regelmessige inflasjonsrapporter.

En tilnærming basert på direkte inflasjonsstyring vil imidlertid gi mulighet for å begrunne pengepolitikken ut fra et bredt sett av indikatorer og kan derfor være å foretrekke i startfasen fremfor et rent pengemengdemål. Et inflasjonsmål vil dessuten være direkte knyttet til det overordnede målet for pengepolitikken, prisstabilitet, og vil derfor være lettere å forklare overfor et bredt publikum.

I tillegg til tradisjonelle økonomiske modeller og statistiske indikatorer, vil ESB trolig legge vekt på ulike indikatorer for forventninger og «confidence» (tillit) til pengepolitikken, spesielt i startfasen når usikkerheten er stor. For eksempel kan avkastningskurven - renten på plasseringer med ulik løpetider - under visse forutsetninger gi en indikasjon på markedets inflasjonsforventninger. Avkastningskurven for euro kan dermed være en indikasjon på markedsaktørens vurdering av om pengepolitikken er tilstrekkelig stram til å sikre en lav prisstigning.

I diskusjonen om pengepolitikken i eurosonen er det blitt pekt på at valutakursutviklingen trolig vil bli tillagt liten vekt i utformingen av pengepolitikken. Grunnen til dette er at valutakursen, via importprisene, vil bety relativt lite for konsumprisutviklingen i eurosonen, som vil bli en lukket økonomi sammenlignet med Tyskland. Import vil kun utgjøre ca. 10 prosent av BNP mens import utgjør vel 20 prosent av BNP i Tyskland. Valutakursen vil imidlertid fortsatt ha betydelig innflytelse på den økonomiske utviklingen i eurosonen. Som tabell 3 viser, går en betydelig del av eksporten fra enkelte av eurolandene til land utenfor EU.

Tabell 3. Andel av eksporten til land utenom EU og til Nord-Amerika, prosent

	Land utenom EU	Nord-Amerika
Tyskland	43	2,0
Frankrike	38	6,7
Italia	44	8,0
Spania	34	4,4
Nederland	19	3,4
Belgia/Luxemburg	23	4,5
Østerrike	36	3,9
Finland	45	8,6
Portugal	20	4,6
Irland	29	10,0

Kilde: Eurostat, tall fra 1996

Valutakursen for euro overfor de andre hovedvalutaene, spesielt dollar, kan imidlertid også fungere som en umiddelbart observerbar indikator for markedets vurdering av pengepolitikken - en sterk depresiering av euroen kan for eksempel tyde på at det er liten tillit til politikken ESB fører. Mange andre forhold vil imidlertid påvirke kursforholdet mellom dollar og euro, og kursen vil også bli påvirket av forventningene om pengepolitikken i USA og eurosonen. Det kan begrense verdien av valutakursen som indikator for utformingen av pengepolitikken.

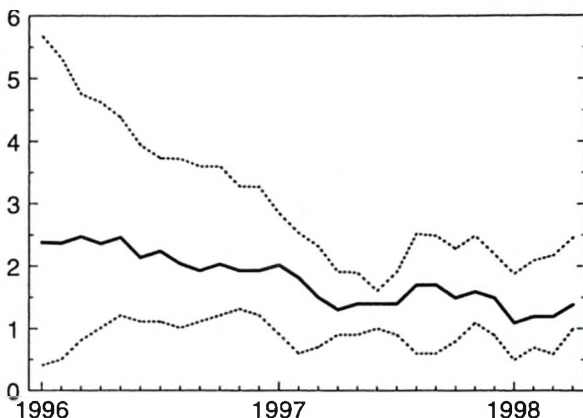
Vil samme rente passe for alle?

Ulik konjunktursituasjon

En felles pengepolitikk vil starte med et gunstig utgangspunkt. Inflasjonen er lav med liten spredning mellom landene, jf. figur 1. Langsiktige renter har konverget mellom landene i eurosonen, og forskjellen mellom laveste (Tyskland) og høyeste (Italia) langsiktige rente er nå $\frac{1}{4}$ prosentpoeng. Til tross for at flere land har redusert signalrentene, er det imidlertid fortsatt betydelige forskjeller i de kortsiktige rentene, jf. figur 2. Innen årsskiftet må de kortsiktige rentene ha konverget mot et felles nivå. Dersom ESB fastsetter renten til rundt $3\frac{3}{4}$ prosent ved årsskiftet - i samsvar med markedsaktørens nåværende forventninger - vil det innebære en rentenedgang på 3 prosentpoeng i Irland og en renteoppgang på i underkant av $\frac{1}{2}$ prosentpoeng for «kjernelandene» - Tyskland, Frankrike, BeNeLux og Østerrike.

Innføringen av euro vil innebære en kraftig pengepolitisk stimulans spesielt for Irland, og i noe mindre grad for Spania, Portugal og Italia.

Figur 1. Prisstigningen for eurosonen samlet og prisstigningen i landene som til enhver tid har hatt den laveste og høyeste prisstigningen



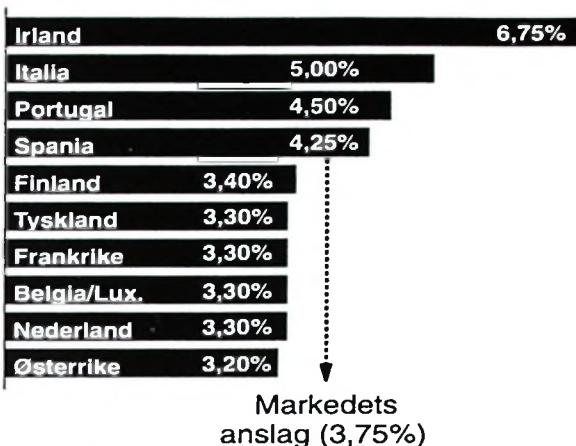
Kilde: Eurostat

Veksten i Irland har vært svært høy i mange år. Det har vært sterk vekst i boligprisene og andre formuespriser, og økonomien opererer nå over kapasitetsgrensen. Skal Irland unngå at inflasjonspresset og inflasjonen øker merkbart, vil det kreve en kraftig finanspolitisk tilstramming. Det samme er tilfellet i land som Spania og Portugal, men i noe mindre grad. Hvorvidt det blir politisk mulig å videreføre en stram finanspolitikk etter flere år med innstramminger for å kvalifisere seg til deltakelse i ØMU, har imidlertid flere stilt spørsmål ved. Sterk vekst i økonomien og bedring i arbeidsmarkedet burde på den ene siden legge forholdene til rette for ytterligere reduksjoner i de strukturelle budsjettunderskuddene, på den annen side gjør bedringen i budsjettbalansene som følge av tidligere innstramminger og økonomisk vekst det mulig å gjennomføre ulike tiltak som er blitt utsatt.

Gjennom stabilitets- og vekstpakten påtar eurolandene seg visse forpliktelser i finanspolitikken. Offentlig sektors budsjetter skal over tid være i balanse, budsjettoverskuddet skal ikke overstige 3 prosent av BNP⁴ (med unntak for visse situasjoner), og det legges opp til tettere samarbeid og konsultasjoner om den økonomiske politikken. Økt utveksling av informasjon og diskusjon av finanspolitikken mellom eurolandene vil trolig føre til at det vil oppstå «peer pressure» mot enkeltland som fører en «uansvar-

⁴ Land med budsjettunderskudd som overstiger 3 prosent av BNP kan pålegges å sette inn rentefrie innskudd, og dersom situasjonen ikke bedrer seg, ilegges bot.

Figur 2. Signalrentene og markedets anslag for rentenivå ved inngangen til 1999



Kilde: Financial Times

lig» politikk. Så lenge underskuddene ikke nærmer seg grensen på 3 prosent av BNP, er det imidlertid ingen sanksjonsmuligheter overfor land som fører en finanspolitikk som er dårlig tilpasset den underliggende økonomiske utviklingen.

Forskjeller i transmisjonsmekanismen

En felles pengepolitikk vil ikke bare påvirke eurolandene forskjellig fordi de er i ulike konjunkturfaser, men også fordi transmisjonsmekanismen, dvs. hvordan pengepolitikken påvirker realøkonomien og prisutviklingen, varierer mellom landene. Ulik økonomisk og finansiell struktur fører til at en gitt endring i kortsiktige renter og i valutakursen virker på en annen måte i Tyskland enn i Italia.

Bank for International Settlements (BIS) publiserte i 1995 en rapport som belyste forskjeller i transmisjonsmekanismen i en rekke land, deriblant mange EU-land. I rapporten kom det fram at virkningen av endringer i pengepolitikken varierer betydelig mellom mange av de landene som vil delta i ØMU. Forskjeller i transmisjonsmekanismen avhenger blant annet av privat sektors nettofordringsposisjon, hvorvidt næringslivet hovedsakelig finansierer seg gjennom bank, utstedelse av aksjer eller ved opplåning i obligasjonsmarkedet mv., i hvilken grad privat sektors lån har fast eller flytende rente osv. Virkningene av en endring i korte renter vil bli mer begrenset i land der lån med lang rentebindingstid er utbredt. I hvilken grad husholdning-

ene eier sin egen bolig og aksjer mv., vil også påvirke hvordan pengepolitikken virker ved at renteendringer påvirker boligpriser og aksjekurser. Pengepolitikken virker også gjennom valutakursen, og valutakursutviklingen for euro vil ha større virkning for land som har en relativt større andel av sin handel rettet mot land utenfor eurosonen, jf. tabell 3.

Dornbusch et al. (1998) konkluderer med, etter å ha gjennomgått materiale som belyser transmisjonsmekanismen i EU-landene, at en gitt endring i kortsiktig rente i EU-området (også inkludert landene som står utenfor ØMU) vil ha størst effekt i Italia og Sverige, mindre i Frankrike og Storbritannia og minst i Spania og Tyskland.

Tabell 4 gir et visst inntrykk av forskjellene i den finansielle strukturen mellom EU-landene, men gir ikke et fullstendig bilde - blant annet er de ulike sektorens nettofordringsposisjon viktig for å forklare forskjeller. USA er tatt med for sammenligningens skyld.

Tabell 4. Lån med justerbar rente i prosent av totale lån

	Etter sektor			Av banklån
	Aller	Husholdninger	Bedrifter	
Tyskland	39	36	40	45
Østerrike	74	-	-	76
Nederland	25	8	37	35
Belgia	44	18	67	51
Frankrike	44	13	56	-
Spania	43 (64)*	-	-	47 (70)*
Italia	73	59 (69)	77	79
Sverige	35	-	-	70
UK	73	90	48	85
USA	34	31	35	35

*) 43 % er indeksert i forhold til kortsiktig rente, 64 % justerbar innen et år.

Kilde: BIS (1995)

Over tid er det imidlertid grunn til å tro at forskjellene i finansiell struktur vil reduseres. Lav og stabil inflasjon kan blant annet føre til lengre rentebindingstider i land som tidligere har vært preget av høy og variabel inflasjon, og hvor forholdene ikke har ligget til rette for fastrentelån. Innføringen av euro vil videre føre til at det i langt sterkere grad enn tidligere vil bli etablert et felles marked for finansielle tjenester, noe som også kan bidra til å utjevne forskjeller. Et større og dypere kapitalmarked kan blant annet føre til

at bedriftene i Kontinental-Europa i større grad finansierer seg ved å ta opp lån direkte i markedet uten å gå veien om bankene, slik som i USA og Storbritannia.

«Asymmetriske sjokk»

Etter innføringen av en felles valuta vil enkeltland som rammes av asymmetriske sjokk, være avskåret fra å bruke pengepolitikken til å stabilisere den økonomiske utviklingen. De vil fortsatt ha muligheter for å bruke finanspolitikken - forutsatt at budsjettunderskuddet ikke ligger nær stabilitets- og vekstpaktens grense på tre prosent av BNP.

Av flere grunner er det imidlertid usikkert om asymmetriske sjokk vil bli et problem i ØMU:

- Sannsynligheten for at «ekte» asymmetriske sjokk skal inntreffe, er trolig relativt liten. Det klareste eksemplet på asymmetriske økonomiske sjokk de siste årene er gjenforeningen av Tyskland og til en viss grad bortfallet av østhandelen for Finland på begynnelsen av 90-tallet. I mange andre tilfeller kan økonomiske forstyrrelser i enkeltland snarere tilskrives en dårlig tilpasset økonomisk politikk enn «sjokk» utenfra. Etableringen av ØMU vil trolig fremme en stabilitetsorientert økonomisk politikk. En felles pengepolitikk hindrer enkeltland i å føre en kortsiktig, inflatorisk pengepolitikk, og gjennom stabilitetspakten tvinges landene til å føre ansvarlig finanspolitikk.
- Balansen i utenriksøkonomien vil ikke i samme grad utgjøre en binding for politikken når landet er del av et stort valutaområde. Land som for eksempel rammes av et sterkt fall i prisen på viktige eksportvarer, vil få muligheter til å tilpasse seg over en lengre tidshorison.
- Press i valutamarkedet vil ikke lenger kunne tvinge land til å devaluere på tross av at bakenforliggende økonomiske årsaker ikke tilsier det - jf. for eksempel at Norge ble tvunget til å oppgi sin fastkursstilknytning i desember 1992.

Flere av eurolandene har ikke brukt pengepolitikken som virkemiddel i stabilitetspolitikken på mer enn et tiår. Land som Nederland, Belgia, Frankrike og Østerrike har prioritert å holde sta-

bil valutakurs overfor tyske mark. I disse landene følger imidlertid konjunkturforløpet vanligvis konjunkturutviklingen i Tyskland slik at det ikke har vært et stort behov for å føre en selvstendig pengepolitikk. Andre land, som ikke har like tett økonomisk tilknytning til Tyskland - Irland, Portugal, Spania og Italia - har justert valutakursen flere ganger, men har opprettholdt en stabil valutakurs over den siste toårsperioden (med unntak av Irland, som revaluerte i mars 1998). Innen ERM-området har det imidlertid vært rom for en viss variasjon i renten, jf. figur 2.

På denne bakgrunn kan det argumenteres for at etablering av monetær union ikke representerer en vesentlig endring i rammebetingelsene for stabilitetspolitikken, snarere vil den være en fordel for land som ikke har hatt innflytelse over pengepolitiske beslutninger. Muligheten for kursjustering kan imidlertid betraktes som en «kriseforsikring» som man har mulighet for å benytte i ekstreme tilfeller. Med en monetær union faller denne «forsikringen» bort. Små land i periferien som har et ensidig næringsgrunnlag, kan imidlertid fortsatt være utsatte for asymmetriske sjokk som det kan bli vanskelig å motvirke.

Når pengepolitikken ikke kan brukes for å motvirke «asymmetriske sjokk», er det desto viktigere å ha handlefrihet i finanspolitikken. Alle EU-land har gjennomført en kraftig finanspolitisk konsolidering de siste årene. Men fortsatt er de strukturelle budsjettunderskuddene i en del land så store at de vil overstige stabilitetspaktens grense på tre prosent av BNP ved en konjunkturedgang. Flere av tiltakene som er gjennomført, har karakter av engangstiltak som ikke gir en varig bedring av budsjettbalansen. På denne bakgrunn er det viktig for eurolandene å videreføre en stram finanspolitikk gjennom konjunkturoppgangen de nå er inne i. Flere observatører peker imidlertid på at budsjettplanene som flere land har presentert, ikke er tilstrekkelige for å oppnå finanspolitisk handlefrihet på noe lengre sikt, jf. blant annet IMF's siste World Economic Outlook og EMIs konvergensrapport fra mars i år.

Felles pengepolitikk - vil det påvirke de andre delene av den økonomiske politikken?

Etableringen av en monetær union vil legge visse begrensninger på finanspolitikken gjennom

stabilitets- og vekstpakten. Eurolandene vil også forsterke samarbeidet om finanspolitikken og andre deler av den økonomiske politikken gjennom etablering av Euro11-rådet. Euro11-rådet vil bli et uformelt forum for diskusjon og vil ikke ha formell beslutningsmyndighet. Denne vil fortsatt ligge i Ecofin-rådet, som består av finansministrene fra alle 15 EU-landene. Euro11 ligger ikke an til å bli noen «økonomisk regjering» for Europa som blant annet skulle danne en motpart til ESB, slik Frankrike opprinnelig ønsket. Dette innebærer at det ikke blir noen formell samordning av finanspolitikken mellom eurolandene utover det som ligger i stabilitetspakten og andre konsultasjoner.

Et annet spørsmål er om en felles pengepolitikk på lengre sikt vil føre til et større sentralt EU-budsjett og til en finanspolitikk på EU-nivå. Her sammenlignes eurosonen ofte med USA, der overføringer fra det føderale budsjettet bidrar til å motvirke effektene av konjunkturedgang i enkeltstatene. I forlengelsen av dette blir det pekt på at en monetær union kan fungere godt i USA med et stort føderalt budsjett, men ikke i EU der det sentrale budsjettet er forsvinnende lite. EUs sentrale budsjett utgjør om lag 1¼ prosent av BNP, og medlemsstatene har ingen planer om å øke dette. Flere land med Tyskland i spissen krever dessuten at deres nettobidrag til budsjettet må reduseres.

På denne bakgrunn synes det ikke å være grunnlag for en aktiv finanspolitikk på EU-nivå. Det vanskeliggjøres også av at fire EU-land ikke vil delta i ØMU. Trolig vil det også være vanskelig å skape politisk oppslutning om en slik politikk - innbyggerne i et land aksepterer lettere store overføringer innenfor landets grenser enn til andre land. Om en sterkere sentralisering av finanspolitikken er nødvendig for at ØMU skal fungere tilfredsstillende, er imidlertid et åpent spørsmål. Som det er blitt pekt på tidligere, har flere av eurolandene vært i en «de facto» monetær union i en årrekke, uten noen formell samordning av finanspolitikken. Dersom det skulle oppstå en alvorlig økonomisk krise i et euroland som truer eksistensen av den monetære unionen, er det grunn til å tro at de andre landene i eurosonen vil bidra til en løsning. Stabilitetspakten åpner også for at budsjettunderskuddene kan overstige 3 prosent av BNP i spesielle situasjoner.

Et annet område som har vært fremme i debat-

ten, er i hvilken grad innføringen av en felles valuta vil fremme strukturelle reformer og ytterligere deregulering av arbeids- og produktmarkedene i EU. På den ene siden argumenteres det for at felles pengepolitikk vil kreve økt fleksibilitet i arbeidsmarkedet slik at økonomiske forstyrrelser i større grad kan motvirkes ved tilpassninger i arbeidsmarkedet. Videre understrekes det at en felles valuta vil øke konkurransen og presse fram deregulering av produktmarkedene. På den andre siden pekes det på at mange EU-land i flere år har hatt liten handlefrihet både i pengepolitikken og i finanspolitikken samtidig som arbeidsledigheten har holdt seg på et høyt nivå, uten at dette har gitt seg utslag i økt satsing på strukturelle reformer. Det er derfor ikke grunn til å tro at etableringen av ØMU vil bety særlig mye på dette området.

Alt i alt er det usikkert hvilken virkning innføring av en felles valuta vil få for strukturpolitikken. Økt oppmerksomhet omkring dette området etter at landene nå er «ferdige» med å kvalifisere seg for deltakelse i ØMU og faktisk må tilpasse politikken innenfor en monetær union, samt sterkere fokusering på sysselsettingspolitikken innen EU, kan imidlertid bidra til økt tempo i gjennomføringen av strukturelle reformer.

Avslutning

Ovenfor har vi diskutert en del av de utfordringene Den europeiske sentralbanken vil stå overfor i utformingen av den felles pengepolitikken. ESB vil ha begrenset empirisk erfaring å bygge på - det er første gang i historien at en gruppe land som har til dels svært forskjellige politiske og økonomiske tradisjoner, og som ikke har en

felles statsmakt, oppretter en felles sentralbank. På denne bakgrunn vil det bli avgjørende for ESB å etablere en troverdig politikk som er utformet på grunnlag av utviklingen i hele eurosonen og skape forståelse for denne politikken blant politikere og opinionen i alle deltakerlandene. I denne sammenheng blir det svært viktig for ESB å formidle grunnlaget pengepolitikken overfor omverdenen.

Ulikheter i konjunktursituasjon og i finansiell struktur vil føre til at pengepolitikken har forskjellig virkning i de ulike landene. Det kan føre til at vurderingene av om ESB fører en «god» eller «dårlig» pengepolitikk, vil følge nasjonale skillelinjer, og til press om at ESB legger om politikken i den ene eller andre retningen. Spesielt i Tyskland, som har vært vant til å sitte i «førersetet», vil en felles pengepolitikk kunne representere en betydelig overgang. Lav inflasjon og få tegn til begynnende inflasjonspress i eurosonen fører imidlertid til at ESB vil begynne med et gunstig utgangspunkt og ha gode forutsetninger for å komme godt ut i starten.

Referanser

- BIS (1995): «Financial structure and the monetary policy transmission mechanism»
- Christiansen, Anne Berit (1998): Den europeiske sentralbanken, *Penger og Kreditt* nr. 1/1998
- Dornbusch R., Favero C., Giavazza F. (1998): «Immediate challenges for the ECB» i *European Economy* nr. 26, april 1998
- EMI (1998): Convergence report
- IMF (1998): *World Economic Outlook*, spring 1998

INNFORINGEN AV EURO - KONSEKVENSER FOR NORSK BANKNÆRING

*Alies C. van den Berg, student ved Universitetet i Groningen, Nederland, og
Knut Sandal, konsulent, Avdeling for finansiell analyse og struktur i Norges Bank*

Finansnæringen er trolig den enkeltnæringen som vil bli sterkest berørt av opprettelsen av en økonomisk og monetær union i Europa og innføringen av en felles valuta, euro. I denne artikkelen vil vi først drøfte noen konsekvenser av euro-innføringen for europeiske bank- og verdipapirmarkeder. Deretter drøftes euroens betydning for norsk banknæring.

Innledning¹

Den første helgen i mai avgjorde stats- og regjeringssjefene i EU-landene hvilke land som er kvalifiserte for deltakelse i tredje fase av Den økonomiske og monetære union (ØMU). Videre ble vekslingskursene mellom de deltakende medlemsstatenes valutaer annonsert, og ledelsen for Den europeiske sentralbanken (ESB) nominert. Det synes dermed klart at tredje fase vil bli iverksatt etter planen 1. januar 1999.

Iverksettelsen av tredje fase av ØMU og innføringen av en felles valuta, euro, er uten tvil en historisk begivenhet for deltakerlandene. Også land utenfor unionen vil bli berørt. Et nærliggende eksempel er Norge, som har en økonomi som er sterkt sammenvevd med europeisk økonomi, og som også deltar i det indre marked gjennom EØS-avtalen.

Blant enkeltnæringene vil finansnæringen bli særlig berørt. I denne artikkelen vil vi drøfte mulige konsekvenser av ØMU for europeisk finansnæring generelt, og norsk banknæring spesielt. Artikkelen har følgende struktur: Innledningsvis orienteres det kort om rammeverket for ØMU. Deretter ser vi på størrelsen på det nye europeiske finansmarkedet, og drøfter mulige konsekvenser av ØMU for verdipapirmarkedene og for banknæringen i Europa. Dette gir en bakgrunn for den påfølgende drøftingen av konsekvenser for norsk banknæring. Til slutt følger en oppsummering.

Vi vil understreke at det på mange områder hersker usikkerhet om konsekvensene av ØMU. Mulighetene for å presentere klare vurderinger er således begrensede. Videre er det vanskelig å skille ut direkte virkninger av ØMU fra de mer generelle trender som virker uavhengig av ØMU. Som det vil gå fram av fortsettelsen, finner vi det imidlertid sannsynlig at ØMU vil forsterke flere utviklingstrekk.

Kort om rammeverk mv. for ØMU²

Rammeverket for det økonomiske samarbeidet mellom EU-landene ble trukket opp i Maastricht-traktaten. Der ble også timeplanen og utformingen av ØMU fastlagt. I mai ble det klart at 11 av de 15 EU-landene vil delta i den monetære unionen fra starten, mens Danmark, Hellas, Storbritannia og Sverige vil stå utenfor. Fra samme tidspunkt vil ansvaret for pengepolitikken i deltakerlandene overføres til ESB, som vi ha prisstabilitet som hovedmål. Samtidig vil den nye fellesvalutaen, euro, kunne benyttes som oppgjørsvaluta i euro-området. Dette innebærer at gjeld, fordringer, bankkonti og verdipapirer kan denomineres i euro. Vekslingskursen mellom nasjonale valutaer og euro fastlåses ugjennkallelig 1. januar 1999 for landene i euro-området. Som siste trinn i overgangen til en økonomisk og monetær union, skal nasjonale sedler og mynt i løpet av første halvår 2002 erstattes av euro-sedler og -mynt. Euro vil deretter være eneste lovlig betalingsmiddel i unionen.

¹ Artikkelen bygger i betydelig grad på Jon A. Solheim: «Hvilken betydning kan ØMU få for det norske bank- og finansmarked?», foredrag på Finansforum 1998 17. februar 1998, og Alies C. van den Berg: «The Norwegian Banking Sector Managing the Changeover to the Euro», hovedoppgave ved Universitetet i Groningen, Nederland.

² Det vises til artikler i Penger og Kredittr nr. 94/2, 96/2, 97/3, 97/4 og 98/1, Norges Banks internettside og St. meld. nr. 2 (1997-98) Revidert nasjonalbudsjett 1998, for en nærmere beskrivelse av ØMU-prosessen og ØMUs institusjonelle rammeverk mv.

*Tabell 1. Utvalgte indikatorer for finansmarkedenes størrelse, 1995
(I milliarder USD dersom ikke annet er angitt)*

	Bankenes samlede forvaltningskapital*	Aksjer mv.	Obligasjoner/sertifikater		I alt	I % av BNP
			Offentlige	Private		
USA	5 000	6 858	6 728	4 323	22 908	316
Japan	7 382	3 667	3 448	1 877	16 374	319
EU-11	11 972	2 119	3 904	3 089	21 084	310

* 1994

Kilde: IMF

Pengepolitikk og betalingssystemer er nært sammenbundet. Sentralbankene er avhengige av effektive betalingssystemer for å gjennomføre sin rente- og likviditetspolitikk. Felles pengepolitikk i euro-området nødvendigvis gjør at grensekryssende betalinger i euro kan foregå like raskt og effektivt som betalinger i de nasjonale systemene gjør i dag. Alle land som deltar i den monetære unionen skal derfor knyttes til et felles betalingssystem: TARGET. I tillegg til å være kanal for pengepolitikken, skal TARGET effektivisere systemene for grensekryssende betalinger. TARGET vil derfor bli benyttet både for oppgjør av pengepolitiske transaksjoner og for kommersielle transaksjoner der sikkerhet eller hurtighet er spesielt viktig. Også EU-landene utenfor euro-området vil nyttes til systemet.³

Konsekvenser for europeisk finansnæring

Størrelsen på ØMUs finansielle markeder

Etableringen av den monetære unionen vil innebære at finansmarkedet i euro-området⁴ vil bli nesten like stort som det amerikanske. Betydningen av de ulike markedene er imidlertid annerledes.

³ For en nærmere beskrivelse av TARGET vises det til Per Erik Stokstad og Jon Bergundhaugen: «Det europeiske sentralbank-systemet TARGET og euro-oppgjør for norske aktører», i dette nummer av Penger og Kreditt.

⁴ Det bør understrekes at finansmarkedene i Europa fortsatt er segmenterte. En felles valuta skaper ikke automatisk et fullstendig integrert felles marked. Det er behov for ytterligere harmonisering av regelverket, blant annet med hensyn til skatteregler. Ulikheter i kultur, språk og tekniske standarder skiller også i de finansielle markedene. En felles valuta vil imidlertid bidra til økt gjennomsiktighet i priser og fjerne valutakursusikkerhet og valutaavhengige transaksjonskostnader innenfor euro-sonen. Dette vil bidra til større integrering av markedene.

Som det fremgår av tabell 1 vil banksystemet i euro-landene utgjøre verdens største bankmarked, med Japan som det nest største. Når det gjelder verdipapirer, dominerer USA stort, mens markedene i Japan og euro-sonen vil være omtrent jevnstore. De betydelige strukturelle finansmarkedsforskjellene mellom USA og euro-landene - med Japan i en mellomstilling - illustreres ved at bankmarkedet utgjorde 57 prosent av det samlede finansmarkedet i euro-området mot 22 prosent i USA og 45 prosent i Japan.

Gjennom størrelsen på markedet vil euro få en viktig rolle innen internasjonal handel, i tilknytning til private finansielle transaksjoner og som offisiell reservevaluta. Dette innebærer at det internasjonale finansmarkedet trolig vil polariseres om tre hovedvalutaer – dollar, yen og euro.⁵

Konsekvenser for verdipapirmarkedene

Innføringen av euro vil kunne få stor betydning for utviklingen av verdipapirmarkedene i euro-landene. Det er grunn til å tro at kapitalformidlingen i euro-landene i større grad vil gå via verdipapirmarkedet på bekostning av formidling gjennom finansinstitusjoner. Bortfall av valutarisiko, bedre gjennomsiktighet i prisingen og harmonisering av markedspraksis vil øke likviditeten, og bidra til en utvikling i retning av den amerikanske.

Tap av fordel ved å operere i hjemmevalutaen gjør at konkurransen på verdipapirmarkedene vil bli hardere, både for meglere, utstedere, investorer og børsere. Det vil bli mindre nasjonal tilhørighet, og aktørene vil trekkes mot marked-

⁵ For en drøfting av euroens betydning, vises det til Heidi Lohrmann: «Euroens rolle i det internasjonale monetære system», Penger og Kreditt nr. 97/4.

ene med lavest kostnader. Integrasjonen mellom børsene vil trolig forsterkes.

Prising og notering i samme valuta vil bidra til økt oversiktighet i statsobligasjonsmarkedet. Dette vil trolig medføre et press for harmonisering av markedspraksis, og kostnadene ved å utstede og plassere i statspapirer vil kunne falle. Nye statslån vil bli utstedt i euro fra første dag av den monetære unionen. Flere land har uttalt at de tar sikte på å konvertere utestående statsgjeld denominert i nasjonal valuta til euro når tredje fase av ØMU iverksettes. (Strengt tatt behøver ikke landene å gjøre dette før 1. januar 2002.)

Den monetære unionen vil også kunne ha en positiv effekt på utviklingen av det private obligasjonsmarkedet i Europa. I USA er dette markedet stort og velutviklet, mens bedrifter i Europa i større grad har basert seg på finansiering gjennom banker. Etter etableringen av den monetære unionen vil utvalget av papirer i én valuta bli større og mer nyansert, og økt konkurranse innen emitterings- og investeringstjenester vil kunne gjøre det billigere å låne direkte i verdipapirmarkedet. Videre vil det trolig bli en større base av institusjonelle investorer. Bortfall av valutarisiko innenfor euro-området vil også innebære at investorene kan fokusere mer på kredittrisiko, og dermed bli flinkere til å vurdere slik risiko. Dette kan gjøre markedet mer mottakelig for private obligasjoner, da investorene vil kunne være villige til å akseptere høyere kreditt-risiko i sin søken etter avkastning. Sammen med lavere lånekostnader kan dette innebære at mellomstore foretak, som hittil kun har hatt tilgang til bankfinansiering, i større grad henter finansiering i obligasjonsmarkedet. Ifølge blant annet IMF kan imidlertid et høyt reguleringsnivå og den smale basen av institusjonelle investorer i dag, bidra til at utviklingen av et bredt europeisk marked for private obligasjoner tar noe tid.

Konkurransen blant foretak som står for tilrettelegging av aksjeemisjoner og obligasjonslån vil trolig øke. Etter innføringen av euro vil tilretteleggerens konkurransekraft blant annet avhenge av tilgangen til en bred investorbase på et europeisk plan. Størrelse og bred geografisk tilstedeværelse i unionen vil være av betydning for å oppnå dette. I forhold til små og mellomstore foretak vil nok kunderelasjoner og lokalkunnskap være av betydning, mens dette har mindre betydning i forhold til store internasjonale selskaper.

Begrensningene på valutarisiko i forsikrings-selskaper og pensjonsfond vil ikke lenger være til hinder for at de diversifiserer sine investeringer mellom ulike euro-land. Bedre muligheter for plasseringer over landegrenser og demografiske og sosiale endringer kan føre til at mer kapital forvaltes av institusjonelle investorer, og de ventes å få større betydning. Dette forsterkes av at kravene til balanse i offentlige budsjetter mv. vil kunne innebære privatisering av offentlige pensjons- og helseforsikringsfond.

Det bør understrekes at den sterkere konkurransen som ventes i verdipapirmarkedene i euro-området, ikke bare kommer som følge av felles valuta. Den teknologiske utviklingen, deregulering og harmonisering av lover og regler er viktige drivkrefter som bidrar til friere flyt av kapital og tjenester i det indre markedet. Det er likevel liten tvil om at innføringen av felles valuta i betydelig grad vil tilskynde denne utviklingen.

Konsekvenser for europeisk banknæring

Banknæringene i de europeiske land og internasjonalt har gjennomgått og vil fortsatt gjennomgå store endringer som følge av teknologisk utvikling, internasjonalisering, deregulering og endret kundeatferd. Dette har skjerpet konkurransen og senket marginene, og har medført et behov for restrukturering og reduksjon av overkapasitet. I tillegg til økt konkurranse bankene imellom, har også nye aktører, både finansielle og ikke-finansielle, kommet på banen og bidratt til marginpress. Videre har verdipapirmarkedene fått en viktigere rolle både med hensyn på sparing, finansiering og risikohåndtering og legger dermed et ytterligere press på finansielle mellomledd slik som banker.

Det er sannsynlig at innføringen av en felles valuta vil forsterke flere av de eksisterende trendene, i tillegg til å endre konkurransemiljøet i seg selv. Innføringen av det indre marked for banktjenester medførte frihet for banker etablert i et EØS-land til å etablere filialer og drive grensekryssende virksomhet i andre EØS-land. Introduksjonen av en felles valuta vil innebære en ytterligere integrering av markedene. Større grad av gjennomsiktighet i priser og betingelser vil kunne bidra til økt konkurranse og mindre nasjonale og produktmessige prisforskjeller. Den teknologiske utviklingen, herunder utviklingen av nye distribusjonskanaler, vil ytterli-

gere fremskynde denne prosessen, spesielt for produkter med høy standardiseringsgrad. Videre vil den monetære unionen bidra til større dybde og likviditet i verdipapirmarkedene, og dermed trolig også til økt «verdipapirisering».

Effektene av den monetære unionen vil trolig merkes først og sterkest i verdipapirmarkedene og i markedene for store bedrifter. Virkningene på markedene for tradisjonelle banktjenester rettet mot husholdninger og mindre bedrifter er mer usikre. Dette er i stor grad informasjonsintensiv virksomhet som krever god kontakt med kundene. Trolig vil innføringen av en felles valuta forsterke tendensen mot internasjonalisering og økt konkurranse. Det er imidlertid tvilsomt om flertallet av de utenlandske konkurrentene vil tilby et bredt spekter av tjenester til et usegmentert publikum. Mange av de utenlandske tilbydere vil fokusere på de mest profitable segmentene som kan nås uten et stort distribusjonsnett. På litt lengre sikt kan blant annet nye distribusjonsformer, nye former for betalingsoverføringer og større aksept for bruk av teknologi blant publikum bidra til et større innslag av internasjonal konkurranse på detaljmarkedet.

Betydelig overkapasitet i finansnæringen i de europeiske land, spesielt innen tradisjonell bankvirksomhet, har skapt et behov for effektivisering og konsolidering. Konsolideringsprosessen har kommet kortere i Europa enn i USA. De siste 1-2 år har vi imidlertid sett en økning i oppkjøp og fusjoner i Europa, og sammenslutningene skjer både innenfor og på tvers av nasjonale grenser. Fusjoner og oppkjøp skaper enheter som har både ambisjoner, finansiell styrke og ikke minst et tjenestetilbud som er godt egnet til å konkurrere utenfor hjemlandets grenser. Dette kan tilsi økende konkurranse over landegrensene.

En del europeiske bankkonsern ser ut til å utvikle en regional profil, hvor de definerer flere naboland som del av sitt hjemmemarked. Skandinaviske og belgiske bankkonsern er eksempler på dette. Videre er det enkelte europeiske storbanker med globale ambisjoner, blant annet de største sveitsiske, tyske og nederlandske bankene. I tillegg vil blant annet store amerikanske investeringsbanker kunne utnytte forretningsmuligheter knyttet til større og mer likvide kapitalmarkeder. Det er derfor mulig at en tredelt struktur vil utvikles i europeisk banknæring, hvor det er et fåtall globale aktører, en del regio-

nalt orienterte aktører og et større antall utelukkende nasjonalt orienterte banker.

I dag er det slik at bedrifter som opererer innenfor flere europeiske land, ofte velger å benytte seg av tjenester fra en lokal «hjemmebank», eller de benytter tjenester fra flere forskjellige banker. Med etableringen av en felles valuta vil næringslivet i større grad velge å tilknytte seg en bank innenfor euro-landene som er i stand til å tilby de tjenester bedriften trenger. Store banker - som er best posisjonert til å kunne utnytte utviklingen av verdipapirmarkedene og tilby tjenester over hele Europa - vil her ha en konkurransemessig fordel.

Når det gjelder bankenes aktiviteter i penge- og valutamarkedet, vil inntjeningspotensialet reduseres. Inntektene fra valutahandel vil gå ned⁶, og i pengemarkedet vil konkurransen øke som følge av at det etableres et stort og likvid pengemarked i euro. Det er også ventet at ESBS pengepolitiske operasjoner vil bidra til mer effektive penge- og verdipapirmarkeder.

Prising av kredittrisiko vil bli viktigere, siden valutarisikoen vil forsvinne i euro-området. Det er derfor sannsynlig at bankene vil bruke mer ressurser på analyse av foretakssektoren. Som nevnt vil den monetære unionen trolig innebære at flere foretak får tilgang til finansiering i verdipapirmarkedet. Konkurransen om å finansiere bedrifter som ikke har mulighet til å finansiere seg over verdipapirmarkedet (i hovedsak mindre bedrifter), vil derfor kunne øke.

Dagens ordninger med betalingsformidling over landegrensene er basert på den enkelte banks nett av korrespondentbanker. Etableringen av TARGET og utviklingen av alternative avregningssystemer i euro muliggjør en betydelig effektivisering av grensekryssende betalinger. Tradisjonelle korrespondentbanktjenester vil derfor kunne rasjonaliseres, og en konsekvens av dette er reduserte inntekter for bankene.

Overgangen fra lokal valuta til euro vil bli kostbar. Kostnadene vil være knyttet til blant annet endring av datasystemer, tilpasning av minibanker og andre maskiner, rådgivning av

⁶ Det nederlandske finanskonsernet ING har beregnet at vekslinger mellom forskjellige EU-valutaer utgjør kun 8 prosent av verdens valutahandel. Det er imidlertid en del vekslinger mellom EU-valutaer som foregår med andre valutaer (i første rekke amerikanske dollar) som «mellomledd». Det er vanskelig å anslå omfanget av slike transaksjoner.

kunder, trykking av nye skjemaer, trening av personell, endring av regnskapssystemer og andre systemer, utvikling av nye produkter og tjenester i euro, mv. Sammen med «År 2000 - problemet» skaper innføringen av euro stor knapphet på IT-personale, og dermed høye kostnader for bankene i form av avlønning av slikt personale. Den europeiske bankforeningen har anslått merkostnaden for bankene ved innføringen av euro til mellom 8 og 10 milliarder ecu. (Dette tilsvarer om lag 65 til 80 milliarder norske kroner).

Økte kostnader og reduserte inntekter på en del områder, kombinert med sterkere konkurranse, vil sette ytterligere press på bankenes fortjenestesituasjon og nødvendiggjøre ulike former for tilpasninger. En måte å møte denne utfordringen på er gjennom kostnadsreduksjoner og mer kostnadseffektiv produksjon. Dette kan gjennomføres på flere måter. Fusjoner og oppkjøp kan være en måte å realisere stordrifts- og breddefordeler på. En annen strategi kan være å spesialisere seg på produktområder der banken allerede har en sterk posisjon. For en del institusjoners vedkommende vil en også måtte vente at det reduserte inntjeningspotensialet blir møtt med økt risikotaking. For tilsynsmyndighetene kan etableringen av den monetære unionen også derved representere en utfordring. En tredje måte å møte utfordringene på er å utvikle nye produkter og tjenesteområder. Dette er et utviklingstrekk som i betydelig grad har preget europeiske banker i de senere år. Overtakelsen av forsikrings- og investeringsselskaper har styrket mange bankers inntektspotensial, og bidratt til at de gjennom ulike former for finansielle konglomerater kan dra fordel av verdipapirmarkedenes økte betydning. Det er også mulig at institusjoner vil søke å motvirke fallende inntjening ved å etablere seg i nye geografiske områder. Ekspansjon inn i nye produkter og tjenester eller geografiske områder kan være en mulighet til å utnytte ressurser som blir ledige på andre områder (som f.eks. valutahandel).

Etableringen av den monetære unionen vil som nevnt gi økte kostnader og reduserte inntekter på noen områder. Dette indikerer at unionen, i hvert fall på kort sikt, vil ha en negativ effekt på fortjenesten i europeisk banknæring. Det bør imidlertid påpekes at motivasjonen for etablering av unionen har vært å oppnå samfunnsøkonomiske gevinster gjennom stabilisering av pri-

ser og makroøkonomiske forhold. Stabile økonomiske forhold kan lede til økte investeringer og stabil vekst. Dette kan stimulere til økt låneetterspørsel og redusert kredittrisiko, og dermed gi et positivt bidrag til bankenes inntjening. Videre kan en ikke utelukke at økt konkurranse på sikt kan bidra til at bankene blir mer effektive.

Konsekvenser for norsk banknæring

Vi har nå drøftet noen mulige implikasjoner av den monetære unionen for verdipapirmarkedene og banknæringen i Europa. Dette gir en bakgrunn for å drøfte euroens betydning for norsk banknæring.

Bruken av euro og tilbudet av euro-tjenester⁷

Behovet for banktjenester i euro vil nødvendigvis måtte avhenge av den fremtidige bruken av euro. Finansdepartementet har i forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett 1998 tatt initiativ til en undersøkelse om forventet bruk av euro. Undersøkelsen tyder på at i handelen mellom Norge og euro-landene vil euroen bli benyttet i større utstrekning enn valutaene til de 11 medlemslandene samlet blir benyttet i dag. Videre er det indikasjoner på at bruken av euro vil øke over tid. Det kan her legges til at euroens betydning for norske aktører vil bli klart forsterket dersom Sverige, Danmark og/eller Storbritannia etter hvert blir medlem i unionen.⁸

Euroen kan nok også få en viss - men trolig begrenset - betydning som oppgjørsv valuta mellom innlendinger, gjennom bruk av kontopenger. Dette vil trolig i første rekke skje mellom import- og eksportbedrifter og underleverandører i bransjer som er kraftig eksponert mot euro området. Det er imidlertid flere forhold som trekker i retning av at bedrifter og husholdninger vil ønske å holde fast ved norske kroner. Lønn, pensjoner, skatter og avgifter skal betales i norske kroner. Videre er det i henhold til valuta-bestemmelsene ikke tillatt for nordmenn å gjøre opp sine mellomværender i utenlandske kon-

⁷ For en nærmere drøfting av euroens betydning for norske aktører, euro-oppgjørssystemene og Norges Banks rolle, vises det til artikkelen av Per Erik Stokstad og Jon Bergundhaugen i dette nummer av Penger og Kreditt.

⁸ I 1997 gikk om lag en tredel av fastlandsbedriftenes vareeksport til disse landene, og en tredel av vareimporten til Norge kom fra dette området.

tanter. Dette forbudet vil også gjelde euro-sedler og -mynt.

Etableringen av TARGET og utviklingen av alternative avregningssystemer i euro muliggjør som nevnt en betydelig effektivisering av betalinger mellom land i hele EU. Dette kan bety at banker med direkte tilgang til euro-oppgjørssystemene vil ha et konkurransemessig fortrinn, selv om det er usikkert hvor stor denne fordelene er. Betalingsformidling til og fra utlandet utgjør isolert sett ingen betydelig inntektskilde for norske banker. Men dersom bankene ikke kan tilby attraktive tjenester på dette området, vil kunder kunne velge å kjøpe både disse og andre banktjenester i andre banker, slik at kundeforhold går tapt.⁹ Norske banker arbeider derfor med å utvikle et konkurransedyktig tilbud av euro-tjenester. Bankene vil tilby euro-konti og vurderer forskjellige muligheter for å knytte seg til de europeiske oppgjørssystemene slik at de kan tilby effektiv betalingsformidling i euro. Tjenestespekteret vil i stor grad være etterspørselsbestemt, og bankene har derfor vært i samtaler med sine næringslivskunder for å kartlegge hvilke behov de har.

Konsekvenser for norske bankers inntjening og konkurranseposisjon

I likhet med banker i andre land gjennomgår norske banker betydelige endringer som følge av teknologisk utvikling, internasjonalisering, deregulering og endret kundeatferd. Dette har medført skjerpet konkurranse og lavere rentemarginer, og i likhet med banker i andre land har norske banker problemer med å kompensere fallende rentemarginer med økte andre inntekter eller reduserte kostnader. Økende konkurranse både bankene imellom og fra andre aktører i finansmarkedene tilsier at bankene generelt ventes å stå overfor store utfordringer i årene fremover. Den monetære unionen kommer «på toppen» av dette, og vil trolig forsterke flere utviklingstrekk.

Sammenligninger med banker i andre land¹⁰ viser at norske banker i de senere år har hatt en forholdsvis god egenkapitalavkastning. Norske

banker har imidlertid vært inne i en periode med ekstraordinært lave tap, og beregninger viser at i en situasjon med normale tap ville bankenes egenkapitalavkastning vært betydelig lavere. Samtidig er det norske bankmarkedet preget av lav konsentrasjon og høy konkurranse, og norske banker har erfaring med å konkurrere i et marked med lave marginer. Videre har norske banker i betydelig grad utvidet sitt virksomhetsområde til blant annet forsikrings- og verdipapirtjenester, og er derfor forberedt på den reduserte rollen for mer tradisjonelle banktjenester. Norske banker ligger også langt fremme på det teknologiske området. Alt i alt har derfor norske banker et brukbart utgangspunkt for å kunne møte den økte utenlandske konkurransen.

Innføringen av euro vil ha ulik betydning for de enkelte delmarkedene. Den mest umiddelbare konsekvensen av overgangen til euro er bortfall av vekslinger og sikringsforretninger for de berørte valutaene. Vekslinger mellom euro-landenes valutaer betyr imidlertid lite for norske banker: DnB har (basert på statistikk fra BIS) beregnet at mindre enn 10 prosent av valuta-vekslingene vil falle bort for norske banker.

Internasjonal betalingsformidling og likviditetsstyring er to andre områder som vil bli direkte berørt. Internasjonal betalingsformidling utgjør som nevnt ingen betydelig inntektskilde for norske banker. Det er imidlertid viktig at bankene kan tilby konkurransedyktig betalingsformidling i euro, slik at ikke kundeforhold går tapt.

Utenlandske långivere står i dag for i underkant av 30 prosent av alle utlån til norske foretak. De utenlandske etableringene i Norge har hittil i hovedsak rettet sin virksomhet mot de største foretakene og de delene av finansmarkedet som etterspør mer avanserte tjenester. Med bruk av euro i norsk næringsliv og større gjennomsiktighet med hensyn til priser og betingelser, vil utenlandske banker trolig bli en enda sterkere konkurrent.

Flere av de store nordiske bankkonsernene definerer Norden som sitt hjemmemarked, og har etablert eller planlegger å etablere filialer i de fleste nordiske land. De største svenske og danske bankene har hittil vært de mest aktive, og til forskjell fra andre internasjonale banker har enkelte av disse også begynt å interessere seg for

⁹ Dette avhenger av om konkurrerende banker kan gi et bedre tilbud totalt sett. Videre kan det være spørsmål om kunden er bundet til eksisterende hovedbankforbindelse, for eksempel som følge av informasjonsasymmetri.

¹⁰ Se f.eks. Finansmarknadsrapport I/1997, Sveriges riksbank.

markedene for husholdninger og små og mellomstore bedrifter. De nordiske bankenes styrking av posisjoner på hjemmemarkedet kan delvis oppfattes som en defensiv strategi for å holde de store globale bankene ute. Innføringen av en felles valuta i Europa kan ha vært en pådriver for dette.

Det har i lang tid vært mulig for de største foretakene å foreta låneopptak i obligasjonsmarkedet framfor gjennom finansinstitusjoner. Et større og mer effektivt obligasjonsmarked i euro vil trolig medføre at noen flere av de store og kanskje også mellomstore foretakene vil kunne oppnå en gunstigere finansiering i verdipapirmarkedet enn gjennom banker. En slik utvikling vil redusere betydningen av bankopplåning. I markedet for lån til store kunder er konkurransen internasjonal og meget sterk, og marginene er små. Det er således ikke så store fortjenester som går tapt ved å miste slike låneforhold. Bankene vil imidlertid kunne legge vekt på at et låneforhold kan gi anledning til salg av andre banktjenester med høyere fortjenestemuligheter. Enkelte banker ser nok også prestisje i å ha de største foretakene som sine kunder. Videre kan betjeningen av store kunder bidra til kompetanseoppbygging.

Trolig vil store bedrifter og eksport- og importbedrifter ta i bruk euro for betalinger allerede fra 1999, mens små bedrifter og husholdninger vil være mer tilbakeholdne. Dette tilsier at tilpasningene i bankmarkedene for små bedrifter og husholdninger vil skje mer gradvis enn i markedene for store bedrifter. I hvert fall på kort sikt vil produkter som tradisjonelle bankutlån, som krever personlig kontakt og lokal kunnskap, til en viss grad være beskyttet for utenlandsk konkurranse.

Dette kan tilsi at det er de større bankene, som tilbyr tjenester til store bedrifter, som blir mest berørt. Små og mellomstore norske banker, som har en kundebase bestående av husholdninger og mindre bedrifter, vil - i hvert fall på kort sikt - i mindre grad bli påvirket av euroen. De står imidlertid overfor en rekke andre utfordringer, blant annet i tilknytning til den teknologiske utviklingen.

Små og mellomstore banker vil også kunne møte sterkere konkurranse fra nasjonale og regionale aktører. Dersom de største norske bankene taper i konkurransen på den internasjonale arenaen, kan det hende at de i større grad velger å

konsentrere aktivitetene nasjonalt og dermed intensiverer konkurransen med de små og mellomstore bankene på de lokale markedene. Prisingen er relativt lite gjennomsluktig i markedet for små og mellomstore bedrifter, og dette kan tilsi at marginene er forholdsvis høye i dette segmentet. Dette kan således fremstå som et attraktivt marked, gitt at institusjonene har den nødvendige ekspertise til å vurdere den risiko som er forbundet med engasjementene.

Et alternativ for de store norske bankene er i enda større grad å fokusere virksomheten i internasjonale markeder på områder der de har spesiell kompetanse, som f.eks. shipping og energi. Dette vil imidlertid gi bankene mindre diversifiserte porteføljer.

Innføringen av euro vil medføre betydelige krav til blant annet tilpasninger av IT-systemer og andre systemer, utvikling av nye produkter, opplæring av ansatte og rådgivning av kunder. Dette arbeidet vil kreve ressurser, men kan også bidra til å styrke den enkelte banks konkurranseposisjon. Eksempelvis kan rådgivning om euro være et viktig verktøy for å beholde eksisterende kunder og ikke minst for å komme i kontakt med nye kunder.¹¹

På kort sikt kan det være en fordel for norske banker at de slipper å tilpasse «alt» med en gang, slik som bankene innenfor euro-sonen må.¹² Videre er det av betydning at personkundemarkedene i land utenfor euro-området ikke påvirkes i betydelig grad. Engelske banker opererer med en tommelfingerregel som sier at kostnadsøkningen for banker utenfor euro-sonen, der kundebestanden berøres, vil være anslagsvis en tredel av det som gjelder innenfor valutaunionen. Kostnadene vil imidlertid ikke bli ubetydelige for norske banker.

Konsekvensene av euro vil, i hvert fall på kort sikt, sannsynligvis bli større for bankvesenet i euro-landene enn i Norge og andre land utenfor euro-sonen. Bortfallet av inntekter på enkelte områder som f.eks. valutahandel, er større for

¹¹ Det kan synes som om mange kunder har inntatt en forholdsvis passiv holdning til hvilke tilpasninger som må gjøres som følge av innføringen av euro, samtidig som de forventer at bankene skal være kompetanse- og informasjonssentre på dette området.

¹² Det bør imidlertid påpekes at dersom ØMU-bankene kombinerer euro-tilpasningene med en mer generell oppdatering av sine IT-systemer, kan dette lede til at de oppnår høyere effektivitet og bedre konkurranseevne.

euro-bankene, og kostnadene knyttet til systemtilpasninger mv. er også høyere. Det er også sannsynlig at konkurransen over landegrensene vil bli sterkere mellom landene med felles valuta enn mellom euro-land og land utenfor euro-området, selv om dette er usikkert.

Oppsummering

De fleste av utviklingstrekkene som preger norsk og europeisk finansnæring, er drevet fram av forhold som er uavhengige av etableringen av den monetære unionen. Trender som deregulering/liberalisering, internasjonalisering, endret kundeatferd og hurtig teknologisk utvikling - og økt konkurranse som følge av dette - vil fortsette uansett utvikling i EU. Innføringen av euro vil imidlertid kunne forsterke eksisterende utviklingstrekk.

Alt i alt vil trolig innføringen av en felles valuta ha en raskere og mer direkte innvirkning på verdipapirmarkedene og på markedene for store bedrifter enn på markedene for tradisjo-

nelle banktjenester til husholdninger og små og mellomstore bedrifter. Styrkingen av verdipapirmarkedene og økt internasjonal konkurranse vil - i tillegg til økte kostnader og reduserte inntekter på noen områder - imidlertid komme på toppen av de konkurransemessige utfordringene som norsk og europeisk banknæring står overfor. Over tid kan derfor endringene i banksektoren bli store.

Norske banker vil trolig bli mindre berørt av den monetære unionen enn banker i euro-sonen. Det vil allikevel være en viktig utfordring for norske banker å kunne tilby konkurransedyktige tjenester i euro. Disse tjenestene vil neppe utgjøre noen stor inntektskilde isolert sett, men vil kunne være av betydning for hvor kundene velger å kjøpe resten av sine banktjenester. Norske banker bør også være forberedt på at Sverige, Danmark og/eller Storbritannia vil kunne gå inn i den monetære unionen på et senere tidspunkt. En slik utvikling ville medføre en betydelig økning i etterspørselen etter euro-tjenester.

DET EUROPEISKE SENTRALBANKSYSTEMET TARGET OG EURO-OPPGJØR FOR NORSKE AKTØRER

Jon Bergundhaugen, konsulent, og Per Erik Stokstad, kontorsjef, Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer

En grunnpillars for Den økonomiske og monetære union er å etablere et felles betalingssystem for overføringer i euro. Det gjøres ved å knytte de nasjonale systemene sammen gjennom sentralbankene. Dette systemet, kalt TARGET, vil ikke bare legge til rette for de felles pengepolitiske operasjonene i euro-området, men vil også redusere risikoen ved grensekryssende betalinger i hele EU. Norske aktører vil kunne velge å betale med euro både innenlands og overfor utlandet. For å betjene sine kunder må norske banker finne effektive kanaler til euro-området, og de ønsker å benytte Norges Bank som brohode for en slik tilknytning.

Betalingsystemer

Et godt fungerende betalingssystem er en forutsetning for en velutviklet markedsøkonomi, fordi det forenkler bytte av varer og tjenester. Betalingssystemet skal også sikre raske omplasinger av store beløp, slik det blant annet er nødvendig for at sentralbankens pengepolitiske operasjoner skal virke effektivt. Det er derfor viktig at det etableres ordninger som gjør at pengeflyten fungerer tilfredstillende både med tanke på effektivitet og sikkerhet. Betalingssystemet knytter aktørene sammen gjennom en mengde tilgodehavender og forpliktelser, og en svikt i en del av markedet vil derfor kunne spre seg til andre aktører og få alvorlige realøkonomiske konsekvenser.

Forståelse og håndtering av risikoen i betalingssystemene har lenge vært et prioritert område for sentralbanker. Arbeidet i Norges Bank har dels gått på å gjøre aktørene mer bevisste om sin risiko, dels å utvikle et godt system for oppgjør i sentralbanken. Den 24. november 1997 ble Norges Banks nye oppgjørssystem NBO satt i drift. Dette er et raskere og sikrere system for transaksjoner i norske kroner, både med tanke på selve oppgjøret og den informasjon bankene får om egne posisjoner. For en nærmere beskrivelse av NBO og prinsipper for nasjonale oppgjørssystemer, vises det til artikkel av Holvik og Flatraaker i Penger og Kreditt 1997/3.

Et moderne nasjonalt oppgjørssystem omfat-

ter muligheten for å sende transaksjoner enkeltvis (brutto) kontinuerlig gjennom dagen. Slike systemer kalles derfor RTGS¹-systemer. Transaksjonene gjøres opp på en juridisk bindende måte umiddelbart (dvs. at partene belastes og godskrives over konto i oppgjørsbanken) dersom avsender har dekning på konto eller kreditt tilgjengelig. Prinsippet muliggjør at mottakerbank kan kreditere sin kunde umiddelbart uten dermed å ta risiko på banken som sender pengene (kredittrisiko). Dessuten vil det være lav sannsynlighet for at transaksjoner forsinkes vesentlig i systemet, og dermed belaster bankenes likviditet gjennom dagen (operasjonell risiko)².

Sentralbanker har påpekt at flere slike risikomomenter ikke alltid blir tatt hensyn til blant private aktører. Dette skyldes manglende muligheter til å kredittvurdere motparter i oppgjøret, samt problemer med å identifisere risiko i systemet. Det vil også være tilfellet dersom private banker antar at sentralbanken vil tre inn som «reddende part» ved kriser. Sentralbankene har derfor søkt å påskynde at store transaksjoner sendes til oppgjør direkte gjennom RTGS-systemer. Norges Bank legger for eksempel opp til at transaksjoner over 25 millioner pålegges sendt til brutto oppgjør i NBO. Mindre transaksjoner

¹ Real Time Gross Settlement (realtids brutto-oppgjør).

² En nærmere drøfting av risikotyper er gitt i Holvik og Flatraaker, Penger og Kreditt 1997/3.

vil det ofte være rasjonelt å avregne mot andre transaksjoner innenfor et begrenset tidsrom, slik at det kun vil være nettoposisjonene mellom oppgjørsdeltakerne som går til endelig oppgjør. Denne oppgjørsformen, kalt nettooppgjør, vil normalt redusere kostnaden per transaksjon fordi det blir færre kontobevegelser og mindre likviditetsbelastning.

Økt globalisering av markedene stiller større krav til internasjonal samordning av rammebetingelser for finansnæringen. Gjennom internasjonale fora søker sentralbankene å utveksle kompetanse og etablere felles standarder for betalingssystemene. Dette arbeidet har fokusert både på nasjonale systemer for avregning og oppgjør mellom bankene, systemer for avregning og oppgjør av grensekryssende betalinger, og betalinger knyttet til handel i verdipapirer, derivater og valutakontrakter.³

Løsningene for oppgjør av grensekryssende transaksjoner har ikke gjennomgått en like omfattende effektivisering som de nasjonale betalingssystemene. Interbank-betalinger mellom land gjennomføres fremdeles hovedsakelig basert på bilaterale avtaler mellom enkeltbanker, såkalte korrespondentbank-avtaler. Oppgjøret skjer ved at betalers bank sender melding til sin bankforbindelse i mottakers land om å overføre pengene fra sin konto, gjennom det nasjonale oppgjørssystemet og til mottakers bank. Sammenlignet med nasjonale systemer er disse løsningene fremdeles lite effektive, både med tanke på idsbruk, kostnader og risiko.

TARGET

Politisk bakgrunn

Etableringen av Den økonomiske og monetære union (ØMU) vil føre til at samme pengeenhet blir brukt i et større område. Det vil forenkle byttet av varer og tjenester, spesielt ved at priser blir direkte sammenlignbare og valutakursrisiko elimineres. Samtidig vil euroen skape et omfattende og likvid penge- og verdipapirmarked som genererer store mengder betalinger mellom aktører i hele EU. På denne bakgrunn må det

antas at omfanget av betalinger mellom landene i ØMU vil øke, og sikre og effektive kanaler for grensekryssende betalinger i området blir derfor enda viktigere.

Maastricht-traktaten fastslår at Det europeiske monetære institutt (EMI) skal forberede de virkemidler og fremgangsmåter som er nødvendige for å gjennomføre en felles penge- og valutapolitikk, og fremme effektiviteten i betalinger over grensene.

EMI startet derfor i 1994 arbeidet med et felles betalingssystem for medlemslandene⁴, kalt TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer). Systemet skal sørge for: 1) å legge til rette for en effektiv implementering av den felles pengepolitikken, og 2) å muliggjøre raskt og sikkert oppgjør av betalinger mellom landene. Det første er nødvendig for at markedsoperasjonene til Den europeiske sentralbanken (ESB) kan gjennomføres friksjonsfritt og med lik virkning i hele euro-området.

EMIs rapport «*Minimum Common Features for Domestic Payment Systems*» har stått sentralt i utformingen av TARGET som et grensekryssende RTGS-system. Rapporten tar for seg minimumskrav som bør stilles til nasjonale oppgjørssystemer, og slår blant annet fast at «så snart som mulig bør alle medlemsland ha et RTGS-system hvor flest mulig store betalinger kanaliseres. Oppgjør for slike systemer bør skje over konti i sentralbanken. Systemet bør ha et trygt rettslig, teknisk og sikkerhetsmessig felles rammeverk innen EU». Disse kravene har også vært sentrale ved utformingen av de nasjonale RTGS-systemer i hele Europa.

Oppbygging og funksjonalitet

TARGET er basert på følgende tre grunnprinsipper:

- *Desentraliseringsprinsippet* innebærer at systemet skal baseres på den opprinnelige struktur i de nasjonale betalingssystemene. Deltakende banker vil ha oppgjørskonto i euro i eget lands sentralbank, og betalingsoverførser vil skje via sentralbankene.
- *Markedsprinsippet* betyr at sentralbankenes

³ Se f.eks. «Minimum Common Features for Domestic Payment Systems», EMI (1993), «Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries», BIS (1990), «Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions», BIS (1996), og «Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives», BIS (1997).

⁴ Se «The EMI's intentions with regard to cross-border payments in Stage III», EMI (1994).

engasjement reduseres til de funksjoner som ikke på en tilfredsstillende måte ivaretas av privat sektor. Markedsdeltakerne skal fritt kunne velge oppgjørsmetode for sine betalinger, mens de pengepoliske operasjoner uansett skal utføres med oppgjør gjennom TARGET.

- *Minimumsprinsippet* står i nær sammenheng med prinsippet om desentralisering, og innebærer at kostnadene for felles infrastruktur skal holdes så lave som mulig. De nasjonale RTGS-systemene må formelt harmoniseres bare når det gjelder åpningstid, priser og tilførsel av likviditet gjennom dagen.

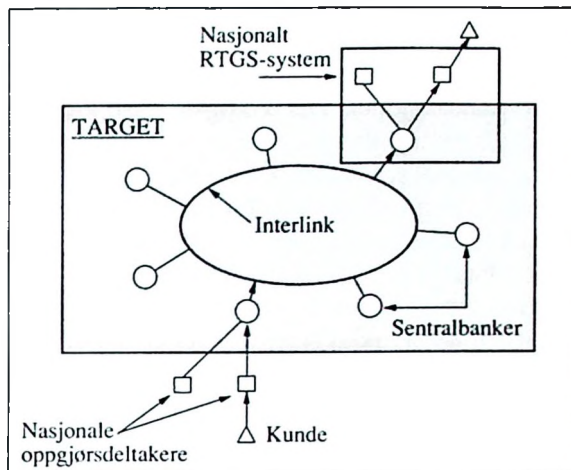
TARGET består av de nasjonale RTGS-systemene koblet sammen gjennom et kommunikasjonssystem kalt Interlink. Interlink omfatter både et teknisk kommunikasjonssystem og meldingsstandarder spesielt for TARGET. SWIFT⁵ er valgt som formidler av transaksjonsdata og annen informasjon knyttet til oppgjøret mellom sentralbankene. Meldingsstandardene er i prinsippet utviklet uavhengig av kommunikasjonssystem, men baserer seg i stor grad på det formatet SWIFT selv benytter.

Som det fremgår av figur 1, er det bare sentralbankene som skal knyttes direkte til TARGET. Bankene vil være indirekte tilknyttet gjennom sin deltakelse i de nasjonale oppgjørssystemer. En grensekryssende transaksjon fra en kunde i ett land vil sendes fra det nasjonale RTGS-system, gjennom Interlink til mottakerlandets RTGS-system. Gjennom dette systemet mottar kundens bank pengene, og kan deretter godskrive kunden. Ved slutten av dagen vil sentralbankene gjøre opp seg imellom for dagens bevegelser.

Systemspesifikasjonene for TARGET forutsetter at den totale tiden fra belastning av avsenders konto til godskriving av mottakers konto maksimalt skal ta 30 minutter. Under normale omstendigheter skal imidlertid transaksjonen kunne gå i løpet av noen sekunder.

Deltakelse i TARGET-systemet krever at del-

Figur 1 Skjematisk fremstilling av TARGET



takerlandet har etablert et brutto realtids oppgjørssystem og den nødvendige kommunikasjonsplattform for Interlink. TARGET, med alle tilknyttede nasjonale systemer, skal være åpent i tidsrommet 0700 - 1800 sentraleuropeisk tid, alle fem ukedager med unntak av 25.12. og 1.1. De nasjonale RTGS-systemene vil imidlertid kunne åpne tidligere for å håndtere viktige innenlandske oppgjør, og vil kunne holde stengt på nasjonale fridager. Et mulig problem som følge av dette kan være at inngående betalinger til et system som har nasjonal helligdag legger beslag på likviditet. Det arbeides derfor med tekniske løsninger som forhindrer slike problemer

TARGETs betydning

TARGET vil føre til en vesentlig reduksjon i kredittrisiko sammenlignet med dagens systemer for grensekryssende betalinger. Dette skyldes både at transaksjonene gjøres opp i sentralbanker, som det ikke er kredittrisiko på, og at TARGET er et RTGS-system. Jo større en transaksjon er, desto større beløp er eksponert for risiko i systemet, og desto viktigere er det at oppgjøret skjer raskt og sikkert gjennom en sentralbank. Det vil imidlertid finnes flere alternative kanaler for betalinger i euro mellom land, og markedsprinsippet som ligger til grunn for TARGET, innebærer at aktørene fritt skal kunne velge andre oppgjørskanaler. I en avveining mellom pris, risiko og tidskrav vil aktører derfor vurdere bruk av TARGET opp mot alternative løsninger.

Avregning før oppgjør gir lavere kostnader per transaksjon, men også et tidsgap fra transaksjo-

⁵ Forkortelse for Society of Worldwide Interbank Telecommunications. SWIFT er et verdensomfattende nettverk for utveksling av standardiserte transaksjons- og oppgjørsmeldinger mellom finansinstitusjoner.

nen sendes til oppgjøret skjer. Innenfor nasjonale oppgjørssystemer avregnes store mengder mindre transaksjoner før oppgjør, og tilsvarende mulighet vil foreligge også for grensekryssende euro-transaksjoner. Det viktigste systemet blir trolig *Euro Banking Association* (EBA), hvor avregningen resulterer i en nettoposisjon per deltaker mot systemet (multilateral avregning) som går til oppgjør i ESB ved dagens slutt. Alle større banker med filial innen EU vil kunne delta i EBA-avregningen.

EU's indre marked åpner for at banker fritt kan etablere filialer i andre land. Det vil gi en bank muligheten til å bli direkte deltaker i flere nasjonale oppgjørssystemer. Banker som er bredt representert i hele Europa, vil derfor kunne prosessere store volumer over grensene, både for egne transaksjoner og som mellomledd for andre banker. Prinsippet om fri konkurranse har også åpnet for at alle banker kan få såkalt distansetilnytning til andre oppgjørssystemer, dvs. deltakelse i et nasjonalt system uten å være fysisk etablert i landet. Disse mulighetene for grensekryssende virksomhet åpner for at nasjonale avregningssystemer kan konkurrere om deltakere fra hele EU, og spesielt det tyske systemet EAF⁶ er markedsført som et alternativ til EBA.

De mange alternativene til TARGET for grensekryssende betalinger reiser spørsmål ved systemets kommersielle attraktivitet. Dette er viktig av hensyn til risikoen i finansmarkedene, fordi det bare er TARGET som vil gi et direkte bruttooppgjør i «sentralbankpenger». Sentralbanker har ønsket å påskynde bruken av RTGS-systemer fordi aktørene ikke alltid har full informasjon om risikoen involvert i betalingssystemene.

Alle EU-landene vil få knytte sine RTGS-systemer til TARGET. Det er imidlertid ennå ikke avklart om sentralbanker utenfor ØMU vil få like gode vilkår i TARGET som de øvrige sentralbankene. Denne problemstillingen mellom EU-landene i og utenfor ØMU («ins» og «outs») betyr at dersom TARGET blir et kommersielt viktig system, kan det påvirke både konkurranseforhold internt i EU og finansnæringsens lokalisering.

Den mulige konkurransemessige vridningen

mellom «ins» og «outs» er primært knyttet til likviditetstilgang. RTGS-systemer som TARGET har en kostnad ved at deltakerne trenger relativt store mengder likviditet sammenlignet med nettosystemer. Effektiviteten i et brutto-system avhenger derfor blant annet av i hvilken grad oppgjørskonten tillater overtrekk av oppgjørskonti gjennom dagen for å «smøre» systemet, såkalt intradag-kreditt. ESB vil tilby intradag-kreditt i TARGET-oppgjøret til banker innenfor ØMU, men det er usikkert hvorvidt «outs» kan gis en lignende ordning. Resultatet av en eventuell konkurransemessig vridning på dette området kan være at TARGET får redusert betydning som oppgjørssystem, spesielt fordi den viktige britiske finansnæring kan ønske å finne alternative løsninger.

I tillegg til kredittilgangen vil transaksjonsprisen i TARGET ha stor betydning, fordi bankene avveier kostnader mot «gevinstene», som i dette tilfellet er hurtighet og lav risikoeksponering. En TARGET-transaksjon skal koste det samme fra bank til bank uansett hvilke nasjonale systemer som involveres. Mange mener de foreløpige prisanslag er slik at TARGET ikke vil ta hånd om betydelige deler av de kommersielle euro-transaksjonene. Det kan imidlertid være grunn til å påpeke at det alltid vil være de største transaksjonene som i en risiko/kostnadsvurdering vil bli valgt sendt gjennom TARGET, og det er disse transaksjonene som sentralbankene er opptatt av ut fra risikohensyn. Dessuten vil det også bli stilt krav til soliditet og kvalitet ved de private avregningssystemene.

Norske aktører og betalingssystemer for euro

Den mest synlige effekten av ØMU vil komme med innføringen av euro-kontanter i år 2002. Et typisk trekk ved de europeiske sentralbankenes oppgjørssystemer er imidlertid at svært lite av kontobevegelsene stammer fra bruken av sedler og mynt. I NBO er dette tallet under 5%. De viktigste effektene av ØMU i betalingssystemene kommer dermed allerede når euroen innføres rett etter 1.1.1999. Euroen skal da benyttes ved alle overførslar gjennom banksystemet. Selv om bankenes kunder kan velge å betale, motta og ha konti i de nasjonale valutaene, vil trolig euroen i stor grad overta som kontovaluta på kort tid, spesielt for næringslivet. Dette vil forenkle konto-

⁶ Forkortelse for Elektronische Abrechnung Frankfurt, som fra 1999 vil endre navn til Euro Access Frankfurt.

holdet for dem som i dag har behov for konti i flere ØMU-valutaer. Dessuten er det ventet at euroen raskt vil bli den sentrale faktureringsvalutaen i Europa.

De elleve EU-landene som innfører euroen som betalingsmiddel, er viktige land for Norge både når det gjelder import og eksport og kapitalbevegelser. Disse landenes valutaer er imidlertid relativt sett langt mindre brukt når det gjelder oppgjør av transaksjoner knyttet til slike betalinger. Det er amerikanske dollar som er den mest benyttede utenlandske faktureringsvalutaen, som sammen med norske kroner omfatter størstedelen av betalingene.

Undersøkelser som på initiativ fra Finansdepartementet er foretatt av Euro Info, Næringslivets Hovedorganisasjon og bankforeningene, tyder på at mange norske bedrifter i fremtiden vil benytte euro som faktureringsvaluta også for betalinger som i dag faktureres i norske kroner eller i valutaer som ikke vil inngå i euroen. Det er således all grunn til å tro at euro vil bli en svært viktig utenlandsk valuta for norske aktører, og viktigere enn summen av de elleve valutaene som vil inngå i ØMU, er i dag.

Også norske bankkunder vil trekke fordeler av det arbeidet som pågår innen EU for å forbedre betalingssystemene. Nye regler for grensekryssende betalinger vil redusere kundenes usikkerhet med hensyn til transaksjonstid og hvor mye som faktisk vil bli utbetalt til mottaker. Regelverket omfatter dessuten bestemmelser om erstatning. Norske aktører vil også kunne dra nytte av de nye systemene som etableres for oppgjør av euro-transaksjoner, både gjennom utenlandske banker som tilbyr tjenester i Norge, og gjennom norske banker som knytter seg til de europeiske betalingssystemene.

Dersom norske banker skal tilby tjenester i euro, krever det tilknytning til et euro-oppgjørssystem, slik det også gjelder for dagens valuta-tjenester. Norske banker som ikke selv oppretter slik tilknytning, vil kunne kjøpe disse tjenestene av andre banker i Norge eller i utlandet.

Korrespondentbanker har til nå stått sentralt og vil trolig opprettholde en viss betydning også i fremtiden, men dette alternativet åpner ikke for like hurtige transaksjoner som gjennom TARGET. Gjennom EØS-avtalen kan norske banker fritt etablere seg i andre EU-land, og dermed få tilgang til de nasjonale betalingssystemene knyttet til TARGET. Slik etablering er imidlertid

svært kostbart og er i praksis bare aktuelt for de største norske bankene. Distansetilknytning vil være et annet og lettere tilgjengelig alternativ for norske banker, men de forretningsmessige betingelsene kan ventes å bli dårligere ved dette alternativet, blant annet når det gjelder intradag likviditet. Distansetilknytning vil imidlertid åpne for at norske banker kan delta i nasjonale euro-avregninger som EAF. Avregningssystemet EBA har deltakerkriterier som innebærer at bare de aller største norske bankene med filialer i EU-land vil kunne delta. For tiden vurderes også om Norges Bank kan og bør tilknyttes TARGET, og eventuelt under hvilke betingelser. Norske banker vil i så fall kunne sende større eller tidskritiske euro-transaksjoner samt eventuelle avregningsresultater direkte gjennom Norges Bank. Dette gjelder transaksjoner både mellom norske banker og til og fra EU-landene.

Norges Banks rolle

Dersom norske bankers euro-transaksjoner skal gå gjennom Norges Bank, betyr det at sentralbanken må tilby bankene oppgjørskonti i euro. Norsk banknæring har fremmet ønske om at Norges Bank skal gi alle norske banker de samme vilkårene for å tilby tjenester i euro som konkurrerende banker med hovedsete i EU. For Norges Bank er spørsmålet om å ta på seg en slik rolle som oppgjørspartner i en fremmed valuta er viktig prinsipiell problemstilling.

På den ene siden er det i dag ikke vanlig at sentralbanker er oppgjørspartner i andre lands valutaer. På den annen side er sentralbankenes engasjement når det gjelder risiko i oppgjørssystemene trappet vesentlig opp det siste tiåret, og de operasjonelle oppgavene er som følge av dette blitt endret. Sentralbankene i Sverige, Danmark, England og Hellas vil etter at euroen er innført, være oppgjørspartner også for eurotransaksjoner. Sentralbankene på Island og i Sveits har også uttrykt ønske om å knytte seg til TARGET. Dette er land som ikke har behov for TARGET-tilknytning av hensyn til gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Bank står overfor to reelle alternativer for tilknytning til TARGET. Tilknytning på samme måte som sentralbankene i EU (direkte mot Interlink) vil innebære investeringer og driftskostnader som trolig ikke står i forhold til behovet på kort sikt. Av hensyn til prosessen i

EU med å få TARGET operativt blant medlemslandene, vil en direkte tilknytning for Norges Bank uansett ligge noe fram i tid. Det andre alternativet er å knytte seg indirekte til TARGET gjennom en EU-sentralbank. De grensekryssende transaksjonene vil da alltid sendes via denne sentralbanken, som representerer «inngangsporten» til TARGET for Norges Bank. Fordi transaksjonshastigheten i TARGET vil være svært høy, synes en indirekte tilknytning i praksis å være like god som en direkte tilknytning. På kort sikt synes dette å være den mest hensiktsmessige løsningen, fordi det vil være mulig å basere seg på langt enklere tekniske løsninger slik at investeringer og dermed transaksjonsprisen kan holdes på et forholdsvis lavt nivå.

Norges Bank legger vekt på å vurdere betydningen av en eventuell rolle som oppgjørspartner i euro innenfor følgende fire områder:

- Et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet
- Norsk pengepolitikk
- Stabilitet i det norske finansielle system
- Norske bankers konkurransevilkår

Effektivt betalingssystem

Norges Bank har et lovpålagt ansvar for å fremme et effektivt betalingssystem. Uavhengig av Norges Banks rolle vil norske aktører få tilgang til betalingstjenester for euro-transaksjoner. Hensynet til et effektivt system må også vurderes i lys av om det vil være tilstrekkelig konkurranse om å tilby slike tjenester i Norge. Dette er det all grunn til å tro at det blir, fordi to landsdekkende norske banker med filial i EU samt flere banker med hovedsete i EU vil kunne være tilbydere.⁷

Et annet moment i denne forbindelse er om norske aktørers bruk av euro blir så stor at det vil være kostnadmessig forsvarlig å etablere et norsk system for avregning av eurotransaksjoner. Selv om euroen sannsynligvis blir en svært viktig utenlandsk valuta for norske aktører, er det vanskelig å vurdere hvor stor likviditetsmessig effektivisering et avregningssystem vil

kunne gi. Det er særlig de innenlandske eurotransaksjonene som i første omgang kan være aktuelle for slik avregning. Et avregningssystem krever at deltakerne blir enige om en felles oppgjørspartner, og bankene har gitt uttrykk for at Norges Bank er det eneste realistiske alternativ for et system med bred deltakelse.

Pengepolitikk

En uavhengig norsk pengepolitikk krever at norske aktører har fordringer og gjeld i norske kroner. Bare da vil rentenivå og renteendringer fullt ut påvirke den økonomiske aktivitet. Med innslag av annen valuta i fordringer og gjeld blir virkningen mindre. Det er vanskelig å vurdere hvor stor eurobruken kan bli før det skaper alvorlige problemer for norsk pengepolitikk. Det er lite trolig at euroen vil erstatte norske kroner i veldig stor utstrekning. Dette henger blant annet sammen med at offentlig sektor fortsatt vil kreve at skatter og avgifter skal betales i norske kroner. Overføringene fra offentlig sektor vil også være i kroner. Andre norske aktørers bruk av euro vil blant annet være avhengig av hvor stor valutakursrisiko mot euro de ønsker å utsette seg for. Så lenge kroner er den dominerende valuta i Norge, vil eventuelle forventninger om store kursbevegelser redusere innslaget av euro i fordringer og gjeld.

Det kan hevdes at dersom Norges Bank blir oppgjørspartner i euro, kan det gi et «godkjenningsstempel» som bidrar til økt bruk av euro i Norge. Mot dette kan det fremholdes at norske aktører uansett vil ha tilgang til euro-betalings-tjenester, og at det er vanskelig å se at Norges Banks rolle skal være det utslagsgivende momentet for bedriftenes valg mellom bruk av kroner eller euro.

Finansiell stabilitet

Finansiell stabilitet krever at den finansielle infrastrukturen er utformet på en sikker måte og at de aktører som deltar i systemet er robuste, slik at stressituasjoner kan håndteres uten at problemer hos enkelte deltakere spres med alvorlige konsekvenser for andre. Systemene for avregning og oppgjør av transaksjoner mellom banker er i denne sammenheng viktige, og det legges stor vekt på å redusere risikoen i oppgjørssystemene.

Ved oppgjør av transaksjoner går fordringsfor-

⁷ DnB og CBK, samt utenlandske banker som f.eks Handelsbanken og SE-banken (S), Den Danske Bank (DK) og Banque Nationale de Paris (F).

hold mellom banker og bankkunder over til å bli fordringsforhold mellom bankene og oppgjørsbanken. Det vil normalt ikke være like lett å styre oppgjørsposisjoner som det er å styre øvrig kreditteksponering, spesielt fordi disse delvis oppstår som følge av bankkundernes handlinger. Det er da viktig at oppgjørsbanken er svært solid, og sentralbanker står i så måte i en særstilling.

Hensynet til finansiell stabilitet henger sammen med et mulig behov for å legge oppgjøret av en innenlandsk euro-avregning til sentralbanken. Tradisjonelt har oppgjørsfunksjonen for avregninger av en viss størrelse vært lagt til sentralbanken, av hensyn til et sikkert oppgjør og kontroll med systemenes funksjonalitet. Alternativt kan fremtidig norsk lovregulering, slik det er foreslått av Banklovkommisjonen, gi myndighetene hjemmel til å pålegge alle slike systemer krav som sikrer finansiell stabilitet. Et norsk avregningssystem for eurotransaksjoner vil imidlertid kunne falle utenom den foreslåtte lovgivning, ettersom både avregning og oppgjør i en privat bank kan skje utenfor Norges grenser.

Konkurransehensyn

Norge er i henhold til EØS-avtalen forpliktet til å innrette seg etter de felles regler som gjelder innen EUs konkurranselovgivning generelt. Dette gjelder ikke minst de norske finansinstitusjonenes virksomhet, som i hovedsak står overfor de samme konkurransevilkår som tilsvarende institusjoner i EU. Banknæringen har på denne bakgrunn uttrykt bekymring for TARGET-systemets betydning for deres konkurransevilkår. Det er bare de største norske bankene

som kan utnytte alle de ulike alternativene til TARGET-tilknytning, og mindre norske banker kan få problemer med å konkurrere i på euro-tjenester i det norske markedet. Selv om inntektene fra betalingsformidling generelt er relativt små, er tjenestene ansett som viktige for å etablere og beholde totale kundeforhold.

Avslutning

Etableringen av ØMU og betalingssystemet TARGET setter kraftig fokus på spørsmålet om effektivitet og sikkerhet for grensekryssende betalinger. Når TARGET gjøres operativt 4. januar 1999 vil betalinger i euro mellom EU-landene kunne gå like effektivt som betalinger i de nasjonale systemene gjør i dag. Blant annet som en følge av dette vil en effektivisering tvinge seg fram også for alternative betalingskanaler. Denne utviklingen reiser også spørsmål om hvilke muligheter norsk banknæring og norske bankkunder står overfor når det gjelder bruk av euro.

Norges Bank har ikke tatt en endelig beslutning i spørsmålet om banken skal ta på seg oppgaven som oppgjørsbank for bankenes eurotransaksjoner. Utformingen av et eventuelt system og prinsipper for kostnadsdekning drøftes for tiden med bankene. Utviklingen av TARGET har vært basert på at transaksjonene skal prises etter kostnadene, og dette prinsippet bør også legges til grunn i et norsk system. Det må vurderes nærmere om Norges Banks deltakelse vil sikre mer likeverdige konkurranseforhold mellom norske banker enn det som følger av andre alternativer.

VALUTASTRØMMER OG UTENRIKSREGNSKAP 1997

Jon Petter Holter, spesialrådgiver, og Terje Åmås, konsulent, Statistikkavdelingen i Norges Bank

Utenriksregnskapstall som Statistisk sentralbyrå (SSB) har offentliggjort, viser at Norge i løpet av 1997 hadde et samlet overskudd i utenriksregnskapet overfor utlandet på 56,8 milliarder kroner. En stor del av dette overskuddet må antas å skrive seg fra valutainntekter i sektorer utenom bankene. Ut fra dette skulle vi forventet betydelige spotsalg av valuta fra næringslivet til bankene, slik tilfellet var i 1996. Ifølge statistikk i Norges Bank kjøpte imidlertid norske kunder valuta spot fra bankene for 5 milliarder kroner i 1997. Dette var altså valuta næringslivet vekslet til seg i tillegg til den valutainntjening som overskuddet i utenriksregnskapet overfor utlandet innebar. Dette indikerer at det ved sektorer utenom bankene har funnet sted en betydelig direkte kapitalutgang til utlandet. Uten denne direkte kapitalutgangen ville bankene ha blitt tilført langt mer valuta, noe som sannsynligvis ville påvirket kronekursen og ført til enda større valutakjøp fra Norges Banks side. I denne artikkelen har vi også sett nærmere på de kapitalstrømmer som har funnet sted, og hvordan disse har påvirket bankenes valutaposisjon.

Hovedtrekk

Norge hadde i 1997 et overskudd i utenriksregnskapet på 56,8 milliarder kroner. Vi har i denne artikkelen lagt til grunn at det var næringslivet som stod for en stor del av dette overskuddet. De valutainntektene som overskuddet gav, kunne næringslivet dels plassere selv direkte i utlandet (kapitalutgang), dels selge spot til valutabankene. I det siste tilfellet ville bankene blitt tilført valuta som igjen kunne blitt kjøpt opp av Norges Bank dersom sentralbanken gikk inn med kjøp i valutamarkedet for å balansere tilbud og etterspørsel rundt en ønsket valutakurs. I så fall ville Norges Bank endt opp med en netto kapitalutgang som opprinnelig var generert ved driftsoverskuddet i næringslivet.

Nå viser imidlertid statistikk i Norges Bank at norske kunder kjøpte valuta spot fra bankene for 5 milliarder kroner i 1997, til tross for den bety-

delige valutainntjening som driftsoverskuddet innebar. Dette indikerer at det ved sektorer utenom bankene har funnet sted en betydelig direkte kapitalutgang i 1997, noe vi vil komme nærmere tilbake til senere i artikkelen. Først vil vi se på hvordan bankenes valutahandel mv. har påvirket deres valutariske tilpasning i 1997. Dette er vist i tabell 1, som bygger på Norges Banks statistikk over valutastrømmer.

Bankenes valutahandel

Bankenes spotposisjon overfor utlandet viste en sterk nedgang og reflekterte bankenes manglende tilgang på spotvaluta fra norske sektorer. Denne nedgangen må ses i sammenheng med en betydelig økning i bankenes terminposisjon (valuta kjøpt netto for fremtidig levering). Vi ser videre av tabellen at bankene i 1997 solgte valuta til Norges Bank for 66 milliarder kroner. Nær-

Tabell 1. Endringer i forretnings- og sparebankenes valutaposisjon i 1997. Milliarder kroner.

Spotkjøp fra utlandet	22	Spotsalg til Norges Bank	66
Terminkjøp fra utlandet	39	Spotsalg til norske kunder	5
Terminkjøp fra norske kunder	6	Inntektsunderskudd overfor utlandet	4
Økte spotfordringer overfor norske kunder	8	Annet	6
Sum tilgang	75	Sum avgang	81
Saldo: Økning i totalposisjonen	- 6		
Herav:			
Spotposisjon utland	-58		
Spotposisjon norske kunder	8		
Terminposisjon	44		

mere halvparten av salget fant sted i januar i fjor som følge av appresieringspress mot kronen og intervensjoner fra sentralbankens side. Etter at Norges Bank 10. januar kunngjorde at man i en periode ikke ville intervensjonere i vesentlig grad, ble sentralbankens valutakjøp fra bankene langt mer beskjedne og for en stor del knyttet til behovet for oppbygging av Statens petroleumsfond. Figur 1 og 2 viser hvordan bankenes valutahandel med henholdsvis norske kunder, med utlandet og med Norges Bank forløp.

Utlandet stod for en vesentlig del av bankenes tilgang på valuta i 1997, og dette var således den viktigste kilden til den valuta som ble solgt til Norges Bank. Utlendingene benyttet, som i 1996, både spot- og terminmarkedet ved sine kronekjøp, og terminkjøpet utgjorde hele 39 milliarder kroner. Datamaterialet viser at hovedtyngden av terminkontraktene ble inngått mot slutten av året. Løpetiden for kontraktene var for det meste kortere enn 3 måneder. Forventninger om en nær forestående renteheving og derved mulighet for appresiering av den norske kronen, kan være en mulig forklaring på utlandets massive kronekjøp på termin. Den tilgangen på norske kroner som utlandet skaffet seg ved å selge valuta spot til bankene, benyttet de til å øke sine NOK-fordringer på bankene med 12 milliarder kroner og øke sine beholdninger av VPS-registrerte obligasjoner og sertifikater med henholdsvis 12 og 7 milliarder kroner. Utlandets beholdning av VPS-registrerte aksjer ble derimot redusert med 9 milliarder kroner. I dette beløpet er ikke utlendingenes kjøp av andeler i norske ak-

sje fond medregnet. Om vi tar hensyn til dette tallet, vil beholdningsreduksjonen i VPS-registrerte aksjer i 1997 beløpe seg til 6 milliarder kroner. Utlandets kjøp av aksjer som ikke er registrert i VPS er heller ikke med i dette beløpet.

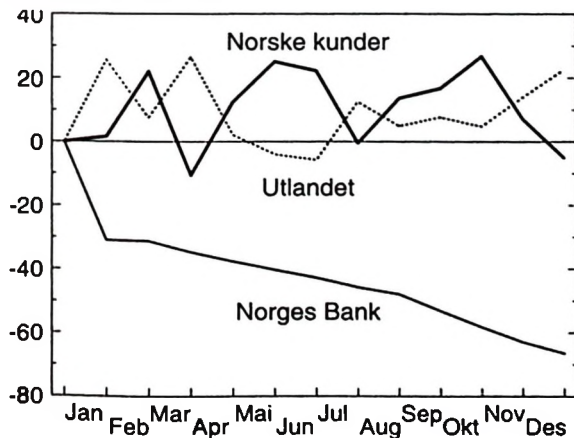
Tallene for norske kunders valutahandel spot med bankene i 1997 viser at valutainntektene fra overskuddet på driftsregnskapet ikke har blitt solgt videre til bankene. Mens vi i 1996 observerte jevne valutasalg til bankene gjennom året, kan utviklingen i 1997 karakteriseres ved store svingninger mellom salg og kjøp av valuta. Av figur 1 ser vi at ved utgangen av oktober var valuta for motverdien av knapt 30 milliarder kroner vekslet om i bankene, men i løpet av november og desember ble betydelige mengder valuta kjøpt tilbake fra bankene. Utviklingen i fjoråret kan tyde på at behovet for omveksling av valutainntektene knyttet til driftsoverskuddet har blitt overskygget av andre motiver. Totalt sett har norske kunder i liten grad benyttet terminmarkedet i valutahandelen med bankene, noe som også var tilfellet i 1996.

Nærmere spesifikasjoner av kapitalbevegelsene i 1997

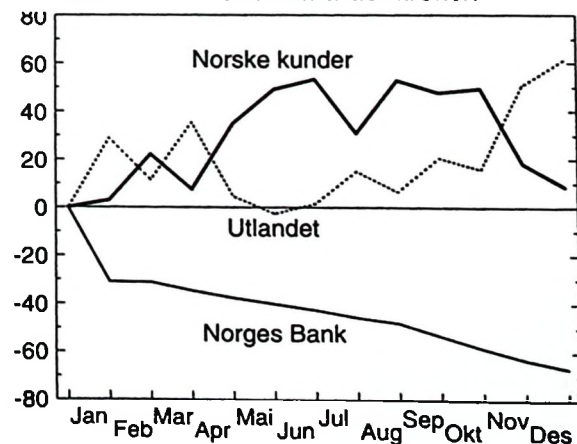
Om vi justerer Norges samlede driftsoverskudd for kapitaloverføringer til og fra utlandet, får vi fram landets netto finansinvestering. I 1997 var denne på 55,5 milliarder kroner. Norges Bank netto finansinvestering var i 1997 58,3 milliarder kroner, mens de øvrige bankene hadde negativ netto finansinvestering på 42,7 milliarder kroner.

Hvorfor bankenes tilgang på valuta fra norske

Figur 1. Bankenes valutakjøp spot fra Norges Bank, utlandet og norske sektorer. Akkumulert. Milliarder kroner.



Figur 2. Bankenes valutakjøp i alt (spot og termin) fra Norges Bank, utlandet og norske sektorer. Akkumulert. Milliarder kroner.



kunder uteble i 1997, har vi som nevnt forklart med at kundene selv må ha plassert den inntjente valuta direkte i utlandet (netto kapitalutgang). Om vi trekker ut bankenes og Norges Banks netto finansinvesteringer fra landets samlede netto finansinvestering (kapitalutgang) på 39,9 milliarder kroner. Tabell 2 viser netto kapitalutgangen i 1997 ved disse sektorene, basert på tall fra utenriksregnskapet i SSB.

Tabell 2. Netto kapitalutgang (+) ved sektorer utenom bankene og Norges Bank i 1997. Milliarder kroner.

Offentlig forvaltning	10,6
Finansieringsforetak	- 9,8
Forsikringselskaper	17,1
Stats- og kommuneforetak ¹⁾	18,3
Andre sektorer ¹⁾	10,4
Oljevirkosomhet	- 6,7
Sum sektorer utenom bankene og Norges Bank	39,9

¹⁾ Oljevirkosomhet er her trukket ut.

I tabell 3 har vi sett nærmere på hvordan netto kapitalutgangen ved sektorer utenom bankene og Norges Bank fordeler seg på direkte investeringer og porteføljeinvesteringer og «andre finansinvesteringer», og dessuten på fordelingen mellom de ulike objekter. Nettobeløpene fremkommer ved at utenlandske finansinvesteringer i Norge er trukket fra norske finansinvesteringer i utlandet.

Til grunn for den totale kapitalutgangen på 39,9 milliarder kroner lå netto utgang på rundt 43 milliarder kroner i form av porteføljeinvesteringer. Direkte investeringer og «andre finansinvesteringer» bidrog kun til små netto kapitalbevegelser, med inngang på henholdsvis 0,4 og 2,6 milliarder kroner. Sammenligner vi med tall fra 1996, er tendensen at tyngdepunktet har skiftet fra direkte investeringer til porteføljeinvesteringer. Vi må imidlertid være oppmerksom på at det i 1997 ble foretatt betydelige bytter av aksjer mellom utlandet og Norge. Dette førte til en sterk oppgang i norske porteføljeinvesteringer i utlandet, kombinert med en like stor økning i utlandets direkte investeringer i Norge. Det siste reflekteres blant annet i det negative beløpet under «andre sektorer» netto direkte investeringer i utlandet.

«Oljesektoren» hadde i 1997 netto direkte investeringer i utlandet på knapt 8 milliarder kroner. Plasseringene var dominert av investeringer i aksjer og andeler. Bakgrunnstallene i Norges

Tabell 3. Netto kapitalutgang (+) i 1997 for sektorer utenom bankene og Norges Bank. Milliarder kroner.

	Offentlig forvaltning	Finansieringsforetak	Forsikrings-selskap	Offentlige foretak ¹⁾	Andre sektorer ¹⁾	Oljevirkosomhet	I alt
Direkte investeringer i alt ²⁾	0	- 0,2	0	7,6	- 15,3	7,5	- 0,4
Herav: Aksjer og andeler	0	0,0	0	2,8	- 17,6	7,3	- 7,5
Reinvestert fortjeneste	0	0,3	0,2	4,3	- 4,2	- 0,9	- 0,3
Annen kapital	0	- 0,5	- 0,2	0,5	6,5	1,1	7,4
Porteføljeinvesteringer i alt	10,4	- 5,2	16,1	- 0,7	29,7	- 7,4	42,9
Herav: Aksjer og andeler	0	0,1	7,6	- 1,0	21,5	- 0,5	27,7
Andre verdipapirer	10,4	- 5,3	8,5	0,3	8,2	- 6,9	15,2
Andre finansinvesteringer i alt	0,2	- 4,4	1,0	11,4	- 4,0	- 6,8	- 2,6
Herav: Varekreditter	0	0	0	5,5	- 3,2	- 7,8	- 5,5
Lån til/fra utlandet	0,2	- 3,6	- 0,1	8,3	- 9,9	3,8	- 1,3
Kontanter og innskudd	0	- 1,0	1,1	- 2,4	0	- 3,7	- 6,0
Annen kapital	0	0,2	0	0	9,1 ³⁾	0,9	10,2
I alt	10,6	- 9,8	17,1	18,3	10,4	- 6,7	39,9

¹⁾ Oljevirkosomhet er her trukket ut.

²⁾ En direkte investering er en investering over landegrensene der investor har til hensikt å opprette - eller føre videre - en varig økonomisk forbindelse og utøve innflytelse på virksomheten i investeringsobjektet.

³⁾ Inklusive ufordelte kapitaltransaksjoner og statistiske avvik på 2,6 milliarder kroner.

Bank viser at disse midlene i stor grad ble investert i USA. Salg av norske verdipapirer til utlandet gav sammen med varekreditter kapitalinngang på rundt 7 og 8 milliarder kroner. Varekreditter omfatter i dette tilfellet varer som er forskuddsbetalt, men ennå ikke eksportert. Sektoren nedbetalte dessuten lån fra utlandet for rundt 4 milliarder kroner i perioden. I alt gav dette en netto kapitalinngang på knapt 7 milliarder kroner.

Gruppen «andre sektorer» - som her for en vesentlig del representerer privat næringsliv utenom oljevirkksomhet - hadde i fjor netto kapitalutgang på i overkant av 10 milliarder kroner. Sektorens direkte investeringer og porteføljeinvesteringer ble påvirket av det nevnte aksjebyttet, men sektoren hadde i tillegg kapitalutgang på til sammen 15 milliarder kroner knyttet til direkte investeringer i «annen kapital» i utlandet og porteføljeinvesteringer i «andre verdipapirer», hovedsakelig papirer med utenlandsk utsteder. Sektoren hadde dessuten en netto kapitalinngang på 4 milliarder kroner i form av «andre finansinvesteringer», fordelt med en inngang på 10 milliarder kroner ved opptak av lån i utlandet og en utgang på vel 9 milliarder kroner ved «annen kapital», hvorav 2,6 milliarder kroner av dette var knyttet til «ufordelte kapitaltransaksjoner og statistiske avvik».

Offentlige foretak plasserte netto 18 milliarder kroner i utlandet i løpet av fjoråret. 8 milliarder

kroner av utgangen kan knyttes til direkte investeringer, hvor det meste var reinvestert fortjeneste¹. Sektoren betalte i tillegg ned 8 milliarder kroner på lån tatt opp i utlandet.

Vi registrerte i perioden netto kapitalutgang på nær 17 milliarder kroner for liv- og skadeforsikringsselskapene. Livsforsikringsselskapenes kjøp av utenlandske obligasjoner utgjorde i overkant av 8 milliarder kroner. Kjøpene forsterker de siste årenes trend hvor forsikringsselskapene dekker sine fremtidige forsikringsforpliktelser ved plasseringer i utenlandske verdipapirer.

Kredittforetak og andre finansieringsforetak hentet inn 10 milliarder kroner fra utlandet i løpet av året. Nærmere 4 milliarder kroner kom fra kredittforetakenes låneopptak i utenlandske banker og kredittinstitusjoner, mens den resterende kapitalinngangen knyttet seg til salg av norske verdipapirer til utlandet. Vi kan også legge merke til at offentlig forvaltning betalte ned obligasjonslån lagt ut i utlandet med nær 11 milliarder kroner.

¹ Reinvestert fortjeneste omfatter resultat for skattekostn. korrigert for skattekostnad og faktisk utbetalt utbytte i løpet av regnskapsåret (uavhengig av når utbyttet er avsatt).

DET NORSKE PENGEMARKEDET

Nina Langbraaten, rådgiver i Internasjonal avdeling, og Håvard Thorstad, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, Norges Bank¹

Artikkelen gir en beskrivelse av det norske pengemarkedet. Først ser vi på selve definisjonen av pengemarkedet og hvilke aktører som opererer i dette markedet. Deretter går vi nærmere inn på de ulike instrumentene i pengemarkedet og hvordan disse har utviklet seg over tid.

Pengemarkedet

Finansmarkedet skal formidle kapital på en mest mulig effektiv måte og bidra til å fordele økonomisk risiko. I vid definisjon omfatter finansmarkedet både markedene for egenkapital og markedene for kortsiktige og langsiktige fordringer.

Hva forstås med pengemarked?

Med pengemarkedet forstås man som regel markedet for kortsiktige fordringer på større beløp med løpetid inntil ett år. Pengemarkedet består igjen av en rekke delmarkeder. Vi kan identifisere flere viktige underkategorier. Den første

kategorien vil bestå av markedet for derivater, dvs. swapmarkedet, markedet for FRAer og opsjoner. Den andre kategorien vil omfatte første- og annenhåndsmarkedet for gjeldsbrev med løpetid under ett år. Typisk vil dette være sertifikater utstedt av offentlig eller privat sektor. En tredje kategori vil bestå av instrumentene i det rene kronemarkedet. Norges Bank er en viktig aktør i pengemarkedet med sine instrumenter,

¹ Takk til medarbeidere i Sparebanken NOR, Kreditkassen og Elcon Securities for nyttig informasjon i forbindelse med utarbeidelsen av denne artikkelen. Takk også til Morten Jonassen, Ole Bjørn Røste og Anders Svor i Norges Bank for nyttige kommentarer.

Definisjoner

- Derivat:** Avtale om en fremtidig finansiell transaksjon til en forhåndsavtalt pris, der verdien avledes av verdien på ett eller flere underliggende instrumenter som den fremtidige avtalen gjelder.
- Future:** Standardisert terminkontrakt om fremtidig levering av vare eller verdipapir. Futures omsettes over børs.
- FRA:** *Forward Rate Agreement*. Fremtidig renteavtale, dvs. en avtale mellom to parter om å fastlåse rentesatsen på et fremtidig innlån eller utlån.
- Opsjon:** En opsjon er en kontrakt som gir eieren (kjøperen) rett, men ikke plikt til å kjøpe eller selge en fordring til en avtalt pris på et avtalt tidspunkt. Selgeren er forpliktet til å oppfylle eierens rett.
- OTC:** *Over the counter*. Et marked for omsetning av verdipapirer/valuta utenom den offisielle børsnotering. OTC-derivater er normalt private ikke-standardiserte kontrakter som inngås og gjøres opp til avtalt tidspunkt. OTC-derivater kalles også ad hoc derivater.
- Swap:** Handel som består av to forretninger: en spot og en termin. Denne kominasjonen gir kjøperen av en valutaswap kronelikviditet mot avlevering av valuta. Når forretningen utløper, mottar kjøperen valutaen i retur mot å avlevere kroner. En valutaswap kan oppfattes som et bytte av innskudd eller fordringer i to forskjellige valutaer. En valutaswap kan anses som et kroneutlån med sikkerhet i valuta, som oftest i dollar. En annen type swapkontrakter er renteswapper. I en renteswap avtaler partene å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter.
- Termin:** Fremtidig finansiell transaksjon til avtalt pris der både kjøper og selger har rett og plikt til å foreta transaksjonen til en avtalt pris.

Rentedannelsen i pengemarkedet

Norges Bank har ansvaret for gjennomføringen av pengepolitikken, og hovedvirkemidlet er renten, som påvirkes gjennom likviditetspolitikken. For en nærmere omtale av Norges Banks likviditetspolitikk vises det til Winje og Aas (1997). Pengemarkedsrentene skal etableres på et nivå som gir stabil valutakurs mot europeiske valutaer.

Renten (prisen på likviditet) bestemmes gjennom tilbud og etterspørsel. Bankenes behov for å kunne gjøre opp betalinger avgjør etterspørselen etter likviditet. Den samlede etterspørsel etter likviditet faller med stigende rente. Norges Bank bestemmer det samlede tilbudet av likviditet. Ny kronelikviditet for bank-systemet eller pengemarkedet *under ett* kan bare tilføres via Norges Bank.

I hovedsak tilfører Norges Bank likviditet gjennom bankenes låneadgang i Norges Bank. Denne låneadgangen er tredelt: døgnlån (D-lån), fastrentelån (F-lån) og gjenkjøpsavtaler. D-lånene har en løpetid på en dag, og hver bank har en ramme for summen av D-lån gjennom en toukers-periode. Renten på D-lån kan i prinsippet endres hver dag, og den er sammen med Norges Banks foliorente sentralbankens signaller i markedet. Norges Bank kan gjennom auksjoner tilby bankene F-lån og gjenkjøpsavtaler med ulike løpetider. Bankene kan også tilføres likviditet ved Norges Banks transaksjoner i statssertifikatmarkedet.

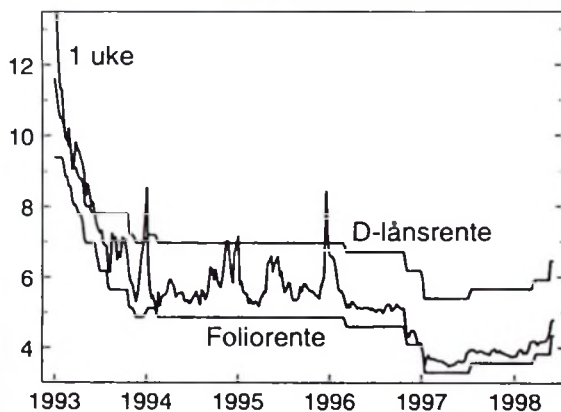
Når banksystemet sett under ett har likviditetsoverskudd i dagsmarkedet, kan dette overskuddet kun plasseres som fordringer på Norges Bank, fordi dette er eneste plasseringsmulighet med samme dags oppgjør. Innskuddene forrentes til Norges Banks foliorente. Siden bankene alltid kan plassere overskuddslikviditeten som folioinnskudd i Norges Bank, vil normalt ingen banker låne ut i interbankmarkedet «over natten» til en rente som er lavere enn foliorenten. Foliorenten danner derfor «gulvet» for de helt korte pengemarkedsrentene.

Bli det lite overskuddslikviditet, vil renten i pengemarkedet begynne å stige som følge av konkurranse mellom bankene om den resterende ledige likviditet. Renten vil da bli liggende mellom foliorenten og D-lånsrenten, og nærmere D-lånsrenten jo større sannsynligheten er

for at bankene må trekke på denne låneadgangen. Men så lenge det er tilstrekkelige reserver i banksystemet og ingen banker trenger å trekke på D-lån, vil normalt ingen banker være villige til å låne midler i pengemarkedet til en rente som ligger høyere enn D-lånsrenten. I normale situasjoner vil derfor D-lånsrenten danne «taket» for de korte rentene.

Mesteparten av tiden beveger dagsrenten seg innenfor rentekorridoren. Må bankene samlet trekke D-lån, kan imidlertid dagsrenten, og etter hvert også de øvrige kortsiktige pengemarkedsrentene, stige over D-lånsrenten. Dette skyldes at D-lånene er begrenset og ytes mot sikkerhet. De kortsiktige pengemarkedsrentene kan også falle under foliorenten, hvis det er sterke forventninger om at sentralbanken vil sette ned foliorenten. Selve dagsrenten i interbankmarkedet vil imidlertid ikke falle under foliorenten.

Figur 1. Folio- og D-lånsrenten og 1 ukes pengemarkedsrente (effektive renter)



Kilde: Norges Bank

Bredden på Norges Banks rentekorridor, dvs. avstanden mellom folio- og D-lånsrenten, er to prosentpoeng. Bakgrunnen for en så vidt bred rentekorridor er ønsket om å stimulere til aktivitet i interbankmarkedet, ved at bankene motiveres til å fordele likviditeten seg imellom før de retter seg mot sentralbanken. Dess større avstand det er mellom sentralbankens innskudds- og lånerente, dess større rom vil det

være for utviklingen av et marked utenfor sentralbanken. Det vil også kunne øke fleksibiliteten i rentestylingen, ved at rentenivået i noe større grad kan justeres uten at de administrative rentene må endres.

Norges Bank inndrar hovedsakelig likviditet gjennom F-innskudd. Ventes en situasjon med betydelig overskuddslikviditet å vare en viss tid, vil et alternativ være å plassere overskuddslikviditeten i statscertifikater. Denne renten vil

da bestemme de noe lengre pengemarkedsrentene. Det strukturelle likviditetsoverskuddet som har oppstått de senere år, er i hovedsak blitt trukket inn ved utleggelse av statscertifikater. Hvis det ventes at overskuddslikviditeten bare vil vedvare en kort periode, er ikke kjøp av statscertifikater et godt alternativ, fordi sertifikatene ikke har oppgjør samme dag. I tillegg blir transaksjonskostnadene relativt høye hvis papirene kun holdes en kort periode.

som f.eks. F-innskudd, gjenkjøpsavtaler og F-lån. Se egen ramme for en nærmere omtale av rentedannelsen i pengemarkedet.

Pengemarkedet bidrar til å lette bankenes likviditetsstyring. Løpende inn- og utbetalinger i offentlig eller privat sektor faller ikke sammen i tid. Dette medfører at noen banker har et likviditetsmessig underskudd som skal dekkes, mens andre har et likviditetsoverskudd som skal plasseres. Transaksjonene i interbankmarkedet kan skje både i norske kroner og utenlandsk valuta. Kronelikviditet for pengemarkedet under ett kan bare tilføres eller inndras via Norges Bank.

Det norske pengemarkedet preges av å være et lite marked. Det er imidlertid mange aktører i dette markedet. I begynnelsen av 1990-tallet tiltrakk markedet seg flere nye aktører. Særlig kom det enkelte store utenlandske banker inn i det norske markedet i løpet av denne perioden.

Hovedtrekk i utviklingen

Finansmarkedets utvikling ble i etterkrigsperioden lenge bremset av omfattende reguleringer. Deregulering av de nasjonale finansmarkedene tvang seg fram i takt med økende tilbud og etterspørsel etter kapital og økt internasjonalisering. Siden dereguleringene på slutten av 1970-tallet og i første halvdel av 1980-tallet har finansmarkedene både internasjonalt og i Norge utviklet seg raskt. Dereguleringen har bidratt til en volumvekst i finansielle transaksjoner. Samtidig har også volatiliteten, eller svingningene i finansmarkedene, økt. Gradvis har man sett større transaksjonsvolumer, økt konkurranse og lavere transaksjonskostnader.

I takt med dereguleringen av finansmarkedene og den teknologiske utviklingen har analyse- og forvaltningsmetodene endret seg. Denne utvik-

lingen har gradvis ført til større fokus på risiko. Både utsteder og investor vil som regel søke å begrense sin risikoeksponering. Det finnes ulike typer av risikoer. Det største risikoelementet er knyttet til såkalt kredittrisiko¹. Operasjonell risiko² og markedsrisiko³ er dernest de to viktigste faktorer ved risikobedømmelse. Det er imidlertid mulig å eliminere deler av den samlede risikoeksponeringen gjennom diversifisering. Diversifiseringsbehovet har ført til fremvekst av nye instrumenter, som igjen har gitt en tettere integrasjon mellom de ulike delene av finansmarkedet.

Utestående beholdning av norske sertifikater og obligasjoner er liten, internasjonalt sett. Behovet for blant annet å diversifisere bort risiko i porteføljeforvaltningen fører til at aktørene i det norske finansmarkedet søker nære substitutter i utenlandske markeder. For eksempel er det toneangivende tyske statsobligasjonslånet i tiårsområdet blitt benyttet som et substitutt for det norske statsobligasjonslånet som forfaller i 2007 (S467). Også utenlandske derivater, som f.eks. tyske og amerikanske rentefutures, benyttes for å redusere den risiko markedsaktørene påtar seg ved å holde norske papirer. Dette knytter det norske finansmarkedet tett opp til bl.a. det tyske og det amerikanske finansmarkedet.

Fremveksten av et derivatmarked har bidratt til å knytte sammen den kortsiktige og den lang-

¹ Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at en motpart misligholder sine forpliktelser.

² Operasjonell risiko er risiko knyttet til utilstrekkelige kontrollsystemer, menneskelig svikt og mangelfull eller feilaktig ledelse/styring.

³ Markedsrisiko er risiko for verdiendring som følge av endringer i finansielle priser som renter, valutakurser og aksjekurser.

siktige tidshorizont. Dette gjøres f.eks. ved en renteswap. Også handel med opsjoner, hvor kjøper bestemmer om han vil gjennomføre en transaksjon i fremtiden, knytter sammen den kortsiktige og den langsiktige tidshorizont. Denne utviklingen har skjedd over lengre tid, men det er først de senere årene det har funnet sted en rask utvikling av og en sterk vekst i handelen med derivater. Utviklingen i retning av tettere integrasjon mellom ulike produkter i finansmarkedet har derfor etter hvert gjort det vanskelig å operere med et klart skille mellom begrepene pengemarked og kapitalmarked.

Aktørene i pengemarkedet

I utbygde pengemarkeder, hvor det har vokst fram velutviklede delmarkeder, vil det være spesialiserte markedsaktører. Disse opererer i delmarkedene på egen eller andres regning og medvirker til å bringe balanse i markedet. Flere aktører i markedet for finansielle fordringer har på bakgrunn av den tettere sammenknytningen av den langsiktige og kortsiktige tidshorizont valgt å konsentrere sine aktiviteter i finansmarkedet. Dette er en del av den omstrukturering som pågår i finansnæringen.

For å lette formidlingsfunksjonen er aktørene i pengemarkedet avhengige av at noen påtar seg rollen som mellommenn. En rekke aktører, som f.eks. meglere og banker, fungerer som regel som formidlere i penge- og kapitalmarkedet. Disse formidlerne er avhengige av å ha et effektivt kommunikasjonssystem. I dag formidles priser og kapital gjennom telefonhandel og skjermbaserte informasjonssystemer.

I pengemarkedet er det enkelte foretak som kun har en formidlerrolle. Disse foretakene, såkalte brokere eller pengemeglere, handler ikke på egne vegne, men formidler kortsiktige pengeplasseringer, ofte i stort volum. I tillegg formidler disse foretakene priser til aktørene i pengemarkedet. Basert på kontinuerlig rundspørring hos aktørene formidles den til en hver tid beste kvoterte pris for et gitt produkt. Formidlerne benyttes f.eks. i tilfeller hvor det ønskes anonymitet, eller av en investor som ikke selv deltar aktivt i markedet. Foretakene opererer i all hovedsak fra utlandet. Det er kun to foretak som er basert i Norge.

Andre verdipapirhandlere opptrer i markedet på egne vegne. Noen av disse kan også opptre

som *market makers*. En market maker vil typisk forplikte seg til å kjøpe og selge i markedets åpningstid. Market makerne vil derfor kontinuerlig stille kjøps- og salgskurser på skjermbaserte informasjonssystemer for bestemte volumer. Det er ofte avtalt hvilke spredder som skal brukes og hvilke volumer man skal stille priser for mellom de som er market makere for handel i bestemte produkter, som f.eks. swapmarkedet. Dette bidrar til å holde oppe et marked for ett eller flere produkter i pengemarkedet. En aktør kan når som helst velge å opphøre som market maker.

Finansinstitusjonene, og særlig bankene, har en særskilt rolle fordi de har en formidlingsfunksjon. Betalingsformidlingen er sentral, men det dreier seg også om kredittformidling, der omgjøring av kortsiktige innskudd til langsiktige utlån letter likviditetsstyringen hos bankens kunder, dvs. ikke-finansiell sektor.

De senere årene er det blitt etablert ulike typer *fond*. Dette gjør det mulig å plassere i pengemarkedsinstrumenter også om man disponerer relativt små beløp. Ved å investere i pengemarkedet gjennom fond oppnår investor også en risikospredning, slik at tapet vil være begrenset hvis en låntaker ikke klarer å betjene gjelden. Noen fond investerer bare i pengemarkedsinstrumenter såkalte pengemarkedsfond. Andre fond, såkalt kombinasjonsfond, investerer i ulike finansiell aktiva og bruker bl.a. pengemarkedsinstrumenter for å diversifisere risiko. Disse fondene finansierer seg ved innlån eller innbetaling av andeler og retter seg mot små og mellomstore investorer.

Private og offentlige foretak deltar i pengemarkedet både som långivere og låntakere. Særlig større bedrifter kan ha korte perioder hvor de har svært god likviditet og dermed har behov for å foreta kortsiktige plasseringer. Tilsvarende kan de ha behov for å foreta kortsiktige låneopptak. Kommuner og fylkeskommuner deltar i pengemarkedet særlig gjennom plassering av overskuddslikviditet.

Staten og statsbankene opererer i pengemarkedet som låntakere. Staten er også reguleringsmyndighet. Svekkelsen av statens finansielle stilling som fant sted på begynnelsen av 1990-tallet, førte til at staten måtte foreta en betydelig opplåning for å finansiere sin virksomhet. En del av denne opplåningen ble foretatt i det innenlandske penge- og kapitalmarkedet. I 1995 ble

statsbudsjettets underskudd snudd til overskudd, slik at det statlige lånebehovet er blitt redusert. Statens overskudd blir nå plassert i utenlandske verdipapirer gjennom Statens petroleumsfond.

Staten vurderer at det i Norge er behov for et velfungerende marked for statspapirer. Dette vil kunne danne grunnlag for et mer effektivt marked også for andre typer papirer, noe som gjør det mulig for andre låntakere å få dekket sitt lånebehov med lave kostnader.

Statsinstitusjoner, statlige fond eller institusjoner med statlig finansiering, som f.eks. Folkestrygdfondet og Kommunalbanken er også viktige aktører i pengemarkedet. Disse institusjonene kan plassere overskuddslikviditeten sin som lån til staten på konto i Norges Bank⁴.

Norges Bank styrer bankenes likviditetssituasjon gjennom å tilpasse netto sentralbanktilførsel. Siktemålet er å påse at banksektoren har tilstrekkelig likviditet til betalningene som skjer over deres konti i Norges Bank. Dette gjøres hovedsakelig gjennom F-innskudd, gjenkjøpsavtaler og F-lån. Statlige låneinstrumenter kan også benyttes av Norges Bank i gjennomføringen av likviditetspolitikken og påvirke rentedannelsen.

Instrumenter i pengemarkedet

Basis for pengemarkedet utgjøres av valuta-swapper, særinnskudd og sertifikater. Til pengemarkedsproduktene regnes også kortsiktige renteprodukter i form av FRAer, futures og opsjoner.

1 Det derivatbaserte markedet

Derivater kan omsettes over børs eller i OTC-markedet («over the counter»). Børsomsatte derivater er standardiserte med hensyn til kvantitet, kvalitet og leveringsbetingelser og gjøres opp via en avregningssentral. Futures er standardiserte terminkontrakter som omsettes over børs, mens FRAer og swapper er rene OTC-produkter. Imidlertid er FRA-kontrakter i stor grad standardiserte jf. avsnittet om FRAer.

⁴ Staten foretar implisitt kortsiktige låneopptak ved at disse institusjonene plasserer sin overskuddslikviditet i form av kontolån til staten. Folkestrygdfondet er den eneste institusjonen som kan gjennomføre «skyggelån» hos staten. Ordningen fungerer slik at Folkestrygdfondet på tilsvarende vilkår som for de toneangivende statspapirene plasserer sine midler hos Finansdepartementet til gjeldende markedsbetingelser.

Valutaswap-markedet

Valutaswap-markedet er ikke et ordinært innskudd- og utlånsmarked, men et marked der valuta byttelånes mot norske kroner for en gitt periode. Skal det f.eks. lånes norske kroner i swap-markedet, må man i utgangspunktet besitte likviditet i en annen valuta som brukes til byttelån mot norske kroner. Det kunne dermed snarere sies at det lånes i valuta, mens swap-markedet benyttes til å konvertere denne valutaen til norske kroner midlertidig. Både salget av valutaen spot («idag») og tilbakekjøpet av valutaen inklusive valutarenter på termin («i fremtiden») avtales «i dag». Valutakursrisikoen er dermed eliminert.

Swaprenten for norske kroner avledes av en utenlandsk rente samt en vekslingskurs. Man tar i dag utgangspunkt i amerikanske renter og vekslingsforholdet mellom USD og NOK. Denne kompliserte fremgangsmåten å stille renter på har bidratt til at aktørene i den senere tid har søkt i retning av mindre kompliserte produkter, som f.eks. FRAer. Formelen for utregning av swaprenten er gjengitt i eget appendiks.

I det norske swap-markedet stiller bankene gjennom skjermbaserte informasjonssystemer indikative plasserings- og utlånsrenter for forskjellige løpetider for norske kroner mot utenlandsk valuta. Volumet varierer med løpetiden ved at det vanligvis er større volum i de kortere løpetidene. Flere banker deltar i markedet, men kvoterer ikke løpende renter på skjermbaserte systemer. I tillegg kvoterer det også norske swaprenter av banker i f.eks. Stockholm, København og London.

Swaprenten noteres med to-veis priser (innskudds- og utlånsrenten) for perioder på tomorrow/next(T/N), spot/next(S/N), 1 uke, 2 uker, 1, 2, 3, 6, 9 og 12 måneder⁵. NIBOR-renten («Norwegian InterBank Offered Rate»), som kvoterer bl.a. på Reuters (NIBP og NIBQ) og Dow Jones (20818), ble først introdusert i 1987. Før tiden er det fem banker (DnB, Kreditkassen, Sparebanken NOR, SE-banken og Handelsbanken) som seg imellom har avtalt å stille priser til enhver

⁵ T/N renten løper fra påfølgende dag og til neste dag. S/N renten går natt fra dato to dager fram til neste dag. Normalt går det to dager mellom inngåelse av en swapavtale og oppgjør (valuering). Dette sammenfaller med hva som er vanlig oppgjørstid for spot valutatransaksjoner. Unntaket er T/N-swappen.

tid. Andre banker kan også stille priser, men kan trekke seg ut av markedet når som helst. Den offisielle NIBOR-renten beregnes daglig og med fixing kl. 12.00. Den består av et snitt av de ovennevnte fem bankenes *utlånsrenter* i swapmarkedet, der høyeste og laveste rente strykes. En alternativ betegnelse på NIBOR i valutamarkeket er eurokronerente. (Eurovaluta er betegnelse på en valuta når den omsettes utenfor hjemlandet).

Den motsvarende innskuddsrenten (venstre-siden) betegnes NIBID (Norwegian InterBank Bid Rate). Spread mellom NIBID og NIBOR avtales i prinsippet fra dag til dag mellom bankene som til en hver tid stiller priser. Den er for tiden om lag 20 rentepunkter⁶ for avtaler av varighet fra 3 måneder og utover.

NIBOR benyttes ofte som referanserente i avtaler der rente på norske kroner inngår, og rentesatsene beregnes da gjerne som NIBOR med et tillegg (såkalt NIBOR +). Tillegget er bestemt av låntakers kredittverdighet og er å betrakte som premie på hovedstolrisikoen i et utlån. At referanserenten tar utgangspunkt i en utenlandsk rente kombinert med en vekslingskurs, er spesielt for Norge sammenlignet med øvrige europeiske land.

I 1995 utgjorde swap-forretninger over halvparten av den totale omsetningen i det norske valutamarkeket⁷. Den store andelen skyldes den rolle swapmarkedet har i det norske pengemarkedet. De norske bankene har aktivt benyttet swapmarkedet i sine innlån både fra innenlandske og utenlandske banker. Norges Bank kan også benytte swapmarkedet for å tilføre eller inndra likviditet fra banksystemet.

Renteswapper

I en renteswap avtaler partene å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter i henhold til på forhånd spesifiserte regler. I den vanligste formen byttes flytende rente mot fast rente, dvs. at en låntaker som har tatt opp et lån til flytende rente kan bytte sine renteforpliktelser med en annen låntaker som har tatt opp et lån til fast

rente. Det stilles priser for løpetider med fast rente fra ett til ti år. I de standardiserte avtalene byttes kontantstrømmen mot seks måneders NIBOR-rente.

Det er vanlig å betrakte den parten som betaler flytende rente, som selger av swapkontrakten (eller innehaver av en «short»-posisjon i kontrakten). I motsetning til en valutaswap innebærer en renteswap normalt at det ikke utveksles hovedstol. I en valutaswap avtaler partene å bytte spesifiserte beløp av to ulike valutaer som så skal byttes tilbake igjen til en på forhånd avtalt kurs (terminkurs) ved forfall. Ofte kombineres valutaswappen med en renteswap slik at det også foretas bytte av rentebetingelser. Renteswapper ble først handlet i Norge på 1990-tallet, og markedet er trolig blitt større og mer utviklet de siste årene. Større kontraktsbeløp og lavere spredder skulle indikere det.

I Norges Banks valuta- og derivatundersøkelse i april 1995 utgjorde handel i renteswapper litt over 1 prosent av omsetningen i rentederivatmarkedet. Den lave omsetningen av renteswapper har trolig sammenheng med at slike kontrakter har lang løpetid i forhold til FRAer. En bank kan inngå en serie av FRA-kontrakter for å dekke samme behov som en renteswap. FRA-kontrakter er likvide 18 til 24 måneder fram i tid.

Fremtidige renteavtaler, FRA («Forward Rate Agreement»)

En FRA er en forpliktende avtale i dag om en rentesats som skal gjelde for en renteperiode som begynner å løpe på et fremtidig tidspunkt og for et bestemt beløp. Det spesielle ved en FRA er nettopp at det er en fremtidig rentesats som avtales, og ikke et fremtidig låneopptak eller innskudd. Det underliggende kontraktsbeløp fungerer kun som beregningsgrunnlag for verdien av kontrakten ved forfall. Kontrakten gjøres opp samme dag som den fremtidige renteperioden starter på grunnlag av den avtalte renten og en valgt referanserente (se egen ramme).

Aktører som vet de vil få et fremtidig finansieringsbehov, kan kjøpe FRAer for å sikre seg mot en renteoppgang. Tilsvarende kan investorer som vet de får frigitt kapital på et fremtidig tidspunkt, binde opp en plasseringsrente ved å selge FRAer. Handel i FRA-kontrakter med norske kroner som referanse startet våren 1987. Man forsøkte da å handle med «ordinære» FRA dvs.

⁶ Rentepunkt: hundredel av et prosentpoeng.

⁷ Norges Banks valuta- og derivatundersøkelse våren 1995 (se Sturød 1995).

FRA – Forward Rate Agreement

I FRA-markedet handles forskjell i renter, og det utveksles ingen hovedstol. Som referanserente anvendes typisk NIBOR-renten. Hvis den faktiske NIBOR-renten avviker fra den avtalte renten ved oppgjørstidspunktet, utbetales differansen. Differansebeløpet beregnes iht. formelen under:

$$\frac{(r_{NIBOR} - r_{FRA}) \cdot d \cdot v}{1 + (r_{NIBOR} \cdot \frac{d}{360})}$$

hvor	r_{NIBOR}	NIBOR-renten på oppgjørstidspunktet - 2 dager
	r_{FRA}	rente avtalt i FRA-kontrakten
	d	antall dager i FRA-kontrakten
	v	volum avtalt i FRA-kontrakten

FRA-kontrakter benyttes til sikring mot fluktasjoner i kortsiktige renter. De brukes også til spekulasjon og arbitrasje. Alternativ prising (syntetiske FRAer) av fremtidige renter f.eks. gjennom innskudds- og utlånsrenter eller gjennom terminmarkedet kan gi arbitrasjemuligheter. Slike arbitrasjemuligheter kan ikke vedvare over tid, og dermed knyttes prisingen av FRA-kontrakter til prisingen av andre produkter i markedet.

kontrakter som har oppgjør en gitt periode, (f.eks. 6 måneder) etter handledato, men markedet viste seg å være for lite og likviditeten ble dårlig. Markedsaktørene bestemte seg for å standardisere handelen i henhold til IMM-datoene⁸. Det vil si at disse kontraktene har forfall på et bestemt tidspunkt. Likviditeten tok seg opp og handelen kom i gang på sensommeren 1987. Kontraktperioden har løpetider i «hele» måneder. I Norge er løpetidene 3, 6 eller 12 måneder.

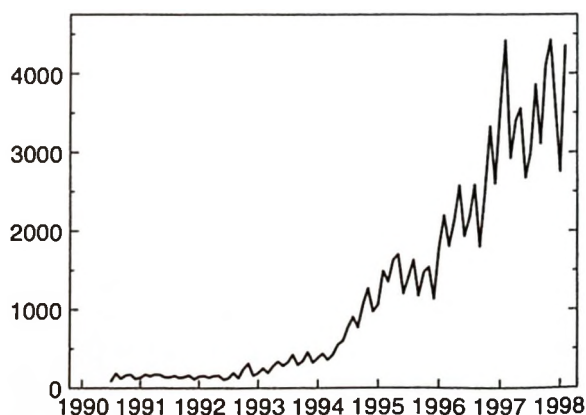
Siden det ikke skjer noen fysisk opplåning/plassering av hovedstolen ved inngåelsen av avtalen, er kredittrisikoen betydelig redusert, og man får ikke noen likviditetseffekt annet enn den som måtte skrive seg fra en renteendring. Referanserenten er NIBOR-renten.

Beløpene det stilles priser for, har økt med årene, og de største aktørene stiller nå priser for 500 millioner i tremåneders-kontrakter, 200 millioner i seksmåneders-kontrakter og 100 millioner i ett års-kontraktene. Det stilles vanligvis 3-5 rentepunkter i spread mellom kjøps- og salgsrentene.

I FRA-markedet foreligger det ingen formell

market maker-avtale. Det er imidlertid mange aktører som opptre som market makere i norske FRAer. Market makerne stiller indikative priser gjennom å oppgi FRA-renter på skjermbaserte informasjonssystemer. Inntoget av utenlandske aktører i det norske FRA-markedet har gjort

Figur 2. Bankenes bruttobeholdning av FRA-kontrakter. Mrd. kroner 1990-98



Med bankene menes forretningsbanker, sparebanker og Postbanken. Data er hentet fra de forskjellige institusjonenes månedlige rapportering til Norges Bank. Det er kun summariske størrelser. Omsetningen av FRAer foregår utenom den offiselle børsnotering.

Kilde: Norges Bank

⁸ IMM («International Money Market»)-datoene er de internasjonale datoene for forfall av finansielle kontrakter. Det er IMM-dato hver tredje onsdag i månedene mars, juni, september og desember.

dette markedet mindre oversiktlig. Handelen i FRA-markedet har vært økende de siste årene, jf. figur 2. Likviditeten er stor og spreaden har blitt gradvis redusert. Instrumentet er lett å bruke, og fordi markedet tidlig ble standardisert, samtidig som man i Norge opplevde store rentesvingninger, økte FRA-handelen raskt. Det er en vanlig oppfatning at FRA-markedet normalt reagerer raskere på forventninger om offisielle renteendringer og faktiske hendelser enn andre deler av pengemarkedet.

Rentefutures

Future er en betegnelse for en standardisert terminkontrakt som omsettes over børs. For eksempel kalles en standardisert terminkontrakt på en obligasjon eller et sertifikat for en rentefuture. Investorer og utstedere i obligasjonsmarkedet kan bruke rentefutures til å styre renterisikoen på sine posisjoner. Verdien av en obligasjon øker når rentenivået faller og reduseres når rentenivået stiger. Ved å inngå en motsatt posisjon i rentefutures, dvs. at en obligasjonseier må selge rentefutures (shortposisjoner) og at en obligasjonsutsteder må kjøpe rentefutures, vil verdiendringer på obligasjonsposisjonen (helt eller delvis) motsvares av verdiendringer på futuresposisjonen.

I Norge ble det introdusert rentefutures på statsobligasjonslånet S463 i juni 1993. For tiden eksisterer det rentefutures på følgende norske statsobligasjonslån: S462, S465, S466, S467. Det eksisterer en egen market maker-avtale for rentefutures. Prisene stilles for et volum på 25 millioner kroner. Dette markedet er imidlertid lite likvid, noe som kan forklares med en relativt liten norsk statsobligasjonsbeholdning. Det viser seg imidlertid at tyske og amerikanske rentefutures ofte brukes av forvaltere til å redusere den risiko de er utsatt for ved å holde norske obligasjoner⁹.

2 Sertifikatmarkedet

Til forskjell fra andre segmenter av pengemarkedet, foregår det i sertifikatmarkedet organisert omsetning av utestående lån. Sertifikater har løpetid inntil 12 måneder.

I desember 1984 åpnet regjeringen for kortsiktige låneopptak ved utstedelse av omsettelige rentebærende verdipapirer, såkalte «sertifikater». Tidligere hadde banker, forsikringselskaper og bedrifter kun i begrenset grad gjort bruk av tilsvarende instrumenter i sin kortsiktige finansiering. En viktig målsetting for myndighetene ved etableringen av et marked for sertifikatlån- og omsetning, var å bidra til et mer utviklet pengemarked som kunne benyttes av myndighetene i virkemiddelbruken.

Staten begynte å utstede statssertifikater samtidig med at de øvrige sertifikattypene så dagens lys i begynnelsen av 1985. Fra Norges Bank og Finansdepartementets side var formålet med det nye produktet å få et effektivt redskap for styring av bankenes likviditet, ettersom de eksisterende virkemidlene ikke hadde fulgt med utviklingen av markedene forøvrig. Det ble imidlertid ikke slik. Markedet kom skjevt ut i 1986, da bankenes lånebehov i Norges Bank økte og det dermed ikke var marked for å legge ut statssertifikater. Norges Bank har i sin likviditetsstyring behov for å handle relativt store volum ved inndragning/tilføring av likviditet til pengemarkedet.

Statssertifikatene har fast løpetid. Renten er fast i papirenes løpetid og er ikke knyttet til noen referanserente. Norges Bank står for den praktiske utleggelsen av statssertifikatlåneene, men det er Finansdepartementet som fastsetter betingelsene etter forslag fra sentralbanken. Departementet har sitt formelle grunnlag for låneopptak fra Stortinget, som hvert år gir et rammefor neste års låneopptak.

Banker og andre verdipapirforetak emitterer sertifikater på vegne av den øvrige offentlige forvaltningen samt private foretak. I dag har DnB, Sparebanken NOR og Kreditkassen det meste av denne emisjonsvirksomheten i det norske markedet. Sertifikater er blant annet etterspurt i forbindelse med likviditetsreservekrav og bankenes sikkerhetsstillelse overfor Norges Bank. Statssertifikatene er særlig etterspurt siden disse papirene gir størst sikkerhet. Det er relativt få andre sertifikater enn statssertifikatlån som omsettes i annenhåndsmarkedet. I 1997 ble det omsatt sertifikater for vel 304 milliarder kroner på Oslo Børs. Statssertifikatene stod for omtrent 81 prosent av omsetningen. Finansielle overskudd i både privat og offentlig sektor har bidratt til lave emisjonsvolum, særlig hos låntakere som har god kredittverdighet.

⁹ Av en samlet futuresomsetning i norske finansinstitusjoner i april 1995 på 1,1 milliarder USD pr. bankdag var 80 prosent futures i tyske mark og amerikanske dollar.

Det er Norges Bank gjennom sin markedspleie som sikrer at det kontinuerlig stilles priser (effektive renter) i de enkelte statssertifikatlån. Norges Bank stiller bindende priser i alle statssertifikatlånene over Oslo Børs gjennom megler og deltar dermed i annenhåndsmarkedet¹⁰. Der- som Norges Bank kjøper eller selger statssertifi- kater, påvirkes likviditetssituasjonen. Dermed kan også pengemarkedsrenten bli påvirket.

Det strukturelle likviditetsoverskuddet som har oppstått i pengemarkedet de senere år, er i hovedsak blitt trukket inn ved utleggelse av statspapirer. De regelmessige utleggelsene av statssertifikater har videre vært tilpasset forutsig- gelige og mer varige likviditetssvingninger gjennom året. Emisjoner av statssertifikater ble brukt for å trekke inn likviditet som følge av Norges Banks valutaintervensjoner i siste del av 1996 og første del av januar 1997.

3 Det rene kronemarkedet

NIDR-markedet

Historisk har eurokronemarkedet vært inter- bankmarkedet for omfordeling av kronelikvi- ditet. Rentene i eurokronemarkedet ble referan- serentene i pengemarkedet. I 1980-årene var NIBOR bankenes billigste finansieringskilde for norske kroner, og swap-markedet var svært omfattende og aktivt. Krisen og tapstallene i de norske bankene mot slutten av 1980-tallet svek- ket bankenes kredittverdighet, og mulighetene for finansiering gjennom valutamarkedet ble sterkt begrenset. Omsetningen i NIBOR-marke- det sank, og markedet fungerte etter hvert dårli- gere. En konsekvens av dette var at bankene i mindre grad benyttet NIBOR som referanse- rente i låneavtaler.

Som erstatning for finansieringen i swap-mar- kedet måtte bankene finansiere sin fortsatt bety- delige utlåning gjennom det norske innskudds- markedet. Samtidig stilte bankene priser til hver- andre (i et interbankmarked) mer eller mindre uformelt. Fra 1.1.1993 ble denne interbankren- ten formalisert, med notering bl.a. på Reuters (NIDR) og Dow Jones (20818). Den fikk beteg- nelsen (den norske) interbankrenten eller NIDR,

som er forkortelse for «Norwegian Interbank Deposit Rate». NIDR-renten klarte aldri å for- trengte swaprenten som referanserente i penge- markedet. Omsetningen i NIDR-markedet ble da heller ikke så stor som forventet da det ble eta- blert i begynnelsen av 1993.

NIDR-markedet er et interbankmarked der de fire største bankene (Den norske Bank, Kredit- kassen, Fokus Bank og Sparebanken NOR) stil- ler bindende plasserings- og lånerenter innbyr- des for minimumsbeløp på 50 millioner kroner. Ved siden av prissetterne har en del andre banker og enkelte større industriforetak med god kre- dittverdighet adgang til NIDR-markedet, dvs. de kan låne til NIDR uten å bli belastet med margin.

Rentene kvoteres for følgende løpetid, med to- veis priser: overnight, tomorrow/next, 1 uke, 1, 2, 3, 6, 9 og 12 måneder. Det var først i 1997 at prisstillerne begynte å kvotere en overnight- rente¹¹ og en tomorrow/nextrente i NIDR-mar- kedet. Spread i NIDR er for tiden 50 rentepunk- ter for inntil 1 ukes avtaler, 35 rentepunkter for løpetider mellom 1 og 3 måneder og 30 rente- punkter for løpetider fra 6 måneder til og med ett år. Spreaden er blitt justert siden starten i januar 1993, og kan i prinsippet reguleres fra dag til dag, etter nærmere avtale mellom prisstillerne. NIDR oppgis normalt med høyresiden (utlåns- renten). Venstresiden (innskuddsrenten) har ingen offisiell betegnelse tilsvarende NIBID. NIDR-renten bestemmes oftest ut fra NIBOR- renten.

Innskuddlinnlån på særvilkår

Særinnskudd i bank og innlån i finansieringssel- skaper har lenge vært et plasseringsalternativ for de som har større disponible beløp. Opphevelsen av rentereguleringen på 1980-tallet gjorde det mulig for banker og finansieringsselskaper å konkurrere mer aktivt på innslånssiden.

Særinnskuddsrenten fremkommer i stor grad som følge av markedstilpasninger i et inn- skuddsmarked der bankene konkurrerer om kun- dene. Tilpasningen i konkurransen vil samtidig kunne virke inn på de prisene bankene setter i NIDR-markedet. Vilkårene i særinnskudds-mar- kedet er imidlertid ikke standardiserte. Gjennom forhandlinger med finansinstitusjonene kan

¹⁰ Prisene kan observeres på elektroniske nyhetsmedier, eksem- pelvis Reuters' side NOCO og Dow Jones' side 56733.

¹¹ Overnight-renten (O/N) løper fra i natt til i morgen.

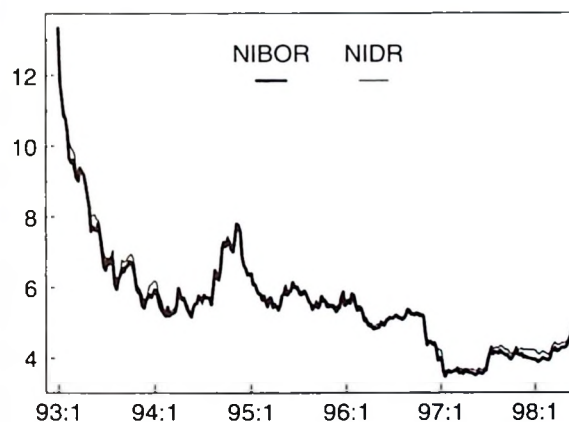
Konvensjoner for norske renter

NIBOR-renten beregnes med renteår 365/360, hvilket innebærer at man får renter for faktisk antall dager dividert med 360 rentedager. NIDR-renten beregnes derimot med renteår 365/365. Det samme gjør særvilkårsrenten. Det må derfor en korreksjon til før rentene er sammenlignbare.

Omregning av nominell perioderente med renteår 365/360 (r_{360}) til nominell perioderente med renteår 365/365 (r_{365}), gjøres på følgende måte:

$$r_{365} = r_{360} \cdot \frac{365}{360}$$

Figur 3. Effektive renter (renteår 365/365), 3 måneder



Kilde: Norges Bank

enkelte kunder oppnå bedre betingelser enn de som offentliggjøres. Til gjengjeld blir ofte pengene bundet en viss tid, slik at finansinstitusjonene kan skaffe seg stabile innlån.

Bankkrisen svekket norske bankers kredittverdighet og reduserte mulighetene for finansiering i valutamarkedet. Tilgangen av kapital til NIBOR-satser ble således begrenset. Utlåningen var imidlertid fortsatt stor, og dette medførte økt konkurranse om innenlandske innskyteres midler. Særvilkårsrenten ble således relativt sett høyere, og til tider betydelig høyere enn NIBOR.

Fordi det ikke foretas noen registrering av historiske særvilkårsrenter, er det vanskelig å finne sammenhengen mellom særvilkårs- og referanserenter over tid.

Andre veien blir det:

$$r_{360} = \frac{360}{365} \cdot r_{365}$$

Rentebasis for sertifikater er kalenderdager over 365 dagers år. Mens det i statsobligasjonsmarkedet handles på kurser, kvoteres det i statssertifikatmarkedet effektive renter¹².

Omregning fra nominell perioderente pa. med renteår 365/360 til effektiv perioderente pa. med renteår 365/365 gjøres ved følgende formel (d er antall dager i perioden):

$$e = 100 \left[\left(1 + \frac{r_{360}}{100} \cdot \frac{365}{360} \cdot \frac{d}{365} \right)^{\frac{365}{d}} - 1 \right]$$

Denne formelen anvendes f.eks. når kvoterte NIBOR-renter skal sammenlignes med effektiv rente på statssertifikater. Skal omvendt effektive perioderenter pa. med 365 dagers rentebasis (som statssertifikatene kvoteres til) omgjøres til nominell perioderente pa. med 360 dagers rentebasis, benyttes følgende formel:

$$r_{360} = 100 \cdot \frac{365}{d} \cdot \frac{360}{365} \left[\left(1 + \frac{e}{100} \right)^{\frac{d}{365}} - 1 \right]$$

¹² Sammenhengen mellom kurs og effektiv rente er gitt i Norges Banks rundskriv nr.7/9. april 1987.

Referanser

- Federal Reserve Bank of Atlanta: *Financial Derivatives*, Atlanta 1993
- Financial Times: *Mastering Finance*, Pitman Publishing, London 1998
- Norges Banks skriftserie nr. 23 (1995): *Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk*
- Mehlbye, Palle Duvier og Jacob Topp: «Utviklingen på pengemarkedet», *Kvartaloversikt – August 1995*. Danmarks Nationalbank.
- Sturød, Marianne: «Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995», *Penger og Kreditt 1995/4*
- Winje, Paal og Lars-Erik Aas: «Norges Banks likviditetspolitikk - og litt om andre land», *Penger og Kreditt 1997/2*

Appendiks

Formel for beregning av swaprente (eurokronerente) (nominell perioderente pa.)

$$r_{NOK} = \frac{(((F_d - S) \cdot 10\,000)) \cdot R_{USD} \cdot d + (((F_d - S)) \cdot 100 \cdot 360)}{S \cdot d \cdot 10\,000} + r_{USD}$$

d	=	dager
S	=	spotkurs NOK/USD
F _d	=	terminkurs NOK/USD
r _{USD}	=	USD-rente for samme periode

Hva den implisitte eurokronerenten blir, er bestemt av de kvoterte termintilleggene $[(F_d - S) \cdot 10\,000]$ og den USD rente og spotkurs som legges til grunn.

Regneeksempel:

d	=	14
S	=	7,4848
F _d	=	7,4826
r _{USD}	=	5,70

$$r_{NOK} = \frac{((-0,0022 \cdot 10\,000)) \cdot 5,70 \cdot 14 + ((-0,0022 \cdot 10\,000)) \cdot 100 \cdot 360}{7,4848 \cdot 14 \cdot 10\,000} + 5,70$$

$$r_{NOK} = 4,94$$

BANK OF ENGLANDS NYE ROLLE¹

Sir Alan Budd, medlem av Monetary Policy Committee i Bank of England

For et år siden fikk Bank of England frihet til å styre pengepolitikken mot et inflasjonsmål. Omleggingen innebar at banken på eget grunnlag styrer de pengepolitiske instrumentene innenfor de rammene målet setter. Systemet er samtidig demokratisk forankret ved at selve inflasjonsmålet blir bestemt av de politiske myndigheter. I denne artikkelen gir sir Alan Budd, som er medlem av bankens pengepolitiske komite, bakgrunnen for at man valgte dette systemet.

Selv om hovedtemaet for denne orienteringen er de nye retningslinjene for utøvelse av pengepolitikken i Storbritannia, tror jeg det kan være av nytte først å beskrive den nye Labour-regjeringens tilnærming til økonomisk politikk.

Dagens arbeiderpartiregjering er i likhet med sine forgjengere opptatt av den alminnelige levestandard for det britiske folk. Men den har også et særskilt ønske om å ta fatt på problemene med fattigdom, ulikhet og sosial utstøtning. Hvordan skal man gripe fatt i dette? Først og fremst, slik jeg har oppfattet det, ved å øke tallet på de som er i arbeid. Finansminister Gordon Brown viser ofte til at i nesten ett av fem hushold med medlemmer i arbeidsdyktig alder er det ingen som er i arbeid. I Storbritannia er arbeidsløshet den viktigste enkeltårsak til fattigdom. Arbeidsløshet er også den viktigste enkeltårsak til ulikhet. Det er også et faktum at sosialbudsjettet utgjør den overlegent største delen av utgiftene til det offentlige. Om tallet på de som er i arbeid kan økes, vil det resultere i en rekke fordeler. Sosialutgifter og trygdekostnader ville synke (og skatteinntektene øke) slik at offentlige ressurser kan brukes til andre oppgaver. Det ville bli mindre fattigdom og inntektsforskjeller. Folk ville gjenvinne sin rolle i samfunnet (og i familien) som arbeidstakere og forsørgere. Problemet med sosial utstøtning og isolasjon ville dempes. (Jeg går ut fra at disse argumentene er velkjente i Norge.)

Dette er selvsagt et spørsmål om diagnose snarere enn kur. Én ting er å si at å øke sysselsettningsnivået vil bidra til å løse problemene med fattigdom etc, noe annet er å si hvordan dette skal oppnås. Merk at jeg legger vekt på økt sysselsetting framfor redusert arbeidsløshet. For øyeblikket er det registrerte arbeidsløshetsnivået i Storbritannia om lag 5 pro-

sent, det laveste nivået siden 1980. Regjeringen har et uttalt håp om å redusere tallet enda mer. Men det fins et langt større antall personer i arbeidsdyktig alder som ikke er i arbeid (eller i heltids utdanning), men ikke er registrerte som arbeidsledige. Enslige foreldre og eldre arbeidere er blant disse. Aleneforeldre kan motta trygd og sosial stønad uten å vise vilje til å ta imot tilbud om arbeid. Storbritannia har ikke bare en svært høy andel aleneforeldre, vi har også en av de laveste yrkesfrekvenser for aleneforeldre i den industrialiserte verden. På samme vis mottar et stort antall eldre arbeidstakere stønad på grunnlag av langtidssykdom og uføretrygd. (En kunne legge til at Gordon Brown har en typisk skotsk tro på arbeidets velsignelse.)

De løsningene som er foreslått, omfatter endringer i velferdssystemet som på marginen skal gjøre det mer attraktivt å jobbe og mindre attraktivt å være avhengig av offentlige ytelser. De omfatter også endringer som gjør det mer lønnsomt for arbeidsgiverne å ta inn flere arbeidstakere. Det er likevel ikke bare et spørsmål om sosiale reformer, selv om dette står sentralt; det er også et spørsmål om å styrke yrkeskvalifikasjonene for potensielle arbeidstakere gjennom opplæring etc. (Det burde være en god sirkel: midler som spares ved å øke sysselsettningsnivået kan benyttes til arbeidstrening og kan selvsagt også benyttes til å opprettholde og øke stønaden til de som ikke med rimelighet kan ventes å arbeide.)

Ser vi så på makroøkonomisk politikk, har finansminister Brown sagt at god makroøkonomisk politikk er nødvendig, men ikke tilstrekkelig for en vellykket økonomisk politikk som helhet. Med det mener han at selv om det er viktig å holde inflasjonen under kontroll og å opprettholde sunne offentlige finanser, så vil dette ikke i seg selv føre til den type sosiale forbedringer han ønsker. Det krever strukturelle reformer på tilbudssiden i økonomien. Men *dårlig* makroøkonomisk politikk kan ødelegge alt han forsøker å oppnå. Han ønsker å fortsette med

¹ Denne orienteringen ble holdt som foredrag ved et seminar i den britiske ambassade i Oslo 27. januar 1998. Redaksjonen takker forfatteren for anledningen til å gjengi den her i norsk oversettelse.

sine sosiale reformer uten å bli forstyrret av makroøkonomiske kriser. På samme måte er det sannsynlig at hans håp om høyere sysselsetting og større investering i menneskelig og fysisk kapital langt lettere kan realiseres i en verden med makroøkonomisk stabilitet.

Den nye rollen for Bank of England

Dette er bakgrunnen for at noe av det første Brown gjorde som finansminister, var å tildele Bank of England det operasjonelle ansvaret for å fastsette rentenivået. Jeg skal prøve å beskrive og forklare denne forandringen ved å besvare fire spørsmål:

- For det første; *hva* er denne nyordningen?
- For det andre; *hvorfor* har regjeringen innført den?
- For det tredje; *hvem* er involvert?
- For det fjerde; *hvordan* vil den virke?

Mot slutten av foredraget vil jeg gi noen mer generelle kommentarer vedrørende den oppgaven banken er blitt tildelt.

Hva består nyordningen i? Et nytt organ, den pengepolitiske komite (Monetary Policy Committee) i Bank of England, er tildelt det operasjonelle ansvaret for å fastsette rentenivået. Det er dette som kalles instrumentuavhengighet, til forskjell fra måluavhengighet, der sentralbanken både fastsetter inflasjonsmålet og tar de pengepolitiske avgjørelsene for å oppnå dette målet. (Det siste er mer likt det som er tilfellet for den tyske Bundesbank, som fastsetter sitt eget inflasjonsmål.) I Storbritannia blir inflasjonsmålet fastsatt av finansministeren. Det nåværende målet er 2½% for 12-månedersraten for veksten i konsumprisene med unntak av boligrenter. I bakhånd har regjeringen myndighet til å gi direkte instruksjoner om pengepolitikken, men dette må godkjennes i Parlamentet og er bare for bruk under ekstreme forhold.

Selv om målet er 2½%, er det akseptert at det vil bli et visst avvik. Dette er uunngåelig. Men om avviket er større enn ett prosentpoeng i begge retninger (og jeg understreker «i begge retninger»), må komiteen sende et åpent brev som forklarer:

- grunnene til at inflasjonen har beveget seg fra målet med mer enn 1 prosent;
- tiltak som blir satt i verk;
- den tid det beregnes å ta før inflasjonsmålet nås;
- hvordan tiltakene samsvarer med bankens pengepolitiske mål.

Gjennomsiktighet

En meget viktig side ved *hva* nyordningen innebærer er «gjennomsiktighet», eller innsyn for omverdenen. Rentevedtaket offentliggjøres umiddelbart når møtet er slutt. Protokoll fra møtet offentliggjøres innen seks uker. Stemmegivningen til hvert enkelt medlem registreres. En gang i kvartalet offentliggjøres en detaljert redegjørelse om utviklingstrekk og utsikter når det gjelder inflasjonen i Bank of Englands Inflasjonsrapport. Disse rapportene inneholder prognoser (med illustrasjoner av usikkerhetsgrad) for inflasjon og produksjon de kommende to årene.

I tillegg er styret (the Court) i Bank of England ansvarlig for å sikre at komiteens prosedyrer tar hensyn til all relevant informasjon. Endelig har Finanskomiteen i Underhuset en spesiell rolle når det gjelder å overvåke og kommentere det som pengepolitisk komite foretar seg. Den kan innkalle medlemmer av komiteen; den kan innkalle finansministeren; den kan innkalle uavhengige eksperter og den har sine egne spesialrådgivere. Den kan utgi sine egne rapporter. Slik er systemet både gjennomsiktig og ansvarlig.

Årsakene til endringene

Hvorfor er det nye systemet innført? Jeg har allerede beskrevet hvordan den makroøkonomiske politikken passer inn i de bredere rammene for Regjeringens økonomiske politikk.

Innenfor disse rammene var hovedformålet med å gi banken operasjonell uavhengighet til å fastsette rentenivået, å fjerne kortsiktige politiske fristelser. Fristelsen oppstår ut fra det faktum at om Regjeringen stimulerer etterspørselen vil den i første omgang få raskere vekst og lavere arbeidsløshet. Den økte inflasjonen følger senere, kanskje et år eller vel så det etterpå. Så det vil alltid være en fristelse til å stimulere til litt ekstra vekst, særlig før et valg. Jeg sier ikke at regjeringer noen gang har gitt etter for denne fristelsen, men den er åpenbart til stede. Markedene bygger derfor dette inn i sine forventninger. Resultatet blir vanligvis at inflasjonen jevnt over blir høyere, og at risikoen for høy inflasjon blir større. Derfor får vi høyere langsiktige renter. Historien har en tendens til å vise at uavhengige sentralbanker holder seg til sitt mål om å holde prisene nede. De lykkes ikke nødvendigvis med dette hele tiden, men de har en sterk motivasjon for å lykkes. Det var påfallende at kunngjøringen om den nye rollen for Bank of Eng-

land førte til et umiddelbart og betydelig fall i de langsiktige rentene.

Hvorfor er gjennomsiktighet og innsyn fornuftig? Det burde være ganske åpenbart, selv om innsyn for omverdenen tidligere ikke alltid har vært sentralbankers fremste kjennetegn. Argumentene for innsyn og gjennomsiktighet er at om en må forklare sine handlinger, er det mer sannsynlig at en vil være konsekvent. I tillegg kan utenforstående se hva banken gjør og kan derfor kritisere oss hvis de mener vi gjør ting galt. Gjennomsiktighet gir også meget sterk motivasjon for å gjøre ting riktig. Og endelig vil et gjennomsiktig system gjøre det mulig for utenforstående å forutsi hva banken kommer til å foreta seg. Det er høyst ønskelig fordi det betyr at reaksjonen på endringer i politikken blir mer stabil. Pengepolitikk bør, til enhver tid når det er mulig, være meget kjedelig.

Hvorfor er denne politikken basert på et inflasjonsmål? Dette er det ulike meninger om, om enn ikke spesielt i Storbritannia. Det kan sies at alle konkrete mål er nyttige fordi de sørger for klar fokusering av politikken og igjen gjør det mulig for allmennheten å kontrollere hvor vellykket bankens politikk er. Hovedalternativet til et inflasjonsmål er et mellom-mål (intermediate target), for eksempel pengemengden eller nominelt BNP. Imidlertid har vi i Storbritannia kommet til at et inflasjonsmål er bedre. For det første fordi det er inflasjonen vi forsøker å kontrollere, slik at det synes fornuftig å ha et mål for den, og for det andre har ikke pengemengdemål vist seg å være pålitelige. Det har ikke vært mulig å finne noe stabilt forhold mellom veksten i pengemengden (uansett hvordan den måles) og veksten i nominelt forbruk eller i prisene. (Dette problemet er ikke særegent for Storbritannia.) Informasjonen som monetære indikatorer inneholder kan være uhyre viktig, men den omfatter på ingen måte all relevant informasjon for å treffe avgjørelser om pengepolitikk.

Her har vi altså grunnene til at banken er blitt tildelt denne graden av uavhengighet, til at offentligheten har innsyn i saksgangen, og til at vi har et inflasjonsmål.

Den nye komiteen

Hvem tar disse beslutningene? Når komiteen er fulltallig, vil den ha ni medlemmer. Tre av disse medlemmene er bankens direktør og to visedirektører. I samsvar med konstitusjonell praksis utnevnes de av Hennes Majestet Dronningen. Det er fire uavheng-

ige medlemmer, meg selv inkludert, som er utnevnt av finansministeren. Så er det to ex-officio ansatte i Bank of England, lederen for Markedsoperasjonsavdelingen (Monetary Policy Operations) og den som leder Avdelingen for pengepolitisk analyse (Monetary Policy Analysis). Disse utnevnes av direktøren etter konsultasjon med finansministeren. Det må kunne sies at finansministeren (eller hans forgjenger) er involvert i alle utnevnelsene, og det er ingen tvil om at han har en sentral rolle i sju av utnevnelsene: Direktøren, to visedirektører og de fire uavhengige medlemmene. Er dette galt? Jeg synes ikke det. Finansministeren er innvalgt i Parlamentet og står til ansvar overfor det, så det er rimelig at han i sin tur oppnevner medlemmer. Faktisk må en kunne spørre: Hvis en valgt statsråd ikke utnevner medlemmene, hvem andre skulle da gjøre det? (Finanskomiteen i Underhuset har planer om å intervju nye medlemmer, men vil ikke ha vetorett overfor utnevelser.)

Hvordan nyordningen vil virke

Mitt siste spørsmål er hvordan nyordningen vil virke. Det tas en månedlig beslutning om rentenivået skal endres eller ikke. Innen banken er det en beslutningsrunde en gang i måneden, selv om sakspapirer og analyser av data forberedes og sirkulerer hele tiden. Det første møtet er et heldagsmøte, vanligvis på en fredag når dataene og analysene til Bank of Englands fremragende medarbeidere presenteres. Deretter er det to halvdagsmøter den påfølgende onsdag ettermiddag og torsdag morgen. De eneste som er til stede der er medlemmene av pengepolitisk komite pluss et lite sekretariat. Den første ettermiddagen går vanligvis med til å diskutere data og prognoser, mens det påfølgende morgenmøtet er viet til hvilke tiltak som eventuelt skal treffes. Avgjørelsen kunngjøres kl 1200 på torsdagen.

Hvordan treffes denne avgjørelsen? Komiteen benytter seg av all informasjon den anser som relevant. Jeg tror det er en grunnleggende tanke som forklarer mye av hvordan vi ser på saken og hvilke tiltak vi treffer. Den grunnleggende tanken er at om det er ledig kapasitet i økonomien, vil inflasjonen ha en tendens til å falle, og om aktivitetsnivået i økonomien er høyere enn det som gir en langsiktig balanse, har inflasjonen en tendens til å stige. Inflasjonen vil bli stabil når økonomien er i likevekt. Dette er en teori med stor vekt, men problemet er at vi ikke vet når økonomien er i likevekt. Det er naturligvis også mange, mange andre faktorer som kan virke inn på

inflasjonen, særlig på kort sikt. Det betyr imidlertid at vi legger spesiell vekt på å overvåke og forutsi hvordan produksjon og sysselsetting utvikler seg, samtidig som vi ser nøye på andre faktorer som kan innvirke på kostnader og priser.

Når komiteen skal ta en avgjørelse, retter den søkelyset mot den sannsynlige inflasjonsutviklingen for to år framover. Det er fordi det tar 18 måneder eller lenger før det blir full virkning av endringer i politikken. Og det er svært viktig at vi konsentrerer oss om å se fremover istedenfor å se bakover.

Har komiteen fått et oppnåelig mål? Kan den holde inflasjonen på et gjennomsnitt av 2½% og innenfor et område av 1½ til 3½%? Historien kan kanskje gi oss en pekepinn. Et tilbakeblikk over de siste 30 årene viser at vi på ingen måte oppnådde noe i nærheten av denne målsettingen. Inflasjonen var i gjennomsnitt høy og bar preg av svært store svingninger. Siden begynnelsen av 1993 har imidlertid inflasjonen vært holdt innenfor et område fra 1½ til 3½%. Det faktiske gjennomsnittet i denne perioden har vært omkring 2,8 %, som er litt i høyeste laget. Så det ser ut til at det er mulig, men ingen kan med noen rett hevde at det er enkelt å få til.

Noen spørsmål

Ved siden av de tekniske sidene ved spørsmålet om komiteen faktisk er i stand til å treffe de rette avgjørelsene og holde inflasjonen på et gjennomsnitt av 2½%, er det noen generelle spørsmål som stilles om komiteens virksomhet. Det første er om komiteen kommer til å te seg på samme måte som sentralbanker ofte blir beskyldt for - nemlig å bli overfokusert på inflasjon og være rede til å la økonomien betale hvilken som helst pris i form av produksjonstap og høy arbeidsledighet for å holde inflasjonen nede. Svaret på dette må bli nei. Mandatet komiteen har fått fra finansministeren innebærer utvetydig at vi behandler inflasjonsmålet symmetrisk. Med andre ord må vi kunne gi en forklaring både om inflasjonen blir for lav og for høy.

Symmetrien er uhyre viktig. Det er jo slik at sentralbanker alltid kan redusere inflasjonen dersom de er villige til å framkalle en tilstrekkelig dyp nedgangskonjunktur. Derfor ville Bank of England aldri høste noen ære av å overgå målet om lav inflasjon. Om den gjør det, kan det hevdes at det i unødvendig grad har gått på bekostning av produksjon og sysselsetting. Vi har krav om å ta svingninger i produksjon og sysselsetting med i betraktning. Dette ønsket om symmetri har en rekke andre implikasjoner. Den før-

ste er at det er tøv å snakke slik pressen til tider gjør, om hauer og duer i inflasjonsspørsmålet. Vi er alle blitt tildelt samme målsetting av finansministeren, og vi må alle prøve å avgjøre på hvilket nivå rentesatsene bør ligge for at målsettingen skal nås. Det er ikke et spørsmål om noen medlemmer av komiteen er mer opptatt enn andre av å holde inflasjonen under kontroll. På samme måte er det ganske feilaktig å spørre om hvilke komiteemedlemmer som er opptatt av den såkalte «realøkonomien». Vi er alle opptatt av realøkonomien og mener alle at vårt viktigste bidrag til å få den reelle økonomien til å fungere bedre vil være ved å oppnå inflasjonsmålet.

Jeg har uttalt at komiteen må være oppmerksom på at en av og til har valget mellom å stabilisere produksjonen og stabilisere inflasjonen. Dette reiser utvilsomt et interessant spørsmål som vi ennå ikke vet svaret på. Sett at det kom et verdensomspennende krakk på varebørsene som (i motsetning til dagens indikasjoner) fører til rask vekst i vareprisene og i sin tur ville forventes å påvirke prisnivået i Storbritannia? Sett at komiteen mener at om vi ikke gjør noe, vil inflasjonen gå over 3½%? Tar vi da skritt for å forhindre dette, noe som vil innebære innstramningstiltak og muligens skyve økonomien inn i en nedgangskonjunktur? Eller lar vi økonomien få sjansen til å tilpasse seg prissjokket samtidig som en opprettholder en politikk som på lengre sikt vil bringe inflasjonen tilbake til 2½%? I den grad dette virkelig er et politisk valg, bør avgjørelsen ligge hos finansministeren. Han kan i prinsippet endre inflasjonsmålet for å gi rom for at produksjonen blir stabilisert fremfor inflasjonen på kort sikt. Jeg ville gjetten at det ville bli en dialog mellom pengepolitisk komite og finansministeren, der ministeren ville gjøre sine synspunkter kjent. Finansdepartementet har en representant som deltar på møtene i komiteen uten stemmerett. Denne personen kunne være en mellommann mellom finansministeren og komiteen.

For å avslutte med en personlig betraktning: Jeg er av den mening at etableringen av pengepolitisk komite og de ordninger som følger med dette utgjør et storartet skritt framover når det gjelder å føre politikk i Storbritannia. Personlig er jeg svært glad over å være medlem av komiteen. Det er en stor ære og det er meget spennende å være med helt fra begynnelsen. Og til slutt - vi vil gjøre vårt beste for å oppnå Regjeringens inflasjonsmål, noe som vil utgjøre et meget viktig bidrag til velstandsøkning i Storbritannia og til å oppnå Regjeringens bredere økonomiske målsettinger.

HVORFOR ER INFLASJONEN SÅ LAV? INTERNASJONALE ERFARINGER I ET ANALYTISK PERSPEKTIV

Karsten Stæhr, rådgiver i Internasjonal avdeling, Norges Bank

Inflasjonen i industrilandene har i de siste årene falt betydelig og lå i 1997 på rundt 2 prosent pr. år. Den nåværende inflasjonen er likevel ikke lav i et historisk perspektiv, men på nivå med prisstigningen i de første tiårene etter 2. verdenskrig. Mer overraskende kan det synes å være at inflasjonen er lav uavhengig av landenes ledighet og øvrige økonomiske situasjon. De syv største industrilandene hadde alle inflasjon i intervallet 1-3 prosent i 1997.

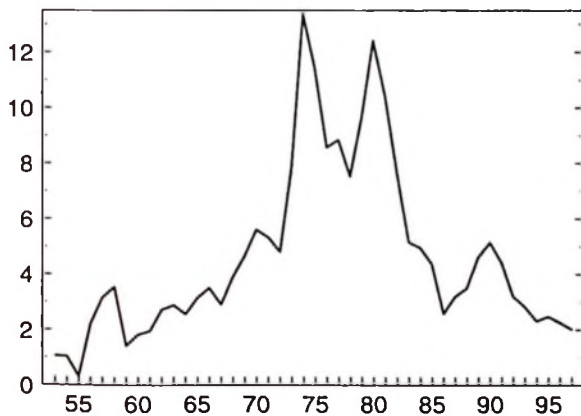
Artikkelen analyserer de seneste internasjonale inflasjonserfaringer i et analytisk perspektiv. Den nåværende lave inflasjonen er da ikke så overraskende likevel, men er et resultat av dels en bevisst lavinflasjonspolitik og dels «heldige omstendigheter». Lavinflasjonspolitikken har vært ført i de fleste industrilandene gjennom en lengre periode. Resultatet har vært relativt lav inflasjon og forventning om en fortsettelse av lavinflasjonspolitikken. Publikums forventning om fortsatt lav inflasjon har vært den dominerende faktoren bak den moderate inflasjonen i de fleste industrilandene. I Kontinental-Europa har lav økonomisk vekst og uvanlig høy ledighet bidratt til en moderat inflasjonsutvikling. Dette har, sammen med den økonomiske krisen i Asia og økt tilbud av råvarer, medvirket til at verdensmarkedsprisene er holdt nede. I land som USA og Storbritannia, der lav arbeidsløshet og høy vekst isolert sett fører til inflasjonspress, har appresierte valutaer og lavere verdensmarkedspriser ført til at inflasjonen er forblitt lav.

1. Den lave inflasjonen

Industrilandenes gjennomsnittlige konsumprisvekst har variert betydelig siden 2. verdenskrig. På store deler av 1950- og 1960-tallet var inflasjonen lav, men med en tendens til økning på

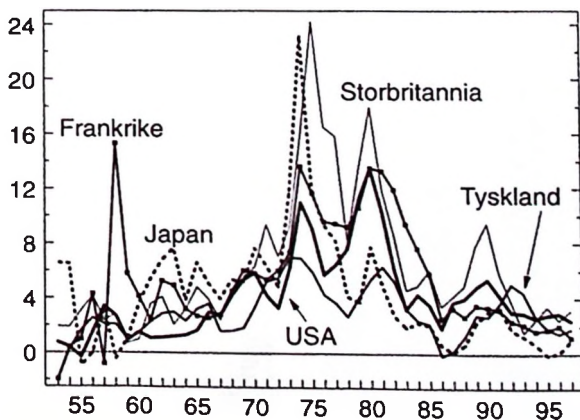
slutten av perioden. Etter de to oljekrisene 1973-74 og 1979-80 økte inflasjonen kraftig, men fra 1981 ble den redusert fra 12 prosent til 3-4 prosent på midten av 1980-tallet. Siden 1990 har den falt ytterligere, og gjennomsnittet i

Figur 1. Inflasjon i industrilandene, 1953-97



Kilde: IFS

Figur 2. Inflasjon i USA, Japan, Tyskland (før 1991 Vest-Tyskland), Frankrike og Storbritannia, 1953-97



Kilde: IFS

industrielandene ligger nå på rundt 2 prosent, se figur 1.

Det er viktig å slå fast at det nåværende inflasjonsnivået i industrielandene *ikke* er lavere enn den inflasjonen som ble observert på 1950- og 60-tallet. 1970-tallet var en historisk unik periode med høyere inflasjonsrater enn tidligere sett i fredstid. Den lave inflasjonen på 1990-tallet er sammenlignbar med erfaringene fra store deler av etterkrigsperioden.

Industrielandenes gjennomsnittlige inflasjonsnivå dekker over vesentlige forskjeller mellom landene. Figur 2 viser inflasjonen i de fem største industrielandene for perioden 1953-97.

Det har tidligere vært store avvik mellom inflasjonen i de store industrielandene. I 1990 var inflasjonen således 5,4 prosent i USA, 3,1 prosent i Japan, 2,7 prosent i Vest-Tyskland, 9,5 prosent i Storbritannia og 3,4 prosent i Frankrike. De siste årene har inflasjonsratene imidlertid konvergere slik at inflasjonen i 1997 lå på om lag 2 prosent i alle større industriland.

Det er bemerkelsesverdig at inflasjonen er lav i de fleste vestlige land på tross av betydelige forskjeller i landenes økonomiske situasjon. Japan, Tyskland og Frankrike har hatt lav økonomisk vekst og økende ledighet de siste årene. USA og Storbritannia har hatt høykonjunktur og 'allende arbeidsløshet.

Prognosemakerne har blitt overrasket over den lave inflasjonen, særlig i land med høy vekst og fallende ledighet. De fleste prognoser, herunder Norges Banks, har de siste årene overvurdert den

fremtidige amerikanske inflasjonen.¹ Figur 3 gjengir inflasjonen i USA 1992-97 samt Norges Banks anslag publisert i «Penger og Kreditt» hver høst året før. Anslagene har vært høyere enn den faktiske inflasjonen i alle årene unntatt 1993.

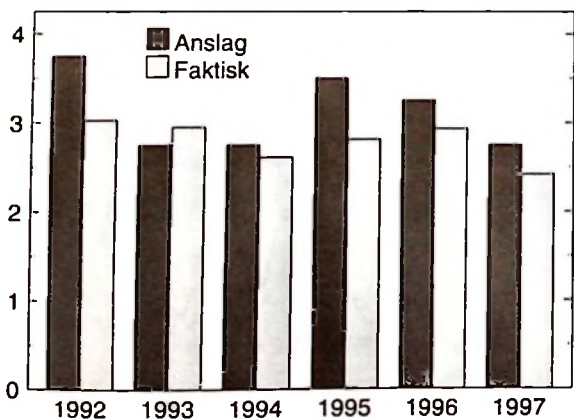
Den offisielle inflasjonsstatistikken overvurderer prisstigningen i de fleste landene. Konsumprisindeksen konstrueres ved at statistikkmyndighetene kjøper en fast «kurv» av varer og beregner prisindeksen på bakgrunn av den samlede prisen på disse varene. Det er to hovedproblemer ved denne metoden. For det første bytter forbrukerne ut varer, slik at forbruket av de varene som øker mest i pris minsker, mens forbruket av de relativt billigere varene øker. På denne måten stiger forbrukernes utgifter mindre enn anslått av konsumprisindeksen, som antar at forbruket av de ulike varene er konstant. For det andre kan økende eller uendrede priser være ledsaget av høyere kvalitet. Dette gjelder eksempelvis for datamaskiner og andre elektroniske produkter. Statistikkmyndighetene forsøker å ta høyde for de nevnte målefeilene, men det er vanskelig i praksis. Overslag viser at konsumprisindeksen overvurderer den reelle inflasjonen med opp til 1,1 prosent i USA, men vesentlig mindre i de fleste andre industrielandene.²

Årsakene bak industrielandenes nåværende lave inflasjon, uavhengig av deres økonomiske situasjon for øvrig, er temaet for denne artikkelen. De siste årenes internasjonale inflasjons erfaringer diskuteres i et analytisk perspektiv. Artikkelen er strukturert på følgende måte: Avsnitt 2 drøfter fordeler og ulemper ved inflasjon. Avsnitt 3 inneholder en analytisk diskusjon av faktorer som kan påvirke inflasjonsutviklingen. Avsnitt 4 diskuterer den nåværende inflasjonsutviklingen i lys av den analytiske gjennomgangen. Avsnitt 5 avrunder artikkelen med en kort diskusjon av de internasjonale inflasjonsutsiktene.

2. Kan inflasjonen bli for lav?

Den nåværende lave inflasjonen gir anledning til spørsmålet om inflasjonen kan bli for lav. Dette spørsmålet er relatert til det mer generelle problemet om hvorfor inflasjonsnivået i det hele tatt

Figur 3. Faktisk inflasjon i USA, og Norges Banks anslag året før



Kilde: Norges Bank og IFS

¹ Se for eksempel Lown & Rich (1997) og OECD (1996), s. 35.

² Se OECD (1997a) og Boskin et al. (1997).

er av interesse. Hvis inflasjonen er av betydning, finnes det da et optimalt nivå? Svarene på disse spørsmålene er viktige når den økonomiske politikken skal tilrettelegges.³

Ulemper ved inflasjon

Som nevnt beregnes inflasjonen som den prosentvise endringen i en prisindeks. Prisene er «informasjonsbærerne» i en markedsøkonomi. Hvis det er knapphet på en vare (dvs etterspørselen er stor relativ til tilbudet), blir prisen høy. Omvendt signaliserer en lav pris rikelighet av varen. For å sikre en effektiv allokering av ressursene kreves at prisene er «korrekte», dvs avspeiler den relative knappheten på varene. Høy inflasjon bidrar ofte til stor usikkerhet, dels med hensyn til hvordan de relative prisene egentlig er, dels med hensyn til inflasjonsutviklingen over tid.⁴

Prisene endres på ulike tidspunkter, slik at de relative prisene fluktuerer mye under høy inflasjon. Derfor må forbrukere og bedrifter bruke mer tid og penger for å holde seg orientert om prisutviklingen hvis det er høy inflasjon. Produksjonsbeslutninger vil ofte bli feil fordi de relative prisene endrer seg raskt, og resultatet kan bli at bedrifter som ellers ville være lønnsomme må stenge.

Høy inflasjon kan også føre til betydelige variasjoner i det generelle prisnivået, se for eksempel figur 1.⁵ Den fremtidige inflasjonen blir dermed vanskelig å forutsi. Usikkerhet om inflasjonsutviklingen vil endre forbrukeres og bedrifters beslutninger og kan føre til lavere investeringer.

Selv hvis høy inflasjon ikke fører til stor inflasjonsusikkerhet, kan det være ulemper ved høy inflasjon. For det første, hvis publikum planlegger sine økonomiske transaksjoner i nominelle termer, vil høy inflasjon uansett gjøre denne planleggingen vanskeligere og dyrere. For det andre er skattesystemer ofte nominelt basert, så høy inflasjon i kombinasjon med progressive

skattesystemer gjør at skattebyrden øker utilsikket. For det tredje innebærer høy inflasjon at prislapper må endres hyppig, samt at lønninger og priser må indekseres, hvilket gir ekstra omkostninger. Endelig gjør inflasjon at penger (dvs ikke-rentebærende nominelle aktiva) mister verdi over tid. Ved høy inflasjon vil publikum derfor velge å holde lite penger, slik at for eksempel handelstransaksjoner blir vanskeliggjort.

Fordeler ved inflasjon

Inflasjon er skatt på besittelse av penger. Inflasjon er forbundet med en viss økning av pengemengden, slik at myndighetene får proventy fra «inflasjonsskatten». Alle skatter medfører et «vridningstap» ettersom publikums atferd endres i forhold til situasjonen uten skatter. Gitt at et visst skatteproventy må innkreves, er det derfor optimalt å fordele skattebyrden slik at visse skattekilder ikke utsettes for urimelig høy skatt. Det er med andre ord rasjonelt å innkreve noe «inflasjonsskatt», dvs ha en viss inflasjon.

Det kan også være bruk for tilpasninger i den reelle lønnen i sektorer som utsettes for negative «sjokk», eksempelvis lavere etterspørsel. Hvis arbeidstakerne ikke vil akseptere en nedgang i det nominelle lønnsnivået og det ikke er noer inflasjon, er det vanskelig å få til reelle lønnstilpasninger. En viss inflasjon vil lette tilpasningel og dermed føre til lavere arbeidsledighet i sektorer utsatt for negative sjokk. Inflasjonen kan på denne måten virke som «olje i maskineriet».

Det optimale inflasjonsnivået

Drøftingen over kan sammenfattes slik at det er forhold som tilsier at det bør være så lav inflasjon som mulig, og andre forhold som tilsier et noe høyere inflasjonsnivå. I praksis er det vanskelig å bestemme det optimale nivået. For det første påvirker inflasjon samfunnets velferd på mange måter. For det andre er det optimale inflasjonsnivået avhengig av andre forhold i økonomien. Hvis økonomien rammes av høyere råvarepriser, kan dette føre til arbeidsledighet så vel som høyere inflasjon. Det optimale inflasjonsnivået vil da sannsynligvis være forskjellig fra det optimale nivået i fravær av et råvareprissjokk.

En rekke land har et politisk bestemt inflasjonsnivå som styringsmål i pengepolitikken. Dette sikrer dels at inflasjonen er lav, men også

³ Den følgende oversikten over ulemper og fordeler ved inflasjon baserer seg på Romer (1996), kapittel 9, Fischer (1981) samt Fischer & Modigliani (1978).

⁴ Om sammenhengen mellom høy inflasjon og inflasjonsusikkerhet, se for eksempel Friedman (1968).

⁵ En forklaring på at høy inflasjon kan føre til stor «intertemporal variabilitet» er at høy inflasjon gir mer usikkerhet om den fremtidige regjeringens økonomiske politikk. Se Ball (1992).

at den er forutsigbar. Inflasjonsmålene ligger ofte i intervallet 0 til 3 prosent inflasjon pr. år. Dette nivået virker som en passende avveining av ulempene ved høy inflasjon og faren ved så lav inflasjon at nødvendige tilpasninger i økonomien vanskeligjøres.

3. Inflasjonens forklaringsfaktorer på kort sikt

På lang sikt er inflasjon trolig et monetært fenomen, dvs inflasjonen er bestemt av pengemengdeveksten.⁶ På kort sikt bestemmes inflasjonen også av andre faktorer enn pengepolitikken. Dette avsnittet drøfter disse faktorene.

Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet

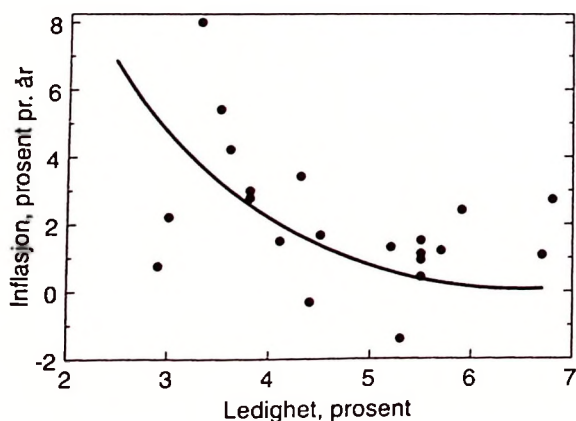
Det er ikke uvanlig med lavere inflasjon under en lavkonjunktur med svak vekst og høy arbeidsledighet. Omvendt kan lav ledighet gi press på lønnen slik at inflasjonen øker. Omtalte forhold mellom inflasjon og ledighet sammenfattes ofte ved den såkalte Phillips-kurven. Det er mange utgaver av Phillips-kurven, men alle postulerer en negativ sammenheng mellom arbeidsledighet og pris- (eller lønns-) inflasjon.⁷

Phillips (1958) presenterte en empirisk analyse av sammenhengen mellom ledighetspro-

⁶ For empiriske illustrasjoner se Mork (1993), kapittel 11, og IMF (1996).

⁷ Dette og det følgende avsnittet følger Mankiw (1994), kapittel 11, og Romer (1996), kapittel 5.

Figur 4. Den enkle Phillips-kurven. Observasjoner for USA i perioden 1949-69



Kilde: IFS og Mitchell (1993)

senten og den nominelle lønnsveksten i Storbritannia i perioden 1861-1957. Det fantes en sterk negativ sammenheng, slik at høy ledighet var forbundet med lav lønnsvekst, mens lav ledighet førte til kraftigere lønnsvekst. Etterfølgende empiriske analyser påviste at en tilsvarende sammenheng også gjaldt for andre land.

Etter hvert ble det vanlig å erstatte lønnsveksten med prisveksten ettersom en økning i lønnen vanligvis fører til en prisøkning. Den kurven som fremstiller sammenhengen mellom ledighet og inflasjon, kan betegnes som den «enkle Phillips-kurven».

Figur 4 viser en enkel Phillips-kurve for USA basert på perioden 1949-69. Det er en klar negativ sammenheng mellom ledighetsprosenten og inflasjonen i USA i denne perioden.⁸

Det ble på 1960-tallet vanlig å snakke om en fast avveining mellom ledighet og inflasjon. Hvis ledigheten var lav, ville inflasjonen være høy - og vice versa. Den økonomiske politikken ble da forenklet til å velge et inflasjonsnivå, hvoretter arbeidsløsheten ville fremgå av Phillips-kurven.⁹

Sammenhengen mellom inflasjon og forventninger

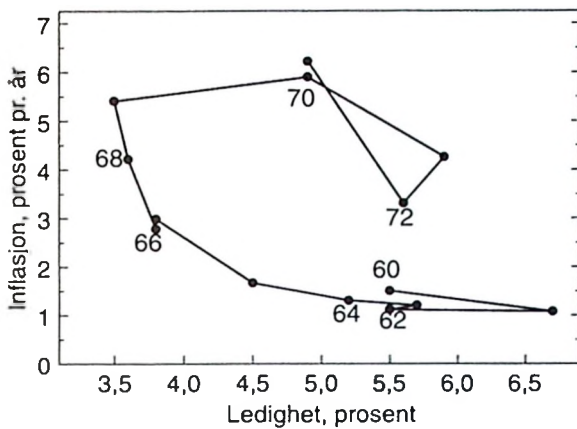
Den enkle Phillips-kurven for USA brøt sammen på begynnelsen av 1970-tallet. Den amerikanske regjeringen førte en ekspansiv økonomisk politikk som gradvis ledet til høyere inflasjon. På kort sikt ble ledigheten redusert, men fra 1970 begynte arbeidsløsheten å øke igjen. Den enkle Phillips-kurven flyttet på seg. Dette er illustrert i figur 5, der ledighet og inflasjon for perioden 1960-73 er gjengitt.

Det viste seg at en arbeidsløshet så lav som 3½-4 prosent ikke var forenlig med stabil inflasjon på lengre sikt. På slutten av 1960-tallet ble publikum overrasket av de stadig høyere inflasjonsratene, og lønnsveksten fulgte ikke den høyere inflasjonen. Dette gjorde det gunstig å utvide produksjonen og ansette ekstra arbeidskraft slik at ledigheten falt. Etter hvert skjønte publikum at myndighetene ville fortsette den

⁸ Den tegnede kurven illustrerer den negative sammenhengen mellom ledighet og inflasjon.

⁹ Samuelson & Solow (1960) argumenterte for at USA på kort sikt måtte leve med en ledighet på 5-6 prosent hvis målet var prisstabilitet. Hvis 4-5 prosent inflasjon var akseptabelt, ville ledigheten kunne reduseres til 3 prosent. (Disse tallene svarer stort sett til den enkle Phillips-kurven i figur 4.)

Figur 5. Phillips-kurven flytter. USA, 1960-73



Kilde: IFS og Mitchell (1993)

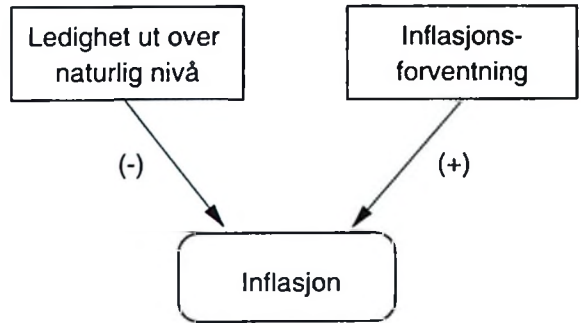
inflasjonære politikken, og tilpasset forventningene og lønnskravene til det høyere nivået. Ledigheten økte igjen, og lå rundt 5-6 prosent i årene før det første oljeprissjokket i 1973-74.

Publikums forventninger til inflasjonen er altså av betydning for Phillips-kurvens plassering. Forventning om høyere inflasjon i fremtiden fører til at Phillips-kurven beveger seg mot høyre. Omvendt vil forventning om lavere inflasjon føre til at Phillips-kurven flytter mot venstre slik at inflasjonen, som er forenlig med et gitt ledighetsnivå, blir lavere.

Dette indikerer at det er et visst «naturlig nivå» for ledigheten. Ekspansiv (inflasjonsdrivende) økonomisk politikk kan bringe ledigheten under dette nivået, men etter hvert øker ledigheten igjen. Omvendt, hvis ledigheten er over det «naturlige nivået», vil den falle igjen. Det er ikke på lang sikt noen fast sammenheng mellom arbeidsløshet og inflasjon.¹⁰

Dette resonnementet åpnet for en nytenkning om Phillips-kurven. For det første ble det klart at forventningene spiller en vesentlig rolle. Forventning om høy inflasjon fører til høyere lønnsøkning, hvilket igjen fører til høyere inflasjon, uten endringer i ledigheten. For det andre ble det klart at kun ledighet *ut over* det naturlige nivået bidrar til lavere inflasjon. Når disse to forhold-

Figur 6. Faktorer som på virker inflasjonen ifølge tankegangen bak den forventningsjusterte Phillips-kurven



dene innarbeides i Phillips-kurven, betegnes denne som den «forventningsjusterte Phillips-kurven». Dette er illustrert i figur 6.

Arbeidsløshet ut over det naturlige nivået indikerer at det er ledige ressurser på arbeidsmarkedet. Det kan også være relevant å se på økonomiens ledige ressurser mer generelt. Til dette formålet anvendes et mål for økonomiens «overskuddskapasitet» i stedet for forskjellen mellom den faktiske ledigheten og det naturlige nivået. Økonomiens «overskuddskapasitet» er forskjellen mellom den faktiske produksjonen og den potensielt mulige.

Inflasjonens årsaker

Innføringen av den forventningsjusterte Phillips-kurven reiser en rekke nye spørsmål, blant annet: Hvordan dannes inflasjonsforventningene? Hvilke faktorer bestemmer det naturlige nivået for ledigheten? Disse og andre variabler som er av betydning for inflasjonen på kort sikt, diskuteres nedenfor.¹¹

• Inflasjonsforventninger er vanskelige å måle. Ofte antas det at publikum har «rasjonelle forventninger», slik at de i *gjennomsnitt* ikke tar feil av inflasjonen, men allikevel har mulighet for å bli overrasket noen ganger. Alternativt antas det at forventningene er «bakoverskuende», slik at høy inflasjon i år fører til forventning om fortsatt høy inflasjon neste år.¹² Det er realistisk å tenke

¹⁰ Uventet høy inflasjon kan føre til høyere sysselsetting, mens forventet inflasjon ikke har noen effekt på sysselsettingen. Denne innsikten ble formulert allerede i 1968, dvs før Phillips-kurven flyttet på seg, jf Friedman (1968) og Phelps (1968). Lucas (1972) forklarte pengepolitikkenes kortsiktige realøkonomiske effekter med informasjonsasymmetrier.

¹¹ Avsnittet bygger på Nixon (1998), Mankiw (1994), kapittel 11, og Romer (1996), kapittel 5.

¹² Bakoverskuende forventninger fører til en høy grad av treghet («inertia») i inflasjonsprosessen. Høyere inflasjon i år fører til høyere inflasjon neste år.

seg at forventningene er dels rasjonelle, dels bakoverskuende. I den utstrekning forventningene er rasjonelle, kan den økonomiske politikken påvirke disse direkte. En troverdig lavinflasjonspolitik kan føre til lavere inflasjonsforventninger og dermed lavere inflasjon.

- Det naturlige nivået for ledigheten er i teorien den «likevektsledigheten» som eksisterer når økonomien ikke utsettes for sjokk og inflasjonen er som forventet. Likevektsledigheten avhenger av en rekke faktorer, og nivået er ikke nødvendigvis konstant over tid. Arbeidsmarkedet og dets funksjonsmåte bidrar til å bestemme likevektsledigheten. Høy kompensasjon til arbeidstakerne ved arbeidsløshet reduserer incitamentet til å jobbe og øker dermed likevektsledigheten. Andre forhold, som utbredelsen av fagforeninger samt de institusjonelle rammene for lønnsforhandlingene, kan også påvirke ledigheten i likevekt. I den sammenhengen må det pekes på forskjeller i funksjonsmåten mellom arbeidsmarkedene i USA og de kontinental-europeiske landene. I Kontinental-Europa har negative sysselsettingssjokk generelt ført til en lang periode med høy ledighet, dvs likevektsledigheten øker etter et sjokk av denne typen. I USA er arbeidsmarkedet mer fleksibelt, og likevektsledigheten er i høyere grad uavhengig av kortvarige sjokk i økonomien.¹³ Økonomiens produktivitetstrend er også av betydning for likevektsledigheten. Hvis den gjennomsnittlige produktivitetsveksten er høy, blir det «plass til» en høy lønnsvekst uten at prisinflasjonen øker. En høyere produktivitetsvekst betyr at en lavere ledighet blir forenlig med det opprinnelige inflasjonsnivået.

- Den faktiske ledigheten avhenger blant annet av økonomiens aktuelle konjunktursituasjon. For eksempel kan større etterspørsel etter varer og tjenester føre til økt produksjon, som igjen krever mer arbeidskraft. En høykonjunktur er således vanligvis forbundet med et fall i ledigheten, mens et konjunkturtilbakeslag kan gi en økning i den faktiske ledigheten. En ekspansiv økonomisk politikk kan på kort sikt føre til høyere økonomisk vekst og følgelig lavere ledighet.

- Inflasjonen kan på kort sikt påvirkes av en rekke kortvarige sjokk i økonomien, dvs sjokk som ikke endrer inflasjonsforventningene eller

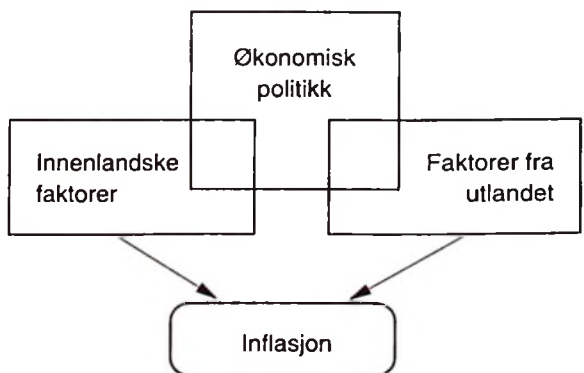
den naturlige ledigheten. Dette kan være produktivitetssjokk eller andre tilbudssjokk. Eksempelvis kan nevnes at fint vær kan gi stor avling som på kort sikt reduserer prisene på landbruksprodukter. Et økt arbeidstilbud er et sjokk som på kort sikt reduserer lønnspresset og fører til lavere inflasjon.

- Til nå har vi diskutert de faktorene som bestemmer prisutviklingen på varer som ikke er utsatt for internasjonal konkurranse. Tjenestetelseter og produkter som er dyre å transportere omsettes kun i liten grad internasjonalt. En del av det private konsumet består imidlertid av varer som handles over landegrensene. Importprisinflasjonen er følgelig med på å bestemme den innenlandske inflasjonen. Prisen på de importerte varene, samt på innenlandsk produserte varer i direkte konkurranse med importen, bestemmes i høy grad fra utlandet. Prisinflasjonen på importvarer bestemmes dels av prisendringer i utenlandsk valuta, dels av valutakursendringer.

Drøftingen av prosessen som bestemmer inflasjonen på kort sikt kan nå oppsummeres. Det er en rekke innenlandske faktorer som bestemmer inflasjonen for varer som ikke handles internasjonalt. Det er variabler som arbeidsløshet og kapasitetsutnyttelse, inflasjonsforventninger, langsiktig produktivitetsvekst, arbeidsmarkedsf forhold og forskjellige sjokk. I tillegg er det en rekke faktorer fra utlandet som bestemmer inflasjonen på varer som handles med utlandet. Dette dreier seg om endringer i verdensmarkedsprisene samt valutakursendringer.

Figur 7 illustrerer hvordan konsumprisinflasjonen påvirkes av innenlandske faktorer så vel som faktorer fra utlandet. Noen av disse fakto-

Figur 7. Inflasjonens mange årsaker



¹³ De kontinental-europeiske erfaringene med langvarig arbeidsløshet etter ugunstige sjokk har fått stor oppmerksomhet, se for eksempel Layard et al. (1991). En slik resistens i ledigheten betegnes ofte som «hysterese».

rene kan kontrolleres av myndighetene eller er avhengige av myndighetenes politikk, for eksempel arbeidsledighetstrygd og valutakurs. Andre faktorer ligger utenfor myndighetenes direkte innflytelse, for eksempel teknologiske fremskritt og oljepriser, men vil uansett spille en avgjørende rolle for prisstigningstakten.

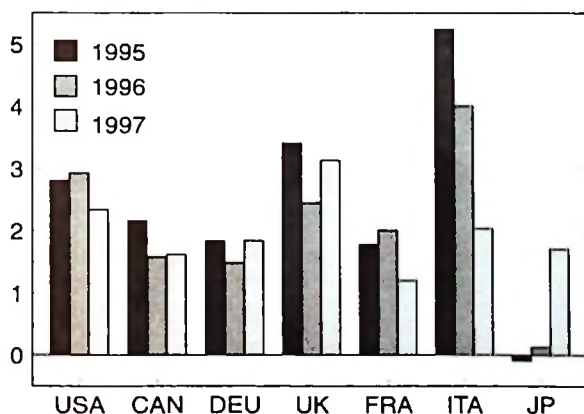
4. Nye internasjonale inflasjons-erfaringer

I dette avsnittet vender vi oss fra den analytiske gjennomgangen av inflasjonens årsaker til industrilandenes erfaringer de siste årene. Inflasjonen er nå avdempet i alle større industriland etter en kortvarig økning på begynnelsen av 1990-tallet (se innledningen). Fra ulike hold er det uttrykt forundring over den lave inflasjonen, særlig i de landene som har lav ledighet og høy produksjonsvekst. Figur 8 viser konsumprisinflasjonen for de syv største industrilandene i perioden 1995-97.

Inflasjonen var lav og relativt stabil i alle G7-land. I Storbritannia økte inflasjonen en anelse fra 1996 til 1997, mens Italia opplevde en betydelig reduksjon av inflasjonen fra 1995 til 1997. Japans underliggende inflasjon var nær 0 i perioden; en økning av merverdiavgiften bidrog i betydelig grad til den registrerte inflasjonen på 1,7 prosent i 1997.

Det fremgikk av analysen i avsnitt 3 at inflasjonen på kort sikt bestemmes av følgende faktorer: Inflasjonsforventning, ledighet, naturlig ledighet (som igjen avhenger av arbeidsmarkedsforhold og produktivitetstrend), importinflasjon samt ulike økonomiske sjokk. Det er

Figur 8. Inflasjon i G7-landene, 1995-97



Kilde: IFS

nødvendig å se på utviklingen i *samtlig*e av disse variablene når det skal vurderes hvorfor inflasjonen er så lav for øyeblikket. Nedenfor drøftes utviklingen i disse variablene for industrilandene.

Inflasjonsforventning

De industrialiserte landene har hatt moderat inflasjon i lengre tid. I den utstrekning forventningene er bakoverskuende, bidrar dette til lavere inflasjonsforventninger. I tillegg er det mange indikasjoner på at den økonomiske politikken i fremtiden vil bli tilrettelagt slik at inflasjonen forblir lav.

Omleggingen av pengepolitikken med det formål å sikre lav inflasjon fant sted på forskjellige tidspunkter i ulike land.¹⁴ Tyskland har siden 2. verdenskrig prioritert lav inflasjon. Oljeprisjokkene i 1973-74 og 1980 ble derfor møtt med stram pengepolitikk, slik at inflasjonen aldri kom over 7 prosent. Japan hadde svært høy inflasjon etter det første oljeprissjokket, men har siden ført en stram pengepolitikk. I USA ble pengepolitikken lagt om fra 1979. Rentepøkinger førte til et dypt tilbakeslag og etter hvert lavere inflasjon. Storbritannia førte lavinflasjonspolitik på 1980-tallet, men tillot en økning i inflasjonen på slutten av tiåret. Frankrike har siden midten av 1980-tallet holdt fast kurs overfor Tyskland med lav inflasjon til følge.

Skiftet i pengepolitikken var delvis en konsekvens av den teoretiske innsikten om at det ikke er noen sammenheng mellom inflasjon og ledighet på lang sikt, jf avsnitt 3. Viktigere var kanskje den erfaringen at den inflasjonære pengepolitikken som ble ført av de fleste landene på 1970-tallet, tilsynelatende ikke hadde vært i stand til å forhindre at ledigheten økte i USA og Europa.

Som et ledd i lavinflasjonspolitikken har sentralbankene i en rekke land fått større uavhengighet. Visse land har stilt opp eksplisitte inflasjonsmål (blant annet Storbritannia). Andre land har valgt å styre valutakursen slik at store fluktasjoner unngås (landene i det europeiske valuta-samarbeidet). I Europa har kravene til medlemskap av Den europeiske monetære union ført til en strammere økonomisk politikk de siste årene.

¹⁴ Den følgende diskusjonen baserer seg på IMF (1996).

Det er også mulig at myndighetene er blitt mer kompetente i styringen av pengepolitikken. Vanligvis er renten den sentrale operative styringsvariablen, med det mål å holde inflasjonen eller valutakursen stabil. En lang rekke økonomiske variabler overvåkes for å gi myndighetene et dekkende bilde av økonomiens øyeblikkelige tilstand. Disse tiltakene gjør det lettere å fastholde en lav og stabil inflasjon og reduserer derfor inflasjonsforventningene.¹⁵

Den lave inflasjonen i industrilandene er resultatet av lang tid med relativt stram pengepolitikk. I de siste 10-15 årene har regjeringer med forskjellig politisk standpunkt i praksis demonstrert at de tillegger lav inflasjon betydning. Dette kan ha brakt forventningene til den fremtidige inflasjonsutviklingen ned, ettersom publikum vet at målet om lav inflasjon prioriteres høyt av alle politiske partier.

Ledighet

Arbeidsledigheten har en del år vært fallende i blant annet USA og Storbritannia. I disse landene er ledigheten nå nær eller under det som tradisjonelt har blitt oppfattet som det naturlige nivået, hvilket kan føre til inflasjonspress. Omvendt har ledigheten vært økende i de fleste kontinental-europeiske landene, og er i en rekke av disse over det naturlige nivået. I Japan er ledigheten ennå lav etter europeisk målestokk, men den har økt de seneste årene samtidig med at bedriftene ikke har utnyttet sin produksjonskapasitet. Overskuddskapasiteten på arbeidsmarkedet så vel som i økonomien generelt gir et nedadgående press på den japanske inflasjonen.

Naturlig ledighet

Visse industriland har de siste årene gjennomført arbeidsmarkedsreformer som har endret incitamentene for arbeidstakerne. Videre har skatte-reformer i noen tilfeller gjort det mer attraktivt for lavtlønnede å søke jobb i stedet for å være arbeidsløse. Endelig har en rekke land forsterket innsatsen overfor arbeidsløse, blant annet med tilbud om utdanning og jobbtrening. Det er mulig at disse tiltakene har bidratt til å redusere den naturlige ledigheten.

Den potensielle langsiktige produktivite-

veksten kan også ha endret seg. Ny teknologi og bedret organisering, særlig i den viktige service-sektoren, kan ha ført til høyere vekst i den potensielle produksjonen. Investeringene har også økt i en rekke land, og hvis dette fortsetter, kan resultatet bli høyere trendmessig produktiviteitsvekst.

I praksis er det vanskelig å estimere den naturlige ledigheten og den langsiktige produktiviteitsveksten. I USA har det vært en intens debatt om utviklingen i den naturlige ledigheten.¹⁶ Overslag over den naturlige ledigheten i USA ligger i intervallet 4½-6½ prosent, mens estimater av den potensielle veksten ligger i intervallet 2-3 prosent. Reformen på arbeidsmarkedet kan ha redusert den naturlige ledigheten i Storbritannia.¹⁷

Det er ennå ikke mulig å trekke noen konklusjon vedrørende utviklingen i den naturlige ledigheten og den potensielle vekstraten. I USA og Storbritannia er tendensen at overslagene for den naturlige ledigheten minsker, mens dette ikke er tilfellet i Kontinental-Europa.

Importinflasjon

Verdensmarkedsprisene på råvarer og energi (målt i amerikanske dollar) har falt siden 1995. Råvareprisfallet kan til en viss grad tilskrives krisen i Asia, som har ført til mindre etterspørsel etter olje og råvarer i disse landene. For visse varer, blant annet energiprodukter, har tilbudet økt.

Den svakere økonomiske utviklingen fram til 1997 i Japan og en rekke kontinental-europeiske land har ført til høyere ledighet og produksjon under kapasitetsgrensen. Disse landene er betydelige eksportører av industrivarer, og deres «overskuddskapasitet» bevirker at eksporten øker lite i pris. Konsekvensen er at verdensmarkedsprisene på disse landenes industrivarer blir holdt nede.¹⁸

¹⁶ For en omfattende diskusjon av teori og empiri vedrørende den naturlige ledigheten, se temanummeret i *Journal of Economic Perspectives*, bind 11, nr. 1 (vinteren 1997). OECD (1997b), kapittel I, anslår den naturlige ledigheten i USA til rundt 51/2 prosent. Phelps & Zoega (1997) gjør gjeldende at den naturlige ledigheten har falt på grunn av at flere og flere utdanner seg. OECD (1997b), kapittel I, anslår den potensielle vekstraten i USA til i overkant av 2 prosent.

¹⁷ Jf Nixon (1998). De Masi (1997) redegjør for IMF's estimasjon av den potensielle produksjonen i de store industrilandene. Det er liten tendens til økt trendmessig produktivitet.

¹⁸ Dette poenget har vært reist av blant annet Greenspan (1997).

¹⁵ Se IMF (1996) for en nærmere diskusjon av det nye pengepolitiske regime.

Friere handel og større økonomisk integrasjon i Europa så vel som i Nord-Amerika kan ha styrket koblingen mellom verdensmarkedsprisene og de innenlandske prisene. I tillegg har nedbryting av tollbarrierer og harmonisering av internasjonale normer ført til økt internasjonal konkurranse. Konsekvensen er et press nedover på prisene.

Endelig har en rekke land, særlig USA og Storbritannia, opplevd en betydelig appresiering av sine valutaer de siste årene. Dette har ført til lavere importprisstigninger målt i innenlandsk valuta.

Økonomiske sjokk

USA, Europa og i mindre grad Japan har gjennomført strukturelle reformer på vare- og kapitalmarkedene. Markeder er blitt åpnet for innenlandsk så vel som utenlandsk konkurranse. Staseide bedrifter er blitt privatisert særlig innen telekommunikasjon, energi og finansiell service. Reformene kan ha ført til lavere priser på en rekke produkter, og følgelig en midlertidig lavere inflasjon.

Den kraftige finanspolitiske ekspansjonen etter den tyske gjenforeningen bevirket at inflasjonen i Tyskland og andre deler av Europa økte på begynnelsen av 1990-tallet. Den økonomiske politikken er nå strammet inn, og den lavere etterspørselen virker dempende på inflasjonen. De økonomiske innstrammingerne som en del europeiske land har gjennomført for å oppfylle Maastricht-traktatens betingelser for medlemskap i ØMU, har muligens også ført til mindre inflasjonspress.

Industrilandenes lave inflasjon de siste årene kan forklares av følgende faktorer: lave inflasjonsforventninger, høy ledighet i noen land, høy produktivitetsvekst, lave verdensmarkedspriser, appresiering i noen land samt sjokk i økonomiene (mer konkurranse).

Inflasjonsforventningene er lave i alle industriland som følge av en lang periode med moderat inflasjon og regjeringenes prioritering av lav inflasjon. En demping av verdensmarkedsprisene og mer nasjonal og internasjonal konkurranse er også faktorer som påvirker de fleste landene.

Den økonomiske situasjonen i industrilandene varierer imidlertid med hensyn til dels ledighets-

utviklingen, dels valutakursutviklingen. De fleste kontinental-europeiske landene har hatt økende ledighet de siste årene. Samtidig har disse landenes valutaer depresiert i forhold til den amerikanske dollaren og det engelske pundet. Inflasjonspresset i Kontinental-Europa som følge av høyere importpriser motvirkes av den høye ledigheten. I USA og Storbritannia har ledigheten falt, men samtidig har dollaren og pundet appresiert betydelig de siste årene, slik at importinflasjonen har vært lav. Den lave ledigheten gir et visst inflasjonspress, men dette motvirkes av lavere importpriser i disse landene. På denne måten kan den lave inflasjonen i industrilandene i de siste årene sies å være resultatet av «heldige omstendigheter».

Se egen ramme for en kvantitativ analyse av ledighetens og importinflasjonens betydning for den seneste inflasjonsutviklingen i USA og Tyskland.

5. De internasjonale inflasjonsutsiktene

Det nåværende moderate inflasjonsnivået i industrilandene er ikke overraskende, men er resultatet av en bevisst lavinflasjonspolitik der alle industriland igjennom en lengre periode har ført en stram finans- og pengepolitikk. I tillegg er inflasjonen holdt i sjakk av en rekke «heldige omstendigheter»: lav kapasitetsutnyttelse i Japan og Kontinental-Europa, lave verdensmarkedspriser samt appresieringer i USA og Storbritannia.

Inflasjonsutsiktene for de kommende årene er usikre. Forblir inflasjonen stabil? Øker inflasjonen igjen? Eller går industrilandene inn i en periode med negative prisstigninger, dvs deflasjon? Norges Bank anslår at den gjennomsnittlige prisveksten til Norges handelspartnere blir rundt 2 prosent i 1998, mens Det internasjonale valutafondet anslår industrilandenes inflasjon i 1998 til i underkant av 2 prosent.²⁰ Faren for deflasjon så vel som for fornyet inflasjon vurderes således å være minimal.

I 1997 var det i USA en diskusjon om hvorvidt den amerikanske økonomien var i fare for å oppleve deflasjon.²¹ Hvis importprisene fortsatte

²⁰ Norges Bank (1998) samt IMF (1998).

²¹ Denne diskusjonen baserer seg på Norges Bank (1998), s. 41-42, og IMF (1998), kapittel II.

Den seneste inflasjonsutviklingen i USA og Tyskland

Ledigheten i USA falt kontinuerlig i perioden 1992-97 og lå i slutten av perioden under det nivået som vanligvis antas å representere den naturlige ledigheten. Den synkende arbeidsløshet har isolert sett gitt et inflasjonspress, men like fullt har inflasjonen ligget stabilt i underkant av 3 prosent siden 1992, jf figur 9. En vesentlig del av forklaringen på dette tilsynelatende paradoks, er at importinflasjonen i hele perioden har ligget under konsumprisinflasjonen og således har bidratt til å trekke den ned.

For å vurdere den samlede effekten på konsumprisinflasjonen i 1997 av dels den mindre ledigheten, dels de fallende importprisene, er det estimert en kortsiktig forventningsjustert Phillips-kurve. Konsumprisinflasjon er forklart av (et uttrykk for) forventningene, ledigheten samt importinflasjonen. Koeffisienten til ledigheten ble estimert til -0,34, mens koeffisienten til importinflasjonen ble estimert til 0,16.¹⁹

Ledighetsprosenten i 1997 var 0,5 poeng under nivået fra året før, hvilket isolert sett gav 0,17 prosent høyere inflasjon. Importprisinflasjonen falt 1,9 poeng i 1997, hvilket førte til 0,30 prosent lavere inflasjon. Konklusjonen er at i 1997 reduserte de lavere importprisene inflasjonen mer enn den fallende ledigheten økte inflasjonen. Disse beregningene er beheftet med stor usikkerhet, men demonstrerer

importprisenes store betydning for den nåværende lave inflasjonen i USA.

Inflasjonen i Tyskland har falt siden gjenforeningsboomen på begynnelsen av 1990-tallet, se figur 10. Utviklingen i Tyskland har imidlertid vært karakterisert ved en kraftig økende ledighet gjennom perioden. I tillegg har importprisinflasjonen også vært moderat i Tyskland. Det er således ikke vanskelig å forklare den lave inflasjonen i Tyskland; utviklingen i så vel ledigheten som importinflasjonen har gjennom perioden trukket i retning av lavere inflasjon. Først i 1997 har importprisene økt mer enn den innenlandske prisindeksen. Selv hvis den høyere importinflasjonen fortsetter, er høy inflasjon dog ikke sannsynlig så lenge ledigheten er på det nåværende nivået.

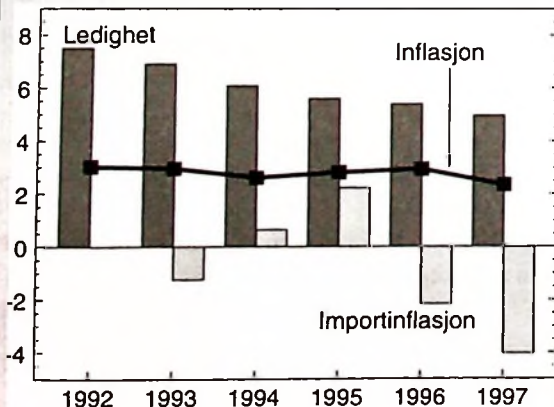
¹⁹ Følgende forventningsjusterte Phillips-kurve for USA ble estimert på årsdata fra IFS og EO for perioden 1961-97 ved hjelp av minste kvadraters metode:

$$\pi = 2,6 + 0,75 \cdot \pi^e - 0,34 \cdot u + 0,16 \cdot \pi^{imp} + \text{restledd},$$

(3,5) (10,6) (-2,4) (7,9)

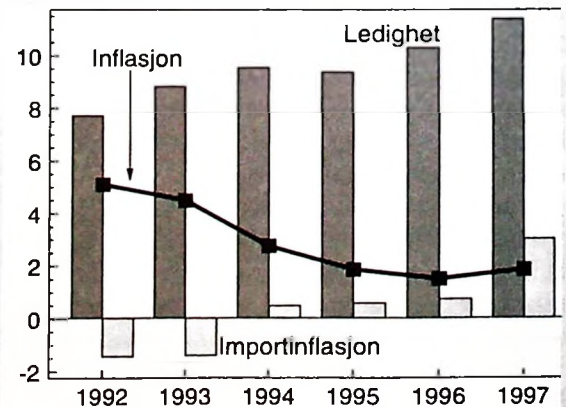
der π er konsumprisinflasjon, π^e er forventet inflasjon tilnærmet ved den ett år laggede inflasjonen, u er ledighetsprosent og π^{imp} er importinflasjon. Tallene i parentes under koeffisientestimatene er t -verdier. $R^2 = 0,91$ og $DW = 1,47$.

Figur 9. Ledighet, importinflasjon og inflasjon i USA, 1992-97



Kilde: IFS og EO

Figur 10. Ledighet, importinflasjon og inflasjon i Tyskland, 1992-97



Kilde: IFS og EO

med å falle og det innenlandske inflasjonspresset i tillegg var minimalt, kunne resultatet bli negativ prisvekst. Faren for dette er liten. Prisene på tjenester (som primært produseres innenlands) fortsetter å øke, samtidig med at importprisene neppe vil fortsette å falle. Videre, hvis det ble overhengende fare for deflasjon, ville en ekspansiv pengepolitikk kunne føre til fornyet prisvekst. Med tilstrekkelig fleksibilitet i pengepolitikken kan deflasjon derfor alltid unngås.

Faren for fornyet inflasjon i blant annet USA er større. De siste årene er det i en rekke land konstatert betydelig «asset price inflation». Prisene på aksjer, fast eiendom og tomter har økt markant i denne tiden. En indeks av amerikanske industriaksjer har for eksempel økt med 29 prosent fra 1996 til 1997 og med 108 prosent fra 1992 til 1997.²² Det er berettiget frykt for at denne høye prisveksten på formueobjekter kan forårsake fornyet konsumprisinflasjon. Formuesøkningen kan tenkes å føre til økt etterspørsel, større produksjon og redusert ledighet. Dette kan via Phillips-kurven gi høyere inflasjon. Mer alvorlig er faren for at påkommende hurtige prisfall på aksjer og andre aktiva vil kunne føre til likviditets- og soliditetsproblemer i den finansielle sektoren. Hvis dette skjer, kan en mer ekspansiv pengepolitikk bli nødvendig for å hindre at finanssektorens problemer sprer seg til resten av økonomien. Dette kan trolig gjøre det vanskeligere å fastholde et lavt og stabilt inflasjonsnivå.²³

Den lave inflasjonen har bidratt til en stabil økonomisk situasjon. Det er viktig å være oppmerksom på at det lave inflasjonsnivået ikke er en selvfølgelighet. Lav inflasjon er i høy grad et resultat av en stram økonomisk politikk. Selv om inflasjonen i de vestlige industrilandene er lav for øyeblikket, bør ikke dette faktum føre til at bestrebelsene på å fastholde et lavt og stabilt inflasjonsnivå slakkes.

Referanser

- Ball, Laurence (1992): «Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?»; *Journal of Monetary Economics*, bind 29, nr. 3.
 Boskin, Michael, Ellen Dulberger, Robert Gordon,

Zvi Griliches & Dale Jorgensen (1997): «The CPI Commission: Findings and Recommendations», *American Economic Review*, bind 87, nr. 2.

De Masi, Paula (1997): «IMF estimates of Potential Output», *Staff Studies for the World Economic Outlook*, kapittel 2.

EO: «Economic Outlook. Statistics on microcomputer diskette», Organisation for Economic Cooperation and Development, no. 63 (juni 1997).

Fischer, Stanley (1981): «Toward an Understanding of the Costs of Inflation II» i Brunner, Karl & Allan H. & Meltzer (eds.): *The Costs and Consequences of Inflation*; Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, bind 15.

Fischer, Stanley & Franco Modigliani (1978): «Toward an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation», *Weltwirtschaftliches Archiv*, bind 114, nr. 4.

Friedman, Milton (1968): «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, bind 58, nr. 1.

Greenspan, Alan (1997): «Monetary Policy Testimony and Report to Congress», 22. juli.

IFS: «International Financial Statistics», International Monetary Fund, mai 1998.

IMF (1996): «The Rise and Fall of Inflation», kapittel 6, *World Economic Outlook*, oktober.

IMF (1998): «World Economic Outlook», april.

Layard, Richard, Stephen Nickell & Richard Jackman (1991): «Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market». Oxford University Press.

Lown, Cara S. & Robert W. Rich (1997): «Is There an Inflation Puzzle?», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, desember.

Lucas, Robert E. (1972): «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, bind 4, nr. 2.

Mankiw, N. Gregory (1994): «Macroeconomics», Worth Publishers.

Mitchell, B. R. (1993): «International Historical Statistics. The Americas 1750- 1988», Stockton Press.

Mork, Knut Anton (1993): «Makroøkonomi», Bedriftsøkonomens Forlag.

Nixon, James (1998): «Has the Bank done enough to contain inflation?», *Economic Outlook*, vol. 22, no. 2, London Business School.

Norges Bank (1998): «Penger og Kreditt», 1998/1.

OECD (1996): «OECD Economic Surveys: United States 1996», OECD.

OECD (1997a): «Synthesis Paper on Shortcomings of the Consumer Price Index Measure of

²² Kilde: IFS.

²³ Dette avsnittet bygger på IMF (1996).

- Inflation for Economic Policy Purposes», *Arbeidsnotat ECO/CPE/WP1(97)12*.
- OECD (1997b): «OECD Economic Surveys: United States 1997», OECD.
- Phelps, Edmund S. (1968): «Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium», *Journal of Political Economy*, bind 76, s. 678-711.
- Phelps, Edmund S. & Zoega, Gylfi (1997): «The Rise and Downward Trend of the Natural Rate», *American Economic Review*, bind 87, nr. 2.

- Phillips, A. W. (1958): «The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of the Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, vol. 25.
- Romer, Paul (1996): «Advanced Macroeconomics», McGraw-Hill.
- Samuelson, Paul & Robert M. Solow (1960): «Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy», *American Economic Review*, bind 50.

FALSKE SEDLER I 1997

Pål Espeli, kontorsjef i Avdeling for kontante betalingsmidler

KRIPOS har de seneste år registrert en sterk økning i antall beslag av falske norske sedler. I 1997 ble det beslaglagt 1702 norske sedler, mot 250 i 1996. Den sterke økningen har sammenheng med utviklingen og den raske spedingen av avansert fargekopieringsutstyr og PC-basert verktøy (scannere).

Beslag av falske sedler er ofte gjenstand for mediens interesse, og det kan registreres en viss smitteeffekt. Det dukker gjerne opp flere beslag etter oppslag i media. Ifølge KRIPOS er svært mange beslag enkeltsedler som er et resultat av eksperimentering på «gutterommet», men man registrerte i fjor flere saker av mer profesjonell karakter, dvs. flere sedler som kan spores tilbake til samme produsent. En stor del av de falske 200-kronesedlene har like nummer og stammer altså fra samme kilde.

Det ble i 1997 også gjort beslag av falske utenlandske sedler. Det som kjennetegner disse beslagene er at det er trykte (offset) sedler og ikke fargekopier.

Selv om det er en sterk økning i antall beslaglagte sedler i Norge, ligger vi på et lavt nivå internasjonalt.

Beskyttelse mot seddelfalsk

Det finnes en rekke sikkerhetslementer i norske sedler som beskytter dem mot forfalskninger. De viktigste for publikum er vannmerke og sikkerhetstråd som fremkommer når sedlene holdes opp mot lyset. Vannmerket tilsvarende portrettet på seddelen, og sikkerhetstråden fremkommer som en mørk strek tvers over seddelen. Norske sedler er trykket på bomullspapir som gir en «knit-

rende» følelse og skiller seddelpapir fra vanlig papir. Kobbertrykket som benyttes gir et høyt relieff som er følbart.

I tillegg er det lagt inn sikkerhetslementer som blant annet fluoriserende trykk og fibre, fargede fibre i papiret, mikrotekst, registermerke, iristrykk, rasterfelle og skjult trykk. En mer detaljert beskrivelse og illustrasjon av disse sikkerhetskriteriene finnes i brosjyrer som Norges Bank har utgitt.

For de nye høyvalørsedlene 500- og 1000-kroneseddel av utgave VII er det planlagt å introdusere nye, lett synlige sikkerhetskriterier som er spesielt rettet mot publikum og som det samtidig er umulig å kopiere på fargekopimaskin eller PC-basert utstyr (scannere).

Beslaglagte norske sedler:

50-kronesedler	26
100-kronesedler	113
200-kronesedler	1126
500-kronesedler	168
1000-kronesedler	269
Totalt	1702

Beslaglagte utenlandske sedler:

20 FRF-seddel	1
100 FRF-seddel	1
1000 SEK-sedler	3
10 GBP-sedler	3
1000 CHF-seddel	1
100 DEM-seddel	1
500 DEM-seddel	1
2000 ESP-sedler	2
10000 ITL-seddel	1
20 USD-sedler	4
50 USD-seddel	1
100 USD-sedler	69
Totalt	88

HØRING OM NYE HANDELSREGLER VED OSLO BØRS

Brev fra Norges Bank til Oslo Børs 6. mars 1998

Oslo Børs har i forbindelse med overgang til nytt elektronisk handelssystem for egenkapitalinstrumenter behov for å tilpasse børsens handelsregler til det nye systemet. Forslaget til nye handelsregler er i stor grad basert på tidligere tildels uskrevne regler.

Nedenfor følger Norges Banks generelle kommentarer til forslaget. Et notat med mer tekniske/detaljerte merknader følger som vedlegg. Notatet er utarbeidet i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer. Norges Bank er innforstått med at en ikke kan unngå at handelsreglene til dels oppleves som kompliserte og vanskelig tilgjengelig for andre enn eksperter. Vi finner det likevel unødig kompliserende at regel-forslaget er skrevet med betydelig innslag av engelske gloser og engelsk skrivemåte. Dette virker fremmedgjørende og vil bidra til økt distanse mellom samfunnet og børsens virksomhet. Forslaget bør derfor gjennomgå en full språk-vask før det vedtas.

Det nye handelssystemet og handelsreglene åpner for en mer effektiv omsetning ved Oslo Børs. Børsens medlemmer vil blant annet kunne handle egenkapitalinstrumenter uten å være fysisk tilstede på børsen. Dette innebærer at det åpnes opp for en videre krets av børsmedlemmer, med dertil forventet økt likviditet på markedsplassen, økt konkurranse blant aktørene og sannsynligvis lavere kostnader for investorer og utstedere. Utenlandske verdipapirforetak vil i et slikt system kunne handle norske egenkapitalinstrumenter i Oslo Børs' handelssystem fra sitt hjemland.

Norges Bank er positiv til en utvikling som åpner for større konkurranse og effektivitet i verdipapirhandelen. Elektroniske handelssystemer og utvidede muligheter for børsmedlemskap over landegrensene er etter vårt syn viktige steg i en slik utvikling. For å overleve i den økte internasjonale konkurransen er det nødvendig at den norske markedsplassen fremstår som attraktiv, likvid og velfungerende med lave kostnader. Det forutsetter effektive og fleksible teknologiske løsninger i hele verdipapirkjeden.

En må regne med at innføringen av automatiserte markedsplasser/handelssystemer på lengre

sikt vil presse kurtasjesatsene og svekke meglerleddets privilegerte inntjeningsposisjon. I Sverige er også spørsmålet om børsmedlemskap for institusjonelle investorer reist og foreslått av Finansdepartementet. En tilsvarende vurdering bør foretas også for den norske markedsplassen. Kurtasjeinntektene som tilkommer meglerapparatet utgjør i dag betydelige beløp, og det tilsier at potensialet for billigere tjenester for både investorer og utstedere, er stort.

Oslo Børs vektlegger innledningsvis at reglene skal oppfattes som rettferdige både for verdipapirforetak og investorer, ved at alle aktører gis samtidig tilgang til relevant ordreinformasjon, også kurser og volum i ordreboka. Norges Bank er enig i at samtidig tilgang til kursrelevant informasjon for alle brukergrupper er viktig for at reglene skal oppleves som rettferdige, og det er også viktig fordi slik informasjonsgivning fremmer effektiviteten i markedet. Informasjonsadgangen, slik den framkommer i det konkrete forslaget til handelsregler, ivaretar imidlertid ikke fullt ut disse hensyn.

I sesjonen før børs er det kun børsmedlemmene som har tilgang til informasjon fra ordreboka. I sesjonen kontinuerlig omsetning er informasjonen til andre enn børsmedlemmer (punktene 3.3.1 og 17.2) begrenset til akkumulert volum for de fem beste kjøps- og salgsnivåene som er registrert for hvert egenkapitalinstrument. Børsmedlemmene synes å ha full tilgang til hele ordreboka også i denne sesjonen. Alle brukergrupper bør etter vårt syn ha lik tilgang på informasjon, særlig i sesjonen for kontinuerlig omsetning. Norges Bank savner en mer inngående begrunnelse for hvorfor det er praktisk vanskelig å vise flere enn de fem beste kjøps- og salgsordrene. Hvis full tilgang til ordreboka for alle brukere byr på tekniske vanskeligheter, bør det likevel vurderes om de fem beste kjøps- og salgsnivåene gir et tilstrekkelig innblikk i ordrebokas dybde. Vi vil understreke at full tilgang for alle er idealet og dette bør tilbys dem som er villig til å dekke kostnadene ved samme type oppkobling som børsmedlemmene. Man kan heller ikke se bort i fra at slike tilknytninger kan gi børsen nyttige erfaringer når/hvis det åpnes for medlemskap for institusjonelle investorer.

Forslaget til handelsregler innebærer dessuten at identiteten til børsmedlemmene bak hver ordre framkommer i ordreboka for de andre børsmedlemmene, mens den er skjult for andre brukere. Denne informasjonen bør etter vårt syn være skjult for alle, også for børsens medlemmer. Anonymitet i handelen er, spesielt fra investortilhold, i flere ulike undersøkelser framhevet som et meget viktig kriterium ved et handelssystem. Større investorer vil lettere kunne identifiseres i et system uten anonymitet, og dette øker sannsynligheten for at markedet posisjonerer seg for å dra fordel av en aktørs antatte handelsstrategi. Anonymitet i forhold til meglerfunksjonen er også, ved siden av de direkte handelskostnadene, en viktig årsak til den økende utbredelsen av handelssystemer hvor større investorer deltar direkte.

I beskrivelsen av endringene i handelsreglene framkommer det at børsmedlemmene ved handel utenfor handelssystemet må avtale handler til en kurs som er mellom beste kjøps- og salgskurs. Dette synes ved en nærmere gjennomgang relatert til forslaget punkt 8.2.1 om offisiell omsetning og punkt 8.2.2 om uoffisiell omsetning. Bestemmelsene kan oppfattes slik at Oslo Børs søker å begrense børsmedlemmenes avtalefrihet for handler som gjøres utenfor børsens handelssystem. Disse bestemmelsene vil trolig stimulere til at en større andel av ordrene kanaliseres til ordreboka, med de fordeler dette medfører for en mer effektiv prising. Det kan tilsynelatende også være fordelaktig, særlig for mindre investorer, at det eksisterer regler for prissettingen i handelen utenom børs.

Det er imidlertid etter vårt syn også viktig å legge vekt på at de foreslåtte registreringsreglene kan være uheldige for konkurransen i verdipapirmarkedet, og således på lengre sikt være til ulempe for børsens kunder. Verdipapirfore-

takene er underlagt reglene om god forretnings-skikk i verdipapirhandelloven (§9-2), og disse reglene er etter vårt syn tilstrekkelige til å sikre investorenes interesser. Et lignende forhold eksisterte forøvrig i den gamle børsforskriftens §11, 11. ledd som sa at børsmedlemmer ikke kunne stille kurser på andre informasjonssystemer som avvek fra kursene som ble stilt på Oslo Børs. Denne bestemmelsen ble fjernet med innføringen av nåværende børsforskrift, i den hensikt at annen uavhengig skjermbasert kursinformasjon ikke ble utestengt som følge av regel- og forskriftsverket. Eventuelle begrensninger som legges på børsmedlemmenes handel utenom handelssystemet bør vurderes å gjelde midlertidig inntil systemet med automatisk ordrebok er etablert i markedet.

I handelsreglenes punkt 12.1 og 12.2 åpnes det for at Oslo Børs kan iverksette særskilte regler som gir automatisk børspause i egenkapitalinstrumenter ved henholdsvis børsmeldinger og kursbevegelser utover en fastsatt prosent fra referansekursen. Punkt 12.3 åpner i tillegg for at Oslo Børs i særskilte tilfelle kan beslutte at det innføres børspause for et eller flere egenkapitalinstrumenter. Norges Bank savner en nærmere utredning av fordeler og ulemper med et system med automatiske børspauser ved børsmeldinger og store kursendringer i enkeltpapirer. Verken aksjebørsene i Stockholm eller London har en slik ordning. Inntil videre ser vi det som tilstrekkelig at det foreligger en unntaksbestemmelse som gjør at Oslo Børs ved ekstraordinære situasjoner kan innføre ulike begrensninger i handelen. Punkt 12.3 i forslaget synes å være tilstrekkelig i så måte.

Med hilsen

Kjell Storvik

Sindre Weme

HØRINGSUTTALELSE - RAPPORT FRA KREDITTLILSYNET OM HENSIKTMESSIGHETEN AV ET SKJERPET KJERNEKAPITALKRAV FOR FINANSINSTITUSJONER

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 1. april 1998

Generelle vurderinger

Norges Bank vil innledningsvis henvise til Finansdepartementets brev av 18.2.98 til høringsinstansene hvor det gjengis et sitat fra St.prp.nr.1, tillegg nr 3 (1997-98). Det heter her følgende:

«Veksten i husholdningenes og foretakenes lån er nå høyere enn noen gang siden 1988. Regjeringen er bekymret for den sterke kredittveksten og vil følge utviklingen nøye. Høy kredittvekst kan bidra til for sterk innenlandsk etterspørsel etter varer og tjenester og kan svekke finansinstitusjonenes langsiktige soliditet. Det er derfor viktig at tilsynsmyndighetene arbeider for å bedre standarden på finansinstitusjonenes rutiner for kredittvurdering. Finansdepartementet vil be Kredittilsynet vurdere om et skjerpet krav til kjernekapital kan være et hensiktsmessig tiltak for å styrke finansinstitusjonenes soliditet.»

Norges Bank vil understreke at den samlede kredittutvikling i første rekke må påvirkes fra etterspørselsiden gjennom finanspolitikk, penge- og valutapolitikk, som påvirker renten, og skatteregler. Tiltak som kan dempe etterspørselen kan i dagens situasjon også bidra til å styrke finansinstitusjonenes soliditet.

Kapitaldekningsreglene er motivert utifra hensynet til finansinstitusjonenes soliditet og høyere kapitalkrav kan ikke være et virkemiddel til erstatning for manglende innstramninger i den generelle økonomiske politikken. Kredittilsynet uttaler om dette i den rapport som er forelagt for høringsinstansene:

«Myndighetenes påvirkning av den økonomiske utvikling skjer i første rekke gjennom finanspolitikken og ved den rentedannelse som følger av penge- og valutapolitikken. Rentnivået har stor direkte virkning på kredittetterspørselen. Også skattesatsene for fradrag for renteutgifter ved inntektsbeskatningen og reglene for taksering av boliger og andre eiendommer for skatteformål, samt kapitalbeskat-

ningsreglene mer generelt må antas å påvirke kredittetterspørselen.»

Norges Bank slutter seg til dette.

Det fremgår av Kredittilsynets rapport at bankene i de siste årene har hatt en sterk utlånsvekst. Utlånsveksten til foretak var i 1997 markert høyere enn veksten i utlån til husholdningene for begge bankgruppene.

Norges Bank vil understreke at den kraftige kredittveksten representerer en betydelig utfordring på flere områder. Det er spesielt tre forhold det er grunn til å fokusere på:

- Den sterke utlånsveksten har ført til en viss svekkelse av bankenes soliditet.
- En betydelig del av utlånsveksten har bankene finansiert ved kortsiktig opplåning i utlandet.
- Økt opplåning i husholdnings- og foretakssektoren øker isolert sett gjeldsbelastningen og kravene til gjeldsbetjeningsevne.

Bankenes balanser ved utgangen av 1997 vise at den kraftige utlånsveksten har resultert i et visst fall i kapitaldekningen på morbanknivå. Inntjeningen har ikke vært god nok til å kompensere for den sterke utlånsveksten. Gjennomsnittlig kapitaldekning i bankene er fortsatt god. Etter Norges Banks oppfatning må kravene til kapitaldekning imidlertid vurderes ut fra den risiko bankene står overfor, og det kan her være variasjoner bankene imellom. Dersom utlånsveksten fra bankene opprettholdes på et høyt nivå, vil blant annet en del sentrale institusjoner på noe lenger sikt ha behov for å styrke sin kjernekapital.

Bankenes resultater har den senere tid vært tilfredsstillende og i perioder gode. Korrigeres resultatene for det en kan betrakte som et normalt nivå på tapene og for skatt, kan ikke den gjennomsnittlige inntjeningen betegnes som tilfredsstillende. I dagens situasjon kunne en tenke seg at bankene i større grad forsøkte å øke inntjeningen gjennom riktigere prising av risiko. En

slik strategi ville imidlertid kunne føre til tap av markedsandeler. Så langt synes det som om hensynet til opprettholdelse av markedsandeler har veiet tyngst. Fortsatt sterk konkurranse og en forventet normalisering av tapene bidrar til at bankenes driftsresultater trolig vil svekkes ytterligere fremover. Mulighetene til å opprettholde kapitaldekningen gjennom økt inntjening med fortsatt sterk vekst i utlånene vil i så fall være begrenset.

Norges Bank vil understreke betydningen av at den enkelte bank har en forsvarlig kapitaldekning ut fra de risiki den står overfor. En finansinstitusjons reelle evne til å stå i mot tap uten at driften opphører, vil være sterkt avhengig av sammensetningen av den ansvarlige kapitalen. Kredittilsynet uttaler:

«Kredittilsynet understreker betydningen av en høy kvalitet på egenkapitalen og at det i kjernekapitalen bare må aksepteres finansielle instrumenter eller ordninger som fullt ut er en reell reserve dersom det blir en vanskelig økonomisk situasjon for institusjonen.»

Norges Bank slutter seg til dette. Norges Bank slutter seg videre til Kredittilsynets syn om at finansinstitusjonene bør ha en kapitaldekning som overstiger minstekravet med god margin. Kredittilsynet uttaler om dette:

« Når det gjelder soliditet målt ved kapitaldekningen, er det viktig å ha klart for seg at det er ansvarlig kapital utover minstekravet som sier noe om finansinstitusjonens evne til å bære ikke forventede tap på utlån. Det er også bare kapital utover minstekravet som ivaretar hensynet til systemets funksjonsdyktighet. Dersom marginen ned til minstekravet blir for liten, øker risikoen for offentlige inngrep og det kan oppstå hyppigere finanskriser. Settes krav til kjernekapital høyere enn den internasjonale normen, kan norske banker p.g.a. konkurransesituasjonen komme til å tilpasse seg med en lavere margin i forhold til minstekravet enn i dag. Resultatet av et økt minstekrav vil da kunne bli hyppigere offentlige inngrep og kriselignende situasjoner.»

Dagens regelverk for finansinstitusjonenes kapitaldekning bygger på internasjonale minstekrav, og er begrunnet ut fra hensynet til institusjonenes soliditet og stabiliteten i det finansielle system. Etter Norges Banks syn bør en eventuell

skjerping av kravene til ansvarlig kapital begrunnes i soliditetshensyn.

Regelverket for kapitaldekning bør være preget av stabilitet og forutsigbarhet og på linje med det som gjelder i andre EØS-land

Norges Bank slutter seg til Kredittilsynets syn om at regelverket for kapitaldekningen i finansinstitusjonene bør være preget av stabilitet og forutsigbarhet og være på linje med det som gjelder i andre land, særlig landene i EØS-området. Dagens regler ble utarbeidet i BIS-regi av en bredt internasjonalt sammensatt arbeidsgruppe og er senere nedfelt i EUs kapitaldekningsdirektiv. Norges Bank vil for øvrig bemerke at strengere norske regler enn det som gjelder i øvrige land innenfor EØS-området vil virke konkurransevridende til ugunst for norske finansinstitusjoner. Dette vil være særlig uheldig i en situasjon der flere faktorer bidrar til økende konkurranse fra utlandet, blant annet innføringen av ØMU/euro. Tilmærmet like konkurransevilkår er etter Norges Banks syn en viktig forutsetning for at norske finansinstitusjoner skal kunne oppnå en tilfredsstillende inntjening, noe som er en forutsetning for tilfredsstillende soliditet på sikt.

Kredittilsynet har kommet til at det ikke er grunnlag for å anbefale en generell heving av minstekravet til kjernekapital fra f.eks 4 til 6 prosent og peker på at dette vil ha en klar negativ konkurransemessig effekt for norsk finansnæring og redusere deres kapasitet og kompetanse til å yte lån til små og mellomstore bedrifter i alle deler av landet.

Norges Bank slutter seg til Kredittilsynets vurderinger.

Forslag om å øke risikovektene for boliglån innenfor 60 til 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag

Risikovektene i kapitaldekningsreglene er en viktig del av et større rammeverk som skal sikre at finansinstitusjonenes soliditet er tilstrekkelig til å tåle negativ inntjening i forskjellige konjunkturfaser. Erfaringene fra bankkrisen viser at hovedtyngden av tapene var knyttet til utlån til foretaksektoren, hvor bl.a. nyetablerte foretak var betydelig mer tapsutsatt enn mer etablerte bedrifter. Tapene varierte også i betydelig grad mellom de ulike bransjene.

For boliglån er vektklassene 50 eller 100%, avhengig av om boliglånet er sikret innen- eller utenfor 80% av forsvarlig verdigrunnlag. Kredittilsynet anbefaler å skjerpe kravene ved at grensen for halv kapitaldekning for boliglån med særlig god sikkerhet senkes fra 80 til 60 prosent av antatt verdi. Det er Kredittilsynets oppfatning at en slik innskjerping eventuelt bør gjelde inntil boligprisstigningen igjen er kommet ned på eller under nivået for den alminnelige prisstigning i samfunnet. Etter Kredittilsynets vurdering vil tiltaket redusere risikoen i bankenes kredittgivning og ha en viss positiv effekt på bankenes soliditet, samtidig som det i noen grad kan bidra til lavere kredittvekst og redusere boligprisøkningen.

Som nevnt mener Norges Bank at høyere kapitalkrav ikke bør brukes som et virkemiddel til erstatning for manglende innstramming i den økonomiske politikken. Dersom en øker risikovektene for boliglån som foreslått, vil den del av boliglånene som er sikret med pant innenfor 60 til 80 prosent av forsvarlig verdi måtte prises noe høyere enn i dag. Legger en Kredittilsynets forutsetninger til grunn vil slike boliglån få en renteøkning på ca 0,3 prosentenheter. Det vil med andre ord være tale om en marginal prisøkning som vil ha liten innvirkning på etterspørselen etter boliglån. Tiltaket vil dessuten føre til økning i beregningsgrunnlaget og redusert kapitaldekning. Vi legger til grunn at det vil føre til en begrenset svekkelse av kapitaldekningen. Trolig vil svekkelsen av kapitaldekningen bli størst for sparebankene som har vesentlig større portefølje av boliglån enn forretningsbankene. Tiltaket vil således føre til at bankene vil få redusert overdekningen av kjernekapital og annen ansvarlig kapital i forhold til lovens minstekrav. Gitt at bankene vil ønske å ha en viss buffer i forhold til minstekravet, vil tiltaket kunne bidra til å bremse utlånsveksten i de bankene med relativt svakest kapitaldekning. Virkningen på den samlede kreditttilførsel er imidlertid mer usikker og antakelig liten.

Erfaringene fra bankkrisen viste at bankene fikk relativt lave tap på utlån til personmarkedet. Etter Norges Bank's vurdering vil tapssansynligheten knyttet til utlån med sikkerhet i bolig på mellom 60 og 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag være relativt begrenset sett i forhold til andre former for utlån.

Norges Bank finner også grunn til å fremheve

at gjeldsbetjeningsevnen blant husholdningene er betydelig bedret de senere år som følge av nedgang i rentenivå, økt inntekt og lavere arbeidsledighet. Husholdningenes økonomi synes å være robust, og med dagens gjeldsnivå er det mye som tyder på at husholdningene vil kunne tåle en betydelig økning i rentenivå før det igjen resulterer i et betydelig omfang av mislighold av boliglån. Man skal imidlertid ikke se bort fra at enkelte grupper med høy gjeldsgrad vil være utsatt. Særlig ved en økning i omfanget av arbeidsledigheten vil bankene kunne oppleve en tiltakende økning i tilstrømning av nytt mislighold.

Ut fra hensynet til norske finansinstitusjoners konkurransevne, mener Norges Bank at en bør være tilbakeholdne med å gjøre særnorske tilpasninger i et helhetlig internasjonalt regelverk. I den grad en finner grunnlag for å gjennomføre slike endringer, bør dette være begrunnet med særnorske risikoforhold. Vi finner ikke at behovet for det foreslåtte tiltaket i tilstrekkelig grad er dokumentert. Skulle en først gjennomføre særnorske tilstramminger i kapitalkravet for enkelte utlånsformer, synes andre utlån enn nevnte boliglån vel så aktuelle. På denne bakgrunn finner Norges Bank ikke å kunne gi sin tilslutning til Kredittilsynets forslag om å øke risikovektene for boliglån sikret med pant innenfor 60 til 80 prosent av forsvarlig verdigrunnlag.

Kvaliteten på den ansvarlige kapital

Norges Bank er enig med Kredittilsynet i at ekspansjonen i bankene bør skje med grunnlag i ansvarlig kapital med god kvalitet. Kredittilsynet peker på at tidsbegrenset ansvarlig kapital har en del svake egenskaper som ansvarlig kapital. Dette kan tilsi at myndighetene bør legge seg på en restriktiv praksis ved godkjenning av opptak av tidsbegrenset ansvarlig lånekapital. Norges Bank slutter seg til dette synet. Kredittilsynet foreslår at godkjenning av ny tidsbegrenset ansvarlig kapital normalt ikke bør gis dersom kjernekapitalandelen er lavere enn 7 prosent. En slik praksis antas å føre til at bankene over tid vil sikte mot en kjernekapitalandel opp mot dette nivået for å kunne innfri kapitaldekningskravet på 8 prosent med en viss margin, og å være i posisjon til å kunne refinansiere tidsbegrenset ansvarlig kapital etter hvert som den forfaller. Norges Bank er enig i at kjernekapitalen bør

være større enn lovens minstekrav slik at institusjonene har en buffer til å stå imot ikke forventede tap. Dersom marginen ned til minstekravet blir for liten, øker risikoen for offentlige inngrep. Hva som må anses å være forsvarlig buffer vil imidlertid avhenge av institusjonens risikoprofil. Norges Bank mener derfor at krav til kjernekapitaldekning for å kunne ta opp tidsbegrenset ansvarlig kapital må sees i forhold til situasjonen i den enkelte institusjon. Et generelt krav om en kjernekapitaldekning på minimum 7% ved opp-tak av ny tidsbegrenset ansvarlig kapital kan være et for strengt krav for institusjoner med lav risikoprofil. Norges Bank mener på denne bakgrunn at det er hensiktsmessig å praktisere kravet på en fleksibel måte vurdert ut fra situasjonen i den enkelte institusjon.

Ny lovhjemmel til Kredittilsynet

I tilrådingens pkt. 6 foreslås at det bør innføres en lovhjemmel slik at Kredittilsynet skal kunne stille vilkår knyttet til begrenset utlånsvekst, styrket egenkapital og begrenset utbytte dersom utlånsveksten truer med å bringe kjernekapitalen ned under et nivå på f.eks. 6,5 eller 7 prosent. Videre mener Kredittilsynet at det bør kunne være aktuelt å gi banker som ikke makter å treffe de nødvendige tiltak for å oppfylle en kjernekapitaldekning på 5 prosent pålegg om tiltak som kapitalutvidelse, fusjon og bytte av administrerende direktør og styre. I punkt 7 foreslås at Kredittilsynet gis adgang til å gi pålegg om en kjernekapital som gir en rimelig buffer i forhold til gjeldende minstekrav, f.eks slik at kjernekapitalen holdes på minst 5 prosent med mindre institusjonen kan dokumentere at risikoen ved utlånsvirksomheten er lav og godt kontrollert.

Norges Bank vil peke på at gjeldende kreditttilsynslov gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge enkeltinstitusjoner å ha høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav. Etter Norges Bank syn bør et slikt pålegg være fundert i en vurdering av institusjonens faktiske risikoprofil, herunder operasjonell risiko og markeds-, likviditets- og kredittrisiko, samt institusjonens forventede økonomiske utvikling.

Banksikringsloven gir også Kredittilsynet hjemmel til å iverksette tiltak. Dersom en institusjon ikke vil kunne oppfylle minstekravene til ansvarlig kapital eller det er inntrådt forhold som kan medføre alvorlig tillitssvikt eller tap som

vesentlig vil svekke eller true soliditeten, plikter institusjonen (iht Banksikringslovens § 3-1) ved styret eller daglig leder å gi melding til Kredittilsynet om situasjonen. Meldingen skal inneholde opplysninger om institusjonens likviditets- og kapitalstatus, og gjøre rede for grunnen til vanskelighetene. Når Kredittilsynet har mottatt melding skal Kredittilsynet i samråd med institusjonen klarlegge hvilke tiltak som er nødvendige. Blir slike tiltak ikke satt iverk av institusjonen selv, kan Kredittilsynet innkalle generalforsamlingen, gi pålegg om endring av sammensetningen av styrende organer, kreve utarbeidet et revidert statusoppgjør og fastsette vilkår eller retningslinjer som anses nødvendige for å sikre at den videre virksomhet blir drevet på en betryggende økonomisk og for øvrig forsvarlig måte. Hvis det under nevnte situasjoner ikke lar seg gjøre å oppkapitalisere institusjonen slik at den oppfyller minstekravene til soliditet eller innfusjonere den med en annen finansinstitusjon, vil avvikling eller offentlig administrasjon være neste skritt.

Norges Bank slutter seg til at Kredittilsynet bør få utvidede muligheter til å iverksette tiltak før institusjonens kapitaldekning har kommet under minstekravet, når Kredittilsynet har grunn til å tro at institusjonens framtidige soliditet er truet. Dette vil gi Kredittilsynet utvidede muligheter til etter individuelle vurderinger å iverksette tiltak som vil kunne settes inn på et tidligere tidspunkt, enn det som vil være tilfellet etter dagens regler om meldeplikt for institusjonene, og således bidra til å forhindre at enkeltinstitusjoner blir rammet av kriser.

Slik Kredittilsynets tilråkning på disse punktene er formulert kan de imidlertid virke mer som generelle regler enn en åpning for en bedre mulighet for individuelle tiltak. Det kan da være fare for at det legges opp til en praktisering av et regelverk med inngrep overfor enkeltinstitusjoner basert i høy grad på automatikk ved at institusjonen passerer generelle grenser for kapitaldekning.

Risikoprofilen vil kunne variere sterkt mellom enkeltinstitusjoner. For eksempel kan en institusjon som hovedsakelig har plassert sine utlån til husholdninger med betryggende sikkerhet i bolig, kunne ha en forsvarlig kapitaldekning med en kjernekapitaldekning ned mot 5%. Dersom det legges opp til stor grad av automatikk i pålegg av tiltak, vil dette kunne være urimelig

overfor enkeltinstitusjoner med en lav risikoprofil. En slik praktisering kan da reelt sett langt på vei få samme virkning som en generell heving av minstekravet til kjernekapital. Norges Bank legger til grunn at de utvidede hjemlene praktiseres på bakgrunn av en individuell vurdering av situasjonen i den enkelte institusjon, og at det iverksettes tiltak når Kredittilsynet har grunn til å tro at institusjonens framtidige soliditet er truet.

Utredning av en ordning med tilleggsavsetninger

Kredittilsynet foreslår også å utrede en ordning med tilleggsavsetninger i finansinstitusjoner for

frivillig eller pliktig avsetning til fond som kan dekke uforutsette tap som kan oppstå og som ikke kan anses påregnelige etter tapsforskriften. Norges Bank vil gi sin støtte til at det nedsettes et utvalg til å utrede en slik ordning, men vil uttrykke skepsis til at slike avsetninger skal gi skattefritak. Innrømmelse av skattefritak ville være i strid med de prinsipper som ligger til grunn for skattereformen av 1992. En slik utredning bør sees i sammenheng med regelverket for tapsavsetninger.

Med hilsen

Kjell Storvik

Harald Karlsen

KONSEKVENSER FOR FORVALTNINGEN AV PETROLEUMSFONDET AV Å INNFØRE SPESIELLE ETISKE RETNINGSLINJER

Norges Banks brev til Finansdepartementet 22. april 1998

1 Innledning

Regjeringen varslet i november i fjor at den ønsket retningslinjer for Petroleumsfondet som hadde sterkere fokus på miljø og menneskerettigheter.¹ I pressemeldingen heter det blant annet: «I den gjennomgangen Regjeringa skal gjere må ein sjå korleis ein kan ta omsyn til menneskerettar og miljø. Regjeringa vil kome tilbake til Stortinget i løpet av våren med spørsmålet om supplering av retningslinjene for plassering av Petroleumsfondet». Norges Bank er gjort kjent med at Regjeringen i Revidert nasjonalbudsjett 1998 vil drøfte retningslinjer for Petroleumsfondet som tar hensyn til miljø og menneskerettigheter.

I forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank av 17. februar 1998

hjemles rutinene for endringer i retningslinjen for Petroleumsfondet. I avsnitt 3.1 i denne avtalen sies det at: «Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen». På denne bakgrunn vil Norges Bank i dette brevet drøfte hvordan retningslinjer med sterkere vekt på miljø og menneskerettigheter kan påvirke forvaltningen av fondet. I brevet fokuseres det på konsekvensene for den operative forvaltningen av fondet siden dette er Norges Banks ansvarsområde. Med et slikt fokus har det ikke vært naturlig for Norges Bank å gi en samlet oversikt over virkningene av å innføre retningslinjer for Petroleumsfondet med sterkere vekt på miljø og menneskerettigheter. En har derfor ikke gjennomført noen omfattende diskusjon av de praktiske problemer knyttet til å utforme et entydig og konsistent regelverk. En har heller ikke drøftet spørsmålet om hvilken effekt slike retningslinjer vil ha på de mål som de politiske myndigheter søker å oppnå med hensyn til miljø

¹ Pressemelding fra Finansdepartementet: «Petroleumsfondet – auka fokus på miljø og menneskerettar» (24. november 1997)

og menneskerettigheter.

I det følgende brukes spesielle etiske retningslinjer som en fellesbetegnelse for retningslinjer som tar hensyn til miljø, menneskerettigheter eller andre forhold av etisk eller sosial karakter utover det som følger av nasjonalt og internasjonalt lovverk på disse områder som selskapene vil være bundet av. Norges Banks undersøkelser av hvordan andre forvaltere implementerer etiske retningslinjer viser at det hovedsakelig er tre alternativer som synes aktuelle for å hensynta spesielle forhold av etisk karakter:

- i) Etablere et sett etiske kriterier som så brukes til å velge ut hvilke bedrifter fondet kan investere i.
- ii) Investere i aksjefond som har godt dokumenterte etiske retningslinjer for sin investeringsstrategi.
- iii) Søke å påvirke bedriftene til å vektlegge spesielle etiske forhold gjennom å bruke stemmerettighetene aksjene gir, men uten å begrense fondets investeringsunivers.

Konsekvensene for forvaltningen av Petroleumsfondet avhenger naturlig nok av såvel det underliggende siktemål med eventuelle spesielle etiske retningslinjer som hvordan retningslinjene konkret utformes. Under forutsetning av at de underliggende politiske hensyn kan ivaretas, må det være ønskelig at konkrete retningslinjer utformes slik at de muliggjør en kostnadseffektiv kapitalforvaltning under betryggende kontroll- og resultatmåling.

Det er viktig at endringer i retningslinjene for Petroleumsfondet ikke foretas for ofte. Det skyldes blant annet at fondet er såpass stort at det å gjennomføre selv små endringer i retningslinjene vil kunne føre til betydelige transaksjonskostnader. Etter Norges Banks vurdering vil dette behovet for stabilitet og langsiktighet også gjelde eventuelle spesielle etiske retningslinjer.

Nye retningslinjer bør etter Norges Banks vurdering ikke komme ved den klare ansvarsfordelingen som er etablert mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forvaltningen av Petroleumsfondet. Norges Bank legger til grunn at det er de politiske myndigheter som må definere formålet med forvaltningen av fondet og en investeringsstrategi som er konsistent med dette. Ifølge lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 er dette ansvaret delegert til Finansde-

partementet. Siden etiske retningslinjer vil være et spørsmål om hvilke formål en ønsker fondet skal ha, må det være Finansdepartementets ansvar å definere slike retningslinjer. Departementet må også ta ansvar for å utforme en investeringsstrategi som er konsistent med de etiske retningslinjene. Norges Banks rolle er å utføre den operative forvaltningen gitt en klart definert strategi. Dette utdypes nedenfor.

2 Ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet har vært å oppnå en høyest mulig finansiell avkastning (målt i utenlandsk valuta) gitt visse begrensninger på risikotaking. Med utgangspunkt i dette formålet har Finansdepartementet fastsatt fondets retningslinjer og fondets referanseportefølje. Retningslinjene bestemmer fondets investeringsunivers ved å angi hvilke land fondet kan investeres i og hvilke typer verdipapirer som kan kjøpes i hvert enkelt land. Referanseporteføljen viser den plassering av fondet innenfor investeringsuniverset som danner utgangspunktet for resultatmålingen. Den avkastning Norges Bank faktisk oppnår vil bli vurdert mot avkastningen på referanseporteføljen. Denne porteføljen angir hvor store andeler som bør plasseres i de enkelte land og hvordan fordelingen bør være på verdipapirer innenfor hvert land.

Finansdepartementet setter også en maksimumsgrense for hvor store avvik fra referanseporteføljen som tillates. Men innenfor denne grensen er det Norges Banks ansvar å bestemme hvilke typer avvik en ønsker å ha og hvor store de skal være. Avvikene fra referanseporteføljen kan være motivert ut fra ønsket om å skaffe en meravkastning i forhold til referanseporteføljen eller ut fra hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning. Disse avvikene er utelukkende basert på forvaltningsfaglige vurderinger. Konsekvensene av de avvikene Norges Bank har gjort fra fondets referanseportefølje kan måles ved å sammenlikne avkastningen på referanseporteføljen med avkastningen på fondet. Dette gir Norges Bank et klart definert resultatansvar og gjør det mulig for oppdragsgiver og omverdenen å evaluere den forvaltningen banken gjør. Åpenhet om resultatene er viktig for tilliten til forvaltningen av Petroleumsfondet.

Denne forvaltningsmodellen innebærer en klar ansvarsdeling mellom Finansdepartementet som eier og Norges Bank som forvalter. Det er viktig at eventuelle etiske retningslinjer ikke utformes slik at forvaltningen bryter med denne modellen. Siden spesielle etiske retningslinjer for Petroleumsfondet vil være uttrykk for politiske vurderinger og avveininger, må utformingen av slike retningslinjer være politiske myndigheters ansvar. Det innebærer blant annet at Finansdepartementet må definere et investeringsunivers og en referanseportefølje for fondet, eller eventuelt et veldefinert handlingsmønster for fondet når det gjelder å utøve stemmerett overfor selskaper det har eierinteresser i, som er konsistent med de etiske retningslinjene. Ansvar for de etiske vurderingene kan ikke overlates til Norges Bank. Norges Bank har ingen kompetanse til å foreta avveininger av denne karakter. I tillegg ville da avvik fra referanseporteføljen kunne skyldes både forvaltningsfaglige vurderinger (kostnader, avkastning) og etiske prioriteringer. Siden en ikke ville kunne skille ut virkningene av de etiske prioriteringene for fondets avkastning, ville en heller ikke kunne vurdere konsekvensene av de forvaltningsfaglige beslutninger Norges Bank gjør.

I forvaltningen av Petroleumsfondet er det derfor nødvendig med såvel et presist definert investeringsunivers som en referanseportefølje for fondet og et entydig resultatansvar for Norges Bank. Disse forholdene vil følgelig stå sentralt i drøftingen av mulig innføring av spesielle etiske retningslinjer. I tillegg vil det bli lagt vekt på hvordan slike retningslinjer påvirker forvaltningskostnader, finansiell avkastning og risikokontroll. De ulike konsekvensene for forvaltningen av Petroleumsfondet drøftes for hver av de tre alternative måtene å innføre etiske retningslinjer på (velge ut bedrifter etter etiske kriterier, investere i aksjefond med etiske retningslinjer og bruk av stemmerettigheter).

3 Velge ut bedrifter etter etiske kriterier

Utvelgelsen av de bedriftene som skal inngå i Petroleumsfondets investeringsunivers kan skje på flere måter. Siden det er vanlig å klassifisere bedrifter etter hvilken bransje de tilhører, har noen forvaltere valgt å ekskludere visse bransjer fra investeringsuniverset (som for eksempel pro-

duksjon av alkohol, tobakk og våpen), mens andre har valgt å bare inkludere bestemte typer bransjer i universet (som for eksempel bransjer som oppfattes som spesielt miljø-vennlige). En ulempe ved å fokusere på bransjer når investeringsuniverset skal defineres er at det kan gi en for unyansert utvelgelse av bedrifter. En årsak til det er at mange bedrifter er involvert i flere bransjer. Det blir derfor stadig mer vanlig å fokusere på enkeltbedrifter istedenfor bransjer. Et problem med dette er at det både kan være vanskelig og ressurskrevende å skaffe tilstrekkelig informasjon om enkeltbedrifter. Det finnes imidlertid konsultantselskaper som har spesialisert seg på å fremskaffe slik informasjon.² Disse selskapene har detaljkunnskap om bedrifter i enkelte land, og de har utviklet dataprogrammer som gjør det mulig å velge ut bedrifter i disse landene etter nærmere spesifiserte etiske kriterier. Det er særlig bedrifter i USA og Storbritannia som dekkes av slike konsultantselskapers analyser, men stadig flere land kommer etterhvert til. Bedrifter kan velges ut enten ved å utelukke de bedriftene som karakteriseres som de verste innenfor visse etiske områder eller ved å bare ta med de bedriftene som vurderes som de beste.

Markedet for investeringer med spesielle etiske krav var lenge dominert av institusjoner som ønsket en investeringsstrategi som var konsistent med deres eget (ideelle) siktemål. De illustreres ved at kirkesamfunn og sykehus har vært blant de største aktørene på dette markedet. I de senere år har imidlertid også andre typer investorer valgt å legge etiske føringer på sin investeringsstrategi. I følge Social Investment Forum, som er en amerikansk interesseorganisasjon for investorer som ønsker en etisk investeringsstrategi, består deres medlemmer av privatpersoner, bedrifter, universiteter, sykehus, pensjonskasser, religiøse institusjoner og andre ideelle organisasjoner. Social Investment Forum anslår at rundt 4 prosent av all forvaltning i USA skjer etter spesielle etiske retningslinjer. De viktigste kriteriene det legges vekt på når bedrifter skal velges ut er: tobakk (84%), gambling (72%), våpen (69%), alkohol (68%), prevensjon og abort (50%), miljø (37%), faglige rettigheter (25%), menneskerettigheter (23%), dyrevem

² Noen av de mest kjente konsultantselskapene er Investor Responsibility Research Center, Council of Economic Priority og Ethical Investment Research Service.

(7%). Tallene i parentes angir hvor stor andel av de investeringene som har etiske retningslinjer som benytter de respektive kriteriene.³

Konsekvensene for forvaltningen av Petroleumsfondet avhenger av hvordan en velger ut bedriftene og hvor omfattende utvelgelsen er. Det ene yttertilfellet er å utelukke et fåtall definerte bedrifter. Det andre er strykning av et stort antall, f.eks. definert som bransjer/sektorer/typer av virksomheter. Et tredje alternativ er å bestemme at kun de beste bedriftene innen hver bransje, eventuelt innen enkelte bransjer, skal være i investerings-universet. Dette alternativet kan innebære at mange bedrifter blir utelukket fra universet. Nedenfor sees det nærmere på virkningene av disse alternativene for ulike sider ved forvaltningen av Petroleumsfondet.

Ansvarsfordeling mellom

Finansdepartementet og Norges Bank

Finansdepartementet vil måtte ha ansvaret for å fastlegge de etiske retningslinjene. Det vil ikke være tilstrekkelig med angivelse av generelle etiske preferanser, konkrete kriterier for hvilke bransjer eller kategorier av bedrifter som skal utelukkes vil måtte utformes. I praksis vil det i mange sammenhenger være en skjønnsmessig sak å vurdere hvilken kategori de enkelte bedriftene tilhører. For at det skal være en klar ansvarsfordeling mellom Finansdepartementet som eier og Norges Bank som operativ forvalter, må Norges Bank motta en liste over alle de bedrifter Petroleumsfondet ikke har (eventuelt har) anledning til å investere i.

Petroleumsfondet er for tiden investert i over 2000 bedrifter, mens fondets investeringsunivers består av mer enn 10.000 bedrifter. Mange av disse driver en svært mangeartet virksomhet med aktiviteter i datterselskaper og indirekte kontrollerte selskaper. Dessuten endrer bedrifter ofte karakter over tid, for eksempel ved kjøp eller salg av datterselskaper. Det vil være ressurskrevende å gå gjennom hele Petroleumsfondets investeringsunivers med tanke på å utelukke spesielle bedrifter fra universet. De stadige endringene i eierstrukturene tilsier dessuten at det vil være ønskelig med en løpende oppdatering av investeringsuniverset. Dette vil være kostnads-krevende. Videre vil hensynet til blant

annet transaksjonskostnader kunne tilsi at rammebetingelsene for fondets forvaltning bør ligge fast over lengre perioder. Dette trekker i retning av mindre hyppige, for eksempel årlige, revisjoner av listen over bedrifter fondet ikke kan investere i. Ikke kontinuerlig oppdatering vil på den annen side øke risikoen for at fondet faktisk har investeringer i bedrifter som ikke driver i samsvar med de spesielle etiske retningslinjene.

Konstruksjon av referanseporteføljer

Det er Finansdepartementet som har ansvar for å fastlegge referanseporteføljen. Dersom en av etiske hensyn velger å foreta avgrensninger i Petroleumsfondets investeringsmuligheter må disse avgrensningene reflekteres i referanseporteføljen. For tiden er fondets referanseportefølje satt sammen av offentlige og anerkjente markedsindekser, hvor indeks-leverandørene legger ned betydelig arbeid i å vedlikeholde indeksene (blant annet ved å foreta endringer eller justeringer når det skjer fusjoner, fisjoner eller utbyttebetaling). Hvorvidt en kan ta utgangspunkt i de samme indeksene når noen bedrifter utelukkes, avhenger av hvordan utvelgelsen gjennomføres. De store indeksleverandørene stiller seg positive til å lage en skreddersydd aksjeindeks for Petroleumsfondet dersom utvelgelsen skjer på bransjenivå. Dette gjør de for enkelte andre investorer i dag. Det synes å være betydelig vanskeligere å lage skreddersydde indekser dersom en ønsker å ta ut enkeltbedrifter fra investeringsuniverset. Den indeksleverandør som Petroleumsfondet benytter i dag (Financial Times/Standard&Poors Actuaries World Indices), opplyser at det er mulig å utarbeide en indeks der noen bedrifter er tatt ut. Men de sier samtidig at dette er vanskelig og at de har liten erfaring med konstruksjon av slike indekser. Den andre store leverandør av globale aksjeindekser, Morgan Stanley Capital International, tilbyr ikke å tilpasse aksjeindeksen ved å ta ut enkelte bedrifter.

Ved strykning av et stort antall bedrifter er det sannsynlig at det må bygges opp en skreddersydd referanseindeks for Petroleumsfondet fra grunnen av. Norges Bank er ikke kjent med at det finnes konsulentselskaper som kan tilby slike tjenester. Dersom en skulle velge et slikt opplegg, er det svært viktig at beslutninger om endringer i referanseindeksen tas av personer

³ Se Social Investment Forum, 1997 Report on Responsible Investing Trends in the United States, November 5, 1997.

som ikke kan eller vil misbruke denne informasjonen i markedet, og at beslutninger først gjøres kjent etter at Norges Bank faktisk har endret sine investeringer.

I stedet for å skreddersy en egen indeks kan det være et alternativ å bruke indekser utarbeidet av andre institusjoner der formålet er å velge ut bedrifter basert på ulike typer etiske kriterier. Det finnes noen slike indekser, men det er foreløpig lite kapital som plasseres med slike som referanseindeks.⁴ Siden Petroleumsfondet vil være en stor investor sammenlignet med andre som følger slike indekser, vil det være en risiko for at informasjon om indeksendringer kan utnyttes i markedet. Slik informasjon kan blant annet brukes til å kjøpe aksjer i de bedrifter en vet at Norges Bank på et senere tidspunkt vil investere i på grunn av kommende endringer i indeksen. For markedsindeksene til de store investeringsbankene er det etablert kvalitets-sikrede rutiner for at informasjon om endringer gis samtidig til hele markedet. Et annet problem med å bruke referanseindekser utarbeidet av andre institusjoner er at en ikke har noen innflytelse over hvilke etiske kriterier det legges vekt på.

En ulempe med skreddersyde referanseindekser er at det ikke lenger vil være mulig å bruke aksjefutures⁵ for å sikre at Petroleumsfondet til enhver tid har den ønskede markeds-eksponeringen. Det har sammenheng med at futureskontraktene er knyttet opp mot brede markedsindekser. Så lenge Petroleumsfondet har slike indekser som referanseportefølje vil futures være et hensiktsmessig instrument i forvaltningen av fondet. Det skyldes at en gjennom bruk av futures raskt og kostnadseffektivt kan oppnå den ønskede eksponeringen i de enkelte lands aksjemarkeder. Denne muligheten mister en med skreddersyde indekser som avviker mye fra markedsindeksene.

Det er ikke tilstrekkelig å få et konsulentsekskap til å lage en skreddersydd referanseindeks for Petroleumsfondet. Ut fra formålet med retningslinjene vil det trolig være viktig at hele fon-

dets investeringsunivers vurderes ut fra, og er i samsvar med, de fastlagte etiske kriterier. Det er selvfølgelig et alternativ å eksplisitt begrense investeringsmulighetene til de bedrifter som inngår i den skreddersyde indeksen, men det vil innebære en betydelig innskrenkning av fondets investeringsunivers.

Risikokontroll og resultatevaluering.

Siden Norges Bank vil bli målt i forhold til referanseporteføljen, må en løpende kunne måle avvikene mellom Petroleumsfondets faktiske portefølje og referanseporteføljen. Slik åpenhet om resultatene er en svært viktig del av forutsetningene for tillit til forvaltningen av Petroleumsfondet. Ved bruk av skreddersyde indekser er det derfor viktig at en løpende vedlikeholder indeksen slik at en hele tiden er á jour med endringer som vedrører de bedriftene som inngår i indeksen, som for eksempel fusjoner og fisjoner. Dette vil trolig kreve en betydelig ressursinnsats. Bruk av skreddersyde indekser vil dessuten gjøre det vanskeligere å vurdere Norges Banks forvaltning siden det ikke lenger vil være naturlig å sammenlikne banken med andre investorer.

Risiko

Ved utarbeidelsen av Petroleumsfondets investeringsstrategi har en lagt stor vekt på å redusere fondets risiko ved å spre investeringene i hvert land på bransjer og bedrifter. Etiske retningslinjer kan øke risikoen i fondet fordi investeringene kan bli mindre diversifisert. Det gjelder særlig dersom en velger å utelukke mange bedrifter eller enkelte bransjer fra investeringsuniverset.

Forvaltningskostnader

Det er særlig tre grunner til at kostnadene ved forvaltningen av Petroleumsfondet kan øke dersom en innfører etiske retningslinjer. For det første kjøper Norges Bank for tiden aksjer ved å inngå avtaler med andre investorer om å bytte likvide midler mot allerede etablerte aksjeporteføljer (såkalt crossing). Dette er en svært kostnadseffektiv måte å investere i aksjer på, siden en slipper å betale transaksjonsgebyrer for aksjekjøpene samtidig som en unngår å påvirke markedet gjennom store aksjekjøp. Men dersom den aksjeporteføljen Norges Bank trenger er betydelig forskjellig fra den porteføljen andre forval-

⁴ Domini-indeksen er en av de mest kjente. Denne indeksen, som er laget for det amerikanske aksjemarkedet, er satt sammen av 400 bedrifter som tilfredsstillt et bredt spekter av etiske kriterier. Indeksen inkluderer bedrifter som har utmerket seg på områder som miljø og faglige rettigheter, mens den ekskluderer bedrifter som har en vesentlig del av inntekten sin fra alkohol, tobakk, våpen, kjernekraft og gambling.

⁵ Aksjefutures er et finansielt instrument som gjør det mulig å få en aksjeksponering uten å måtte kjøpe fysiske aksjer.

tere har, vil det bli vanskeligere å foreta slike byttehandler. Da må aksjene i stedet kjøpes i markedet, noe som vil resultere i høyere gebyrer og økt sannsynlighet for uheldig markedspåvirkning. Siden det kan forventes store avsetninger til Petroleumsfondet i mange år fremover, kan kostnadene ved å gå inn i markedene etter hvert bli betydelige.

Den andre grunnen til at etiske retningslinjer kan gi høyere forvaltningskostnader har sammenheng med at en i forvaltningen av en stor del av fondets aksjeportefølje søker å replikere kjente markedsindekser. Siden dette er et standardisert forvaltningsprodukt, har det vært mulig å forhandle seg fram til lave forvaltningshonorarer. Dette kan bli vanskeligere med etiske retningslinjer som innebærer at en trenger skredersydde referanseporteføljer.

En ytterligere grunn til at etiske retningslinjer kan gi høyere kostnader i forvaltningen av Petroleumsfondet har sammenheng med at fondet over tid vil kunne få en betydelig størrelse, også i internasjonal sammenheng. Etiske retningslinjer som innebærer vesentlig avgrensninger i dagens investeringsunivers kan gjøre at fondet blir en uforholdsmessig stor aktør i enkelte segmenter av aksjemarkedene. Det øker faren for uheldig markedspåvirkning når aksjer kjøpes eller selges i disse markedene.

Forvaltningskostnadene vil ikke bli sterkt råvirket dersom de etiske retningslinjene impliserer at en unnlater å investere i et lite antall bedrifter. Men dersom det foretas vesentlige avgrensninger i universet kan kostnadene øke betydelig.

Finansiell avkastning

Enkelte har hevdet at investeringsuniverset en sitter igjen med etter å ha valgt ut bedrifter etter spesielle etiske kriterier, kan bestå av virksomheter som gjennomgående har en høyere forventet avkastning enn gjennomsnittet av alle bedriftene. Hvis dette er tilfellet, vil etiske retningslinjer kunne lede til høyere avkastning for Petroleumsfondet. Norges Bank har gått gjennom en rekke empiriske arbeider som studerer hvordan etiske retningslinjer påvirker avkastningen til en aksjeportefølje.⁶ Et gjennomgående problem i slike

studier er at en har et for lite datamateriale til å kunne trekke entydige konklusjoner. Det har sammenheng med at det er først i de senere år at en har begynt å systematisere analysene av investeringer med etiske retningslinjer. Dersom en likevel skulle forsøke å trekke en tentativ konklusjon basert på de empiriske analysene vil det være at spesielle etiske retningslinjer ikke synes å ha noen systematisk innvirkning på den finansielle avkastningen. Siden det ovenfor er vist at etiske retningslinjer kan føre til mindre diversifikasjon og høyere forvaltningskostnader, vil resultatet kunne være at Petroleumsfondet får lavere nettoavkastning for en gitt risiko. Omfanget avhenger av utformingen av retningslinjene; ved en minimumsløsning der et fåtall bedrifter strykes, vil det neppe være vesentlige virkninger verken på nettoavkastning eller risiko.

4 Aksjefond med etiske retningslinjer

Markedet for aksjefond med etiske retningslinjer er kjennetegnet ved at det er mange små fond og at det er stor bredde i de etiske kriteriene det legges vekt på. Dette reflekterer at investorene som ønsker etiske aksjefond er en svært sammensatt gruppe. Et viktig skille mellom de ulike aksjefondene går på hvilke prinsipper som brukes for å velge ut bedrifter. Mens det før var mest vanlig å utelukke visse typer bedrifter, synes det nå som stadig flere fond er basert på å velge ut de beste bedriftene innenfor enkelte etiske områder. Dette begrunnes med at det å bare fokusere på de beste bedriftene gjør det lettere å kombinere etisk ansvarlige investeringer med god avkastning. Det blir hevdet at de bedriftene som blir plukket ut på denne måten er bedrifter som vil gjøre det godt på sikt. Storebrands miljøfond er et eksempel på et slikt fond. Dette fondet velger ut bedrifter med en offensiv miljøholdning fordi slike bedrifter etter selskaps oppfatning driver en framtidsrettet virksomhet som vil gi god inntjening på lengre sikt.

I relasjon til Petroleumsfondet er markedet for aksjefond med etiske retningslinjer for lite til at det foreløpig kan være interessant for annet enn meget begrensede deler av fondet. Det finnes ikke mange aksjefond som forvalter over USD 100 millioner og samtidig opererer under visse etiske retningslinjer. Til sammenlikning vil Petroleumsfondets aksjeinvesteringer ved utgangen av året være i størrelsesorden USD

⁶ Se blant annet *The Journal of Investing*, Volume 6, Number 4 (Winter 1997), der det er flere artikler som drøfter dette spørsmålet.

7000 – 9000 millioner.

Investeringer i etiske aksjefond innebærer at en kjøper to ulike tjenester samtidig. Den ene tjenesten er utvelgelse av bedrifter basert på etiske kriterier. Den andre tjenesten er analyser av bedriftenes fremtidige avkastningspotensiale. De bedriftene som inngår i aksjefondene, må tilfredsstillende de etiske kriteriene samtidig som de må betraktes som interessante ut fra et avkastningsperspektiv. Det kan følgelig være vanskelig å vite om resultatet (avkastningen) skyldes den etiske utvelgelsen eller avkastningsanalysene. Dette gjør at det er vanskelig å vite hvilke konsekvenser etiske retningslinjer isolert sett har for avkastningen til en aksjeportefølje.

Siden Petroleumsfondet som nevnt er stort sammenliknet med størrelsen på de enkelte aksjefond med etiske retningslinjer, er det naturlig å legge til grunn at det bare er aktuelt å investere en begrenset del av fondet i slike aksjefond. Nedenfor følger en vurdering av hvilke konsekvenser dette kan ha.

Ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Siden det er store forskjeller i hvilke etiske kriterier de ulike aksjefondene legger vekt på, kan det bli et skjønnsmessig spørsmål hvilke fond som tilfredsstiller de etiske kravene en ønsker skal gjelde for Petroleumsfondet. Derfor bør det være eierens (Finansdepartementets) ansvar å velge hvilke aksjefond som best tilfredsstiller de etiske hensyn en ønsker å ta i forvaltningen av fondet. En slik løsning med plassering av forvaltningsoppgaver til departementet må innebære en tilsvarende todeling av resultatansvaret for forvaltningen av Petroleumsfondet. Siden beslutninger om valg av aksjefond ville bli tatt utenfor Norges Bank, kan banken følgelig bare være ansvarlig for forvaltningen av den delen av fondet som ikke er investert i aksjefond med etiske retningslinjer.

Konstruksjon av referanseporteføljer

For den delen av Petroleumsfondet som plasseres i etiske aksjefond vil en ikke ha en egen referanseportefølje. I praksis vil en trolig benytte en av de etablerte markedsindeksene som referanseportefølje, slik de fleste av disse fondene selv gjør. Disse indeksene representerer imidlertid ikke et relevant sammenlikningsgrunnlag, siden

de etiske aksjefondene ikke kan investere i alle bedriftene som inngår i markedsindeksene. For den delen av fondet som forvaltes av Norges Bank må Finansdepartementet (som nå) definere en referanseportefølje

Risikokontroll og avkastningsevaluering

Dersom en skiller ut investeringene i aksjefond som en egen portefølje, kan en opprettholde dagens system for å evaluere forvaltningen av (den resterende del av) Petroleumsfondet. I dag skjer alle plasseringene i Norges Banks navn. Det gir banken daglig informasjon til bruk i risikostyringen og avkastningsberegningene. Ved plassering i fond vil en få oversikt over de enkelte (indirekte) aksjeplasseringene på måneds- eller kvartalsbasis. Dersom deler av petroleumsfondet plasseres i aksjefond, vil en følgelig ikke lenger løpende ha den samme oversikt over fondets samlede eksponering.

Risiko

Dersom en begrenser investeringene i aksjefond med etiske retningslinjer til en liten del av Petroleumsfondet, vil fondet samlet sett fortsatt være rimelig godt diversifisert.

Forvaltningskostnader

Kostnadene ved å investere i aksjefond er betydelig høyere enn ved indeksforvaltning. Ved aksjefond vil forvaltningshonorarene være i størrelsesorden 0,3-0,5 prosent, mens de ved indeksforvaltning er rundt 0,02 prosent.

Finansiell avkastning

Det finnes en rekke empiriske studier som sammenlikner avkastningen på aksjefond som har etiske retningslinjer med avkastningen på fond som ikke har slike retningslinjer. Men som tidligere nevnt er det vanskelig å trekke entydige konklusjoner fra disse studiene.

5 Bruk av stemmerettigheter

Utøvelse av eierrettighetene med hensyn på å påvirke selskapers etiske profil kan foretas på ulike nivåer og med ulik grad av engasjement. En mulighet er at en som aksjeeier kan ta direkte kontakt med selskapets ledelse for å diskutere etiske spørsmål. Dersom dette ikke skulle føre

fram kan et alternativ være å fremme forslag på selskapets generalforsamling. En tredje mulighet er å begrense aktiviteten til å stemme på forslag av etisk karakter som andre fremmer på generalforsamlingene.

Det er særlig de store amerikanske pensjonsfondene som har valgt aktiv utøvelse av eierrettighetene i stedet for å utelukke bedrifter fra investeringsuniverset eller å investere i aksjefond med etiske retningslinjer. Tilpasningen til de store fondene må sees på bakgrunn av at deres størrelse tilsier en bred diversifisering. Indeksforvaltning er en viktig del av strategien. Når en har som prinsipp å være investert i alle de bedriftene som inngår i indeksene, følger det at den eneste muligheten til å bedre avkastningen er å påvirke de bedriftene en er investert i. Slik påvirkning gjelder naturlig nok hele bedriftens virkefelt, og ikke bare for spørsmål av etisk karakter.

Dersom en skal utøve eierrettighetene som Petroleumsfondets aksjer gir, må det først utarbeides et sett av etiske retningslinjer (av fondets eier). Disse bør i utgangspunktet være så presise som mulig og eksplisitt nevne alle de aktiviteter/virksomheter en er bekymret over. Videre trenger en et apparat for å omsette disse retningslinjene til aktiv utøvelse av eierrettighetene. I den grad en aktivt vil følge opp selskapene i form av direkte dialog eller forslag til avstemning, må en overvåke de enkelte selskapers virksomhet med hensyn på de aktuelle områdene. Dersom en begrenser seg til å ta stilling til andres forslag, vil en måtte ha en løpende oversikt over alle relevante forslag. Det finnes konsulentselskaper som har spesialisert seg på å systematisere informasjon om hvilke forslag som skal opp til behandling på bedriftenes generalforsamlinger. Dersom en abonnerer på selskapenes databaser, analyser og programvare vil stemmegivningen forenkles betydelig. Ved å legge inn Petroleumsfondets etiske retningslinjer i programvaren er det for eksempel mulig å sile ut de aksjonærforslag som er relevante. Programvaren kan også benyttes i administreringen av stemmeaktiviteten. En slik tjeneste vil med utgangspunkt i dagens sammensetning av fondet koste rundt USD 30,000 i året. Det er imidlertid verdt å merke seg at mens USA og Europa dekkes godt av slike konsulentselskaper, har selskapene fortsatt problemer med å skaffe informasjon om aktiviteter i asiatiske bedrifter.

Ansvarsfordeling mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Det er naturlig at fondets eier (Finansdepartementet) har ansvar for stemmegivningen. Som grunnlag for beslutninger om stemmegivning kan en støtte seg til den løpende overvåkingen fra konsulentselskaper som har spesialisert seg på dette.

Konstruksjon av referanseporteføljer

Siden bruk av stemmerettigheter ikke vil få noen innvirkning på hvilke bedrifter fondet kan investere i, vil det heller ikke være nødvendig å endre referanseporteføljen.

Risikokontroll og resultatevaluering

Risikokontroll og resultatevaluering vil kunne fortsette som før.

Risiko

Porteføljen vil være like godt diversifisert.

Forvaltningskostnader

For Petroleumsfondet vil kostnadene først og fremst være at inntektene fra verdipapirutlån kan gå ned. Dette er inntekter fondet får ved at det for en begrenset periode låner ut verdipapirene. Men når stemmerettighetene skal benyttes kan papirene normalt ikke være utlånt. Det betyr at en enten må begrense denne aktiviteten eller at avtalene må gjøres mer fleksible, slik at papirene på kort varsel kan tilbakekalles. Begge deler vil trolig redusere inntektene noe.

Ellers vil kostnadene ved bruk av stemmerettigheter være knyttet til de ressurser en bruker på å administrere denne aktiviteten. Disse kostnadene vil imidlertid være små sammenliknet med kostnadene ved andre former for etiske retningslinjer.

Finansiell avkastning

Petroleumsfondets finansielle avkastning blir ikke nødvendigvis påvirket.

6 Avslutning

Det er viktig at det i forbindelse med beslutninger om eventuelle spesielle etiske retningslinjer også foretas en grundig vurdering av hvilke konsekvenser de vil ha for den operative

forvaltningen av fondet. I dette brevet er konsekvensene søkt belyst på mer generelt grunnlag. Det er vist at konsekvensene avhenger av hvordan de etiske retningslinjene utformes. Mens enkelte former for etiske retningslinjer vil ha liten betydning for forvaltningen av fondet, vil andre løsninger kunne medføre betydelige kostnader samt gjøre det mer komplisert å drive en effektiv forvaltning under betryggende kontroll- og resultatmåling. Dersom det for eksempel velges en løsning som innebærer at en stryker et stort antall bedrifter fra fondets investeringsunivers kan både forvaltningskostnader og fondets risiko øke samtidig som det kan bli vanskeligere å vurdere Norges Banks forvaltning av fondet.

Det er avgjørende for Norges Bank at innfø-

ringen av etiske retningslinjer ikke rokker ved den klare ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forvaltningen av Petroleumsfondet. Siden de etiske retningslinjene vil være uttrykk for politiske vurderinger, er det naturlig at Finansdepartementet som eier tar ansvar for både de generelle etiske avveiningene og de praktiske sider når det gjelder fastlegging av fondets investeringsunivers og fondets referanseportefølje. Dette er en forutsetning for at det fortsatt skal være mulig å evaluere Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet.

Vennlig hilsen

Kjell Storvik

Birger Vikøren

ØMU OG NORSK PENGEPOLITIKK

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 22. april 1998

Rådet av stats- og regjeringssjefer i EU trer sammen den første helgen i mai og vil da beslutte hvilke land som oppfyller vilkårene for deltakelse i tredje fase av ØMU og kunngjøre de kursforhold mellom medlemslandenes valutaer som skal gjelde når valutaen euro innføres 1 januar 1999. Like etter skal direksjonen for den europeiske sentralbanken, ESB, oppnevnes, og ESB skal starte sin virksomhet. Vesentlige sider ved de fremtidige valutaforhold innen EU vil med dette være avklart.

Etter § 1 i sentralbankloven er Norges Bank et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. I samsvar med dette vil Norges Bank i det følgende ta opp spørsmålet om utformingen av valutapolitikken i lys av etableringen av ØMU.

Det pengepolitiske styringssystemet er fastlagt i valutakursforskriften av 6 mai 1994 med tilhørende retningslinjer i dokumenter som Regjeringen har lagt fram for Stortinget. Kursforskriftens § 2 lyder:

«Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen

begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet.»

I tilleggsproposisjonen om budsjettet for 1998 som ble lagt fram 7 november i fjor (St prp nr 1, Tillegg nr 3), opprettholdt Regjeringen retningslinjene for pengepolitikken og viste til at «det allerede er en viss fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken ved at det ikke er fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer».

Norges Bank legger til grunn at Norge også fremover skal ha stabil valutakurs som operativ retningslinje for penge- og valutapolitikken.

Etableringen av tredje fase av ØMU reiser imidlertid enkelte spørsmål med hensyn til den praktiske utformingen av pengepolitikken. Det første spørsmålet er om en vil kunne basere seg på en videreføring av de gjeldende retningslinjene for pengepolitikken, uten endringer i kursforskriften.

Etter Norges Banks vurdering vil en videre-

føring av den eksisterende kursforskriften være mulig. ECU, som har vært sentral som referanse i den operative tilpasningen av pengepolitikken, vil opphøre å eksistere som en internasjonal valutaenhet fra 1 januar 1999. Samtidig innføres euro som en ny valuta, og kursforholdet mellom ECU og euro vil bli satt lik 1:1 på overgangstidspunktet. I gjennomføringen av pengepolitikken vil euro dermed kunne inngå som en viktig europeisk valuta på samme måte som ECU i dag er en sentral styringsparameter. Videreføring av gjeldende retningslinjer kan dermed skje uten at kronens internasjonale verdi endres, og kronens utgangsleie mot europeiske valutaer - slik dette er definert i valutakursforskriften - vil fortsatt kunne gjelde.

Det neste spørsmålet blir da om det er hensiktsmessig å videreføre de eksisterende retningslinjene for pengepolitikken.

ESB vil være en uavhengig sentralbank med et overordnet mål om prisstabilitet. En tilknytning til europeiske valutaer innebærer derfor en indirekte forankring til et mål om lav inflasjon. Også i dag er kronen gjennom kurspolitikken indirekte knyttet til målene for pengepolitikken i europeiske land.

Etableringen av ØMU vil likevel kunne innebære en mindre, men reell endring i de forhold som ligger til grunn for norsk pengepolitikk. Det kyldes særlig:

- Den nye europeiske sentralbanken, ESB, vil utforme pengepolitikken ut fra et mål om lav inflasjon for landene i valutaunionen sett under ett. Endringer i valutakursen vil i denne sammenhengen få mindre betydning enn det tilsvarende kursbevegelser i dag isolert sett innebærer for tysk økonomi, fordi utenriks-handelen for ØMU under ett vil utgjøre en vesentlig mindre del av økonomien enn for Tyskland. Det kan ikke utelukkes at dette vil kunne innebære at valutakursene internasjonalt vil kunne svinge noe mer enn tidligere. Den norske kronen vil i så fall også kunne bli påvirket av slike svingninger.
- Etableringen av ØMU vil antagelig bidra til å forsterke utviklingen i retning av økt kapitalmobilitet. Utviklingen mot flere store aktører i de europeiske finansmarkeder vil trolig fortsette, og disse aktørenes hensyn til diversifisering mellom europeiske valutaer kan tilsi en økning av kapitalstrømmene også ut over unionens grenser.

Det kan på denne bakgrunn stilles spørsmål om det kan være ønskelig å foreta en justering av kursmålet uten å forlate målsettingen om en stabil valutakurs.

Det mest nærliggende alternativet synes i så fall å være å knytte kronen opp mot en handelsveid kurv, for eksempel indeksen for industriens effektive kronekurs.

Når renten må brukes til å holde valutakursen stabil, vil vi, så lenge kursmålet er troverdig, ende opp med omtrent samme rentenivå som ankerlandene. Renten i Norge vil derfor i hovedsak være tilpasset forholdene i ankerlandenes økonomier.

Makroøkonomiske stabilitetshensyn tilsier isolert sett at kronekursen knyttes til land med mest mulig lik økonomisk struktur og lik konjunkturutvikling, for å redusere risikoen for at pengepolitikken indirekte bidrar til å forsterke konjunktursvingningene og destabilisere økonomien. I den forbindelse kan det vises til at Norge siden midten av 1980-tallet systematisk hatt en annen konjunkturutvikling enn landene i Kontinental-Europa, mens samvariasjonen med våre andre handelspartnere i Europa og Nord-Amerika har vært noe bedre. Disse forholdene tilsier at en pengepolitikk der kronen knyttes tett opp mot pengepolitikken i Kontinental-Europa isolert sett kan bidra til å forsterke svingningene i økonomien og i den kostnadmessige konkurransevnen. Dersom kroneverdien stabiliseres mot en kursindeks som også omfatter blant annet amerikanske dollar - slik en handelsveid kurv vil gjøre - vil pengepolitikken ut fra tidligere erfaringer kunne bli noe bedre tilpasset innenlandske forhold. Muligheten til å få til en mindre prosyklisk pengepolitikk vil isolert sett også kunne øke tilliten til at det er mulig å nå de endelige målene for den økonomiske politikken, og en slik kurv kan derfor også bidra til å lette gjennomføringen av pengepolitikken.

Historisk har det imidlertid likevel vært relativt små forskjeller mellom å stabilisere kronen mot en handelsveid kurv og europeiske valutaer. Over tid har kronekursen målt mot disse to alternativer vist om lag den samme utviklingen. Det er dessuten usikkert om de forskjeller vi til nå har sett i konjunkturutviklingen vil gjenta seg i fremtiden.

Samtidig vil en handelsveid kurv ha flere parametere som må justeres over tid, for eksempel valget av vektor og beregningsmetode. Dette vil

innebære en tilbakevending til det kurssystemet som ble praktisert i perioden 1978-90, men med en forskrift som åpner for større fleksibilitet i kursmålet enn da. Et slikt system vil kunne fremstå som mindre troverdig enn en videreføring av den eksisterende kursforskriften.

En annen type risiko enn den som følger av forskjellene i den makroøkonomiske utviklingen, gjelder selve det forhold at euro innføres som en ny valuta og at tredje fase av ØMU etableres. Dersom kurssvingningene mellom hovedvalutaene blir store, vil en nær tilknytning til euro kunne medføre svingninger i kronens effektive kurs, og eventuelt også i rentenivået.

Skulle slik uro inntreffe, tilsier tidligere erfaringer imidlertid ikke at kronens tilknytningsform vil være avgjørende for konsekvensene for norsk økonomi og for valutapolitikken. Etter Norges Banks syn er det da viktigere å ha tilstrekkelig fleksibilitet i forhold til den kortsiktige oppfyllelse av kursmålet.

Norges Bank vil i denne sammenheng vise til omtalen av dette spørsmålet i Stortingsproposisjon nr 1 Tillegg nr 3 om statsbudsjettet for 1998. Norges Bank legger til grunn at de eksisterende retningslinjene for pengepolitikken allerede åpner for en viss fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken ved at det ikke er fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer.

Gjennom utøvelsen av pengepolitikken de siste fem årene er det etablert troverdighet knyttet til den eksisterende kursforskriften. En videreføring av denne vil bidra til å styrke troverdigheten av pengepolitikken også i årene fremover. En eventuell endring i retningslinjene for pengepolitikken vil innebære en større belastning i forhold til tilliten i markedet. Det tilsier at det bør foreligge forholdsvis tungtveiende grunner før en eventuelt foretar slike endringer, selv om eksisterende retningslinjer kan ha visse svakheter.

Konklusjon

Norges Bank legger til grunn at Norge også fremover skal ha stabil valutakurs som operativ retningslinje for penge- og valutapolitikken og at graden av fleksibilitet i utøvelsen av penge- og valutapolitikken ikke skal endres. Norges Bank legger videre til grunn at de eksisterende retningslinjene åpner for en viss fleksibilitet i ut-

øvelsen av pengepolitikken, ved at det ikke er fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer. Med dette som utgangspunkt vurderer Norges Bank gevinstene knyttet til en eventuell omlegging av kursmålet til en handelsveid kurv som relativt små og usikre.

Ut fra hensynet til kontinuitet og tillit til pengepolitikken tilrår Norges Bank på denne bakgrunn at Regjeringen ikke foretar endringer i den eksisterende kursforskriften.

I gjennomføringen av pengepolitikken vil euro i så fall kunne inngå som en viktig europeisk valuta på samme måte som ECU i dag er en sentral styringsparameter. Når euro innføres som en ny valuta, vil kursforholdet mellom euro og ECU bli satt lik 1:1 på overgangstidspunktet. Videreføring av gjeldende retningslinjer kan dermed skje uten at kronens internasjonale verdi endres, og kronens utgangsleie mot europeiske valutaer - slik dette er definert i valutakursforskriften - vil fortsatt kunne gjelde.

Hovedstyrets medlem Velsand finner etter en samlet vurdering at det er sterke argumenter for å knytte krona til en handelsveid kurv. *Dette medlem* er samtidig klar over at det er en viss risiko forbundet med enhver endring i kurssystemet, og at det neppe ville vært aktuelt å anbefale en slik omlegging dersom ikke overgangen fra ECU til euro hadde kommet. Dette vil imidlertid uansett gjøre det nødvendig å revurdere valutakursmålet, siden ECU-utviklingen har vært tillagt avgjørende vekt ved gjennomføringen av pengepolitikken.

En tilsvarende vektlegging av euro vil etter *dette medlems* syn innebære en forsterkning av de svakheter som hefter ved det nåværende kursmålet. Vår pengepolitikk vil da bli knyttet enda sterkere opp mot det som skjer i Kontinental-Europa, hvor konjunkturutviklingen systematisk har vært annerledes enn i Norge. Dette kan bidra til å forsterke svingningene i den norske økonomien.

Dette medlem legger også vekt på den usikkerheten som knytter seg til innføringen av euro som ny valuta, og hvilke kurssvingninger som kan oppstå. ESB vil styre etter et inflasjonsmål for landene i valutaunionen sett under ett, noe som kan innebære større kurssvingninger enn tidligere.

Dersom kroneverdien knyttes til en handelsveid kursindeks - som blant annet vil omfatte

amerikanske dollar og britiske pund - vil pengepolitikken lettere kunne tilpasses innenlandske forhold, og det vil gjøre det lettere å nå målene for den økonomiske politikken.

Ved en eventuell overgang til å stabilisere krona mot en handelsveid kurv, vil det være svært viktig å utforme systemet slik at de parametere som inngår blir oversiktlige og stabile. Dermed unngår man å svekke troverdigheten til et slikt valutakursmål.

Dette medlem legger til grunn at Regjeringens forutsetning om stabil valutakurs som operativ retningslinje for valutakurspolitikken kan videreføres også med et annet kursmål enn det nåværende, og at graden av fleksibilitet i gjennomføringen ikke endres.

Med hilsen

Kjell Storvik

Jan-Reinert Kallum

ADGANG TIL VALUTAVEKSLING UTENFOR VALUTABANKER

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 30. april 1998

Vi viser til Finansdepartementets brev 17.4.97 til Norges Bank vedrørende spørsmålet om frittstående vekslingskontorer bør tillates i Norge. Norges Bank anmodet på denne bakgrunn Kredittilsynet om å delta i en arbeidsgruppe for å utrede de problemstillinger departementet reiser. Arbeidsgruppen avga sin rapport 29.1.98. Rapporten følger som vedlegg til brevet.

Etter det Norges Bank har bragt på det rene, er Norge idag det eneste land innenfor EØS-området som fortsatt opprettholder et forbud mot at frittstående vekslingskontorer bl.a. utfører vekslings tjenester. Det vises til at forskrift om valuta-regulering av 27.6.90 kapittel 9 inneholder et forbud mot at andre enn Norges Bank og valutabanker driver ervervsmessig omsetning (kjøp/salg) av utenlandske betalingsmidler i Norge. Bankenes monopolstilling ved omsetning av utenlandsk valuta er i første rekke begrunnet med at omsetningen skal skje i ordnede former og under offentlig tilsyn. Det er i stor grad valutabankene som utøver den løpende kontroll med at publikums valutatransaksjoner skjer i samsvar med myndighetenes regler. Bankene har også en omfattende rapporteringsplikt til Norges Bank. Rapporteringsplikten er i første rekke begrunnet med hensynet til Norges Banks behov for statistikk til utenriksregnskapet, men informasjonen er også viktig som underlagsmateriale for det arbeid andre kontrollmyndigheter utfører, bl.a. for å motvirke hvitvasking av penger.

Arbeidsgruppen anbefaler at valutaforskriftens forbud mot å etablere frittstående vekslings-

kontorer videreføres. Den foreslår imidlertid at valutaforskriftens kapittel 9 endres slik at andre finansinstitusjoner enn banker kan drive forretningsmessig valutaveksling, såfremt virksomhetsbestemmelser i institusjonslovgivningen ikke er til hinder for dette. Arbeidsgruppen mener hensynet til hvitvaskingskriminalitet må veie tungt, og konkluderer med at det må legges avgjørende vekt på de hensyn som taler imot å tillate at valutaveksling skal kunne drives av vekslingskontorer (andre enn finansinstitusjoner). Gruppen har imidlertid tolket sitt mandat slik at det også skal utarbeides et utkast til regulering av vekslingskontorer.

Norges Bank viser til at valutaveksling er en finansiell tjeneste, og det kan fortsatt argumenteres for at denne type tjenester bør forbeholdes finansinstitusjoner. Dette er imidlertid ikke vanlig i andre EØS-land, og vi mener det er tilrådelig å gå lenger enn det arbeidsgruppen anbefaler. Vi vil derfor tilrå at det åpnes for etablering av frittstående vekslingskontorer i Norge. Dersom adgangen til å drive vekslingsvirksomhet liberaliseres, kan dette innebære positive virkninger for reiselivsnæringen ved at servicenivået heves. At banker og deres kommisjonærer utfordres på et av deres spesialområder, vil dessuten kunne ha positive effekter for kostnader og tilgjengelighet for den enkelte kunde. Vi ser imidlertid også klart de motforestillinger som arbeidsgruppen fremmer; bl.a. erfaringen med hvitvaskingsproblemer via vekslingskontorer i utlandet. Vi mener imidlertid at et regelverk med konsesjon og tilsyn vil redusere dette problemet.

Det opplegg for kontroll og tilsyn som arbeidsgruppen har fremlagt i rapportens kapittel 6, innebærer at vekslingskontorene underlegges en regulering som langt på vei samsvarer med hva som gjelder for finansinstitusjonenes valuta-vekslingsvirksomhet. På bakgrunn av at vekslingskontorer (andre enn finansinstitusjoner) neppe i noe tilfelle vil representere noen trussel for det finansielle systems stabilitet, kan det reises spørsmål ved om arbeidsgruppens konkrete lovforslag går lenger enn nødvendig; spesielt når det gjelder forslag om forenklet konsesjonsbehandling. Vi anbefaler at departementet vurderer om en registreringsordning tilsvarende den svenske ordningen kan være tilstrekkelig.

Videre foreslår arbeidsgruppen at Kredittilsynet bør føre tilsyn med foretakene. På bakgrunn av eksisterende arbeidsdeling mellom Norges Bank og Kredittilsynet, finner Norges Bank det naturlig å støtte arbeidsgruppens forslag på dette punktet. Videre bør det vurderes om det bør fastsettes en nedre grense for krav om konsesjon, jf. arbeidsgruppens forslag til lovtekst om at ubetydelig valutavekslingsvirksomhet ikke skal reguleres av lovforslaget. Etter Norges Banks vurdering bør imidlertid også slik valutavekslingsvirksomhet underlegges bestemmelsene om hvitvasking av penger. Arbeidsgruppens forslag om selskapsrettslig organisering og innføring av virksomhetsbestemmelser vil etter vårt syn også kunne bidra til å redusere faren for at vekslingskontorer kan utnyttes i hvitvaskingsøyemed.

Norges Bank er enig i arbeidsgruppens forslag om at også vekslingskontorer pålegges rapportering til Norges Banks valutastatistikk, på samme måten som valutabankene. Dette vil sikre statistikkgrunnlaget og informasjon til andre kontrollmyndigheter tilsvarende det de idag mottar om vekslingsstransaksjoner via bankene. Utformingen av rapportkravene må imidlertid tilpasses på en hensiktsmessig måte, siden vekslingskontorer vil ha et mye snevrere virksomhetsområde enn bankene.

Finansieringsforetakenes valutaveksling kan autoriseres og pålegges rapportering ved endringer i valutaforskriften. Med hensyn til hjemmelsgrunnlaget for regulering av frittstående vekslingskontorer antas det å være to alternativer; enten en egen lov om vekslings tjenester eller forskrift fastsatt med hjemmel i valutaloven. Dersom valutaloven blir opphevet som foreslått, er alternativet å hjemle forskriften i ny

paragraf 27 og 28 i sentralbankloven. Vi ser det imidlertid ikke som naturlig å plassere slike regler i sentralbankloven. Norges Bank tilrår derfor at det vedtas en egen lov om vekslings tjenester.

Visse spørsmål som det er nærliggende å reise angående etablering av vekslingskontorer, har arbeidsgruppen ikke tatt nærmere stilling til. Dette gjelder hvorvidt vekslingskontorer skal kunne utplassere vekslingsautomater som veksler seddel mot seddel, og om de skal kunne inngå kommisjonæravtaler. Automater som betjenes ved hjelp av kredittkort/ betalingskort bør være uaktuelle siden disse er kontobasert, og således avhengig av foretak som er tilknyttet bankenes infrastruktur. Norges Bank tilrår at retten til å utplassere vekslingsautomater og til å inngå kommisjonæravtaler, inntil videre reserveres for banker og finansieringsforetak. Frittstående vekslingskontorer bør etter vår vurdering ikke ha den samme adgang.

I Norges Banks brev av 11.10.95 til departementet reiste vi bl.a. spørsmål om behovet for å videreføre valutaforskriftens krav om autorisasjon for valutabanker som skal drive betalingsformidling med utlandet, samt valutaveksling. Det vises til kap. 3.8 og 7.2 i arbeidsgruppens rapport som drøfter disse spørsmålene nærmere. En avklaring av dette spørsmålet kan ha betydning for utforming av endrede valutaforskrifter omkring vekslingsvirksomhet, og vi vil be departementet vurdere om autorisasjonskravet kan oppheves.

Etablering av vekslingskontorer vil medføre visse administrative og økonomiske konsekvenser for Norges Bank i form av utvikling og drift av et rapportsystem. Det antas at dette vil kunne innarbeides innenfor eksisterende ressursramme, når en legger til grunn den arbeidsdeling mellom Kredittilsynet og Norges Bank som arbeidsgruppen foreslår.

Som det fremgår av vedlagte brev, støtter Kredittilsynet arbeidsgruppens innstilling om å opprettholde forbudet mot etablering av frittstående vekslingskontorer (andre enn finansinstitusjoner). I brevet er det også vist til økt ressursbehov i Kredittilsynet om det åpnes for slike kontorer.

Med hilsen

Kjell Storvik

Trond Munkerud Johansen

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. 11. juni 1998.

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

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾		
1996									
Juli	01.-15.	7,0	3,8	0,1	0,3	—	5,0	4,80	3,1
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	11,8	4,63	0,0	—	5,6
August	01.-15.	7,0	3,8	0,1	2,2	4,61	0,6	4,60	4,3
	16.-31.	7,0	3,6	0,2	8,4	4,66	—	—	2,6
September	01.-15.	7,0	3,8	0,0	2,0	4,67	0,7	4,72	3,3
	16.-30.	7,0	3,8	0,1	5,3	4,66	0,2	—	6,2
Oktober	01.-15.	7,0	3,9	0,1	0,8	4,67	3,0	4,74	5,6
	16.-31.	7,0	3,6	0,0	—	—	2,0	4,69	4,2
November	01.-15.	7,0	3,9	0,1	—	—	19,1	4,35	6,2
	16.-30.	7,0	3,9	0,7	4,3	4,17	4,2	4,20	3,7
Desember	01.-15.	7,0	3,9	0,0	0,8	4,16	8,4	4,18	10,2
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	—	—	11,2	4,18	10,2
1997									
Januar	01.-15.	7,0	3,9	0,1	—	—	29,5	3,93	7,2
	16.-31.	7,0	3,6	0,3	5,0	3,39	13,9	3,58	4,5
Februar	01.-15.	7,0	3,9	0,0	0,6	3,35	2,5	3,42	7,4
	16.-28.	7,0	4,5	0,0	0,2	3,35	—	—	6,2
Mars	01.-15.	7,0	3,9	0,1	—	—	3,8	3,43	8,8
	16.-31.	7,0	3,6	0,1	—	—	4,8	3,41	15,8
April	01.-15.	7,0	4,0	0,1	—	—	5,9	3,44	9,1
	16.-30.	7,0	4,1	0,1	—	—	—	—	7,2
Mai	01.-15.	7,0	4,1	0,1	—	—	0,4	3,40	9,5
	16.-31.	7,0	3,8	0,0	4,2	3,52	1,9	3,40	6,7
Juni	01.-15.	7,0	4,1	0,0	0,6	3,52	2,1	3,42	9,3
	16.-30.	7,0	4,1	0,0	—	—	9,9	3,46	14,0
Juli	01.-15.	7,0	4,4	0,0	—	—	27,8	3,66	7,3
	16.-31.	7,0	4,1	0,2	—	—	11,8	3,70	6,6
August	01.-15.	7,0	4,4	0,0	—	—	13,9	3,65	7,9
	16.-31.	7,0	4,1	0,1	—	—	10,1	3,66	6,8
September	01.-15.	7,0	4,4	0,0	—	—	18,9	3,66	8,8
	16.-30.	7,0	4,4	0,0	—	—	9,5	3,65	9,8
Oktober	01.-15.	7,0	4,5	0,0	—	—	9,8	3,63	7,0
	16.-31.	7,0	4,3	0,0	—	—	3,4	3,61	7,4
November	01.-15.	7,0	4,5	0,0	—	—	12,8	3,61	8,7
	16.-30.	7,0	4,5	0,0	4,7	3,64	1,7	3,60	10,1
Desember	01.-15.	7,0	4,5	0,1	1,4	3,64	—	—	9,5
	16.-31.	7,0	4,3	0,1	0,5	3,77	1,9	3,68	8,1
1998									
Januar	01.-15.	7,0	4,6	0,0	1,5	3,77	5,1	3,66	12,6
	16.-31.	7,0	4,3	0,1	0,2	3,90	2,1	3,62	8,0
Februar	01.-15.	7,0	4,6	0,0	—	—	4,2	3,63	8,7
	16.-28.	7,0	5,3	0,0	—	—	1,2	3,69	7,2
Mars	01.-15.	7,0	4,6	0,0	—	—	13,2	3,80	7,5
	16.-31.	7,0	4,3	0,0	—	—	10,4	3,83	7,0
April	01.-15.	7,0	4,5	0,0	—	—	5,3	3,84	9,6
	16.-30.	7,0	4,5	0,1	—	—	1,1	3,83	4,7
Mai	01.-15.	7,0	4,6	0,0	—	—	3,9	3,83	6,6
	16.-31.	7,0	4,3	0,3	—	—	0,9	3,85	8,2

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.

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

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
30.12.93-08.02.94:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
09.02.94-07.03.96:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
08.03.96-05.11.96:	6,50%	6,7%	4,50%	4,6%
06.11.96-08.01.97:	6,00%	6,2%	4,00%	4,1%
09.01.97-09.01.97:	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%
10.01.97-15.07.97:	5,25%	5,4%	3,25%	3,3%
16.07.97-18.03.98:	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%
19.03.98-24.05.98	5,75%	5,9%	3,75%	3,8%
25.05.98-	6,25%	6,5%	4,25%	4,3%

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

Kronens kursordning

f.o.m. 06.05.94 (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)

Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 31.10.96 (Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996 og nr. 4/17. november 1997, jf. Norges Banks årsberetning 1997.) Norges Bank innfører gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer for å kunne tilføre likviditet til pengemarkedet. I første omgang inngås gjenkjøpsavtaler bare med bankene, inkludert filialer av utenlandske banker i Norge. Gjenkjøpsavtalene vil delvis erstatte fastrentelånene til bankene.

f.o.m. 1.7.97 (Se rundskriv nr. 3/17. juni 1997) Forskriften (vedtatt 3. juni 1997) gir en samlet oversikt over bankenes adgang til lån og innskudd Norges Bank. Utenlandske kredittinstitusjoners filialer i Norge gis adgang til F-lån og F-innskudd. F-innskudd gjøres omsettelige mellom banker og Norges Bank kan kjøpe F-innskudd tilbake før forfall. Papirer som aksepteres som sikkerhet for D-lån utvides, bl. kan utenlandske statspapirer registrert i utlandet etter søknad aksepteres som sikkerhet.

Forskriften gir også bestemmelser om intradag-lån. Dagslån er omdøpt til døgnlån (D-lån), og er delt opp i D-lån gjennom dagen (intradaglån) og over natten.

f.o.m. 8.6.1998 (Se rundskriv nr. 2/5. mai 1998) Kravet til sikkerhet for D-lån er justert slik at den enkelte bank nå vil kunne låne inntil 1,5 ganger verdien av det den har pantsatt. Oppgjørsvilkår i Norges Banks oppgjørssystem (NBO) er beskrevet, sammen med driftsmønstret for NBO (åpningstider, tidsfrister mv.). Det er videre innført gebyr for E-lån, p.t. tilsvarende 0,02 prosent av lånebeløpet, med virkning fra 22.6.1998.

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.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I VALUTALOVEN

Valutaregulering

f.o.m. 1.2.1998 (Se rundskriv nr. 1/22. januar 1998)

Forskriften om valutaregulering av 27. juni 1990, utvidelse av valutaposisjonsrammene. Endring av forskriftenes §14-5 første ledd, vedtatt 21.1.1998: Nettoposisjonen for enkeltvalutaer økes fra 10 til 15 prosent av ansvarlig kapital, og posisjongrensen for enkeltvalutaer skal ikke lenger gjelde nettoposisjonen i NOK. Rammen for den aggregerte valutaposisjonen økes fra 20 til 30 prosent av institusjonens ansvarlige kapital.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitutter. Balanse
4. Forretnings- og sparebanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
6. Private kredittforetak. Balanse
7. Private finansieringsselskaper. Balanse
8. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
10. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

Verdipapirstatistikk

12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi

14. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
17. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
18. Beholdning av sertifikater i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

Kreditt- og likviditetsutvikling

20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde. Beholdningstall i mill. kr. Vekst siste 12 mndr. i prosent
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 23b. Sammensetningen av pengemengden
24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
25. Pengemarkedets likviditet

Rentestatistikk

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

Resultat- og kapitaldekningsdata

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

Valutakurser

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

Merk:

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

39. Internasjonale kursforhold

Utenriksøkonomi

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

Internasjonale kapitalmarkeder

42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer
43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelet. Prosent av samlede internasjonale fordringer
44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument
45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

Valutahandel

46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
48. Motpostene til Norges Banks valuta-transaksjoner med bankene

Standard tegn:

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

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/12 1997	28/2 1998	31/3 1998	30/4 1998
Fordringer på utlandet	235 087	296 505	316 919	313 421	316 734
Internasjonale reserver	170 335	171 368	184 162	189 037	192 625
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	113 313	118 308	118 310	117 793
Andre fordringer på utlandet	17 213	11 824	14 449	6 074	6 316
Fordringer på norske finansinstitusjoner	368	7 506	33	34	46
Lån til private banker	247	7 522	56	68	69
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	176	39	32	21	32
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	12 827	10 999	11 878	11 321	12 226
Ihendehaverobligasjoner	10 686	8 683	9 662	9 668	9 608
Andre verdipapirer	1 727	1 963	1 963	1 349	2 249
Andre fordringer	414	353	253	304	369
Fordringer på andre norske sektorer	862	784	781	860	731
Verdipapirer og utlån	528	515	514	513	517
Andre fordringer	334	269	267	347	214
Varebeholdning produksjonsbedrifter	36	25	26	24	28
Varige driftsmidler	2 223	2 148	2 129	2 120	2 115
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	-	6 520	6 690	6 608
Elendeler i alt	251 403	317 967	338 286	334 470	338 488
Gjeld til utlandet	18 185	12 724	15 469	7 088	7 317
NOK-gjeld til IMF	4 505	3 742	2 893	2 860	2 844
Annen gjeld til utlandet	13 680	8 982	12 576	4 228	4 473
Edler og mynt i omløp	43 324	46 014	42 513	41 704	41 894
Innenlandske innskudd	158 883	217 934	227 053	232 043	235 324
Statskassen	80 586	84 387	92 582	87 945	106 091
Statens petroleumsfond	47 539	113 313	118 308	118 310	117 793
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 190	3 596	3 574	3 461	2 989
Private banker	24 481	13 965	10 038	19 834	6 041
Andre finansinstitusjoner	2 976	2 566	2 441	2 380	2 309
Andre norske sektorer	111	107	110	113	101
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	-	523	797	1 138
Annen innenlands gjeld	458	390	208	210	387
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 554	1 656	1 714	1 695	1 685
Fond	28 999	39 249	39 249	39 249	39 249
Kursreguleringer	-	-	8 566	6 995	5 304
Inntekter	-	-	2 991	4 689	6 190
Gjeld og egenkapital i alt	251 403	317 967	338 286	334 470	338 488
Poster utenom balansen :					
Valuta solgt på levering	1 627	260	1 636	2	1 811
Valuta kjøpt på levering	3 593	261	2 178	357	2 151
Derivater solgt	174	67	1 065	252	113
Derivater kjøpt	1 093	7 436	8 105	7 510	14 785
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310	273	273	273	273

Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/12 1997	28/2 1998	31/3 1998	30/4 1998
Gull	285	284	284	284	284
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 290	2 545	2 669	2 487	2 410
Reserveposisjon i IMF	5 728	7 162	8 394	8 299	8 252
Lån til IMF	733	938	1 077	1 065	1 055
Bankinnskudd i utlandet	3 047	-658	-5 465	-4 265	-6 824
Utenlandske statskasseveksler	7 204	1 286	2 882	2 682	3 323
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	103 037	140 163	146 778	159 452	160 488
Utlån utenlandske banker	44 792	14 896	23 109	14 593	19 262
Opptjente, ikke forfalte renter	3 219	4 751	4 435	4 441	4 375
Totalt	170 335	171 368	184 162	189 037	192 625

Kilde: Norges Bank

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

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 246	3 480	3 395	4 253	3 406
Utlån i alt	178 942	176 831	178 921	180 403	181 510
Herav:					
Til publikum	171 339	170 057	172 479	172 496	175 081
Andre fordringer på statskassen	3 136	3 136	3 136	3 136	3 036
Andre eiendeler	12 358	11 748	11 191	9 856	8 384
Eiendeler i alt	198 682	195 195	196 643	197 648	196 336
Ihendehaverobligasjonslån	14 130	15 290	15 667	16 028	13 545
Herav:					
I norske kroner	13 428	15 253	15 631	16 010	13 527
I utenlandsk valuta	702	37	36	18	18
Andre lån	153 076	150 382	151 819	150 862	152 980
Herav:					
Statskassen	150 253	148 197	149 882	149 214	152 016
Annen gjeld m.v.	23 044	21 091	20 725	22 307	21 444
Aksjekapital, fond	8 432	8 432	8 432	8 451	8 367
Gjeld og egenkapital i alt	198 682	195 195	196 643	197 648	196 336

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning	3 700	3 849	3 702	4 240	3 570
Innskudd i Norges Bank	20 912	33 685	20 878	13 480	17 077
Innskudd i forretnings- og sparebanker	17 310	19 311	14 978	14 828	15 776
Innskudd i utenlandske banker	26 779	20 054	20 687	17 117	17 993
Stats sertifikater	21 923	16 270	17 524	16 290	16 088
Andre sertifikater	23 416	27 181	21 730	24 950	19 694
Stats- og statsbankobligasjoner	25 501	28 696	25 413	23 321	22 035
Andre ihendehaverobligasjoner	27 235	26 487	27 768	31 116	36 044
Lån til utlandet	39 095	41 287	38 743	40 132	46 026
Utlån til publikum	601 185	634 943	662 741	685 707	710 587
Herav:					
I utenlandsk valuta	30 413	34 854	36 667	36 829	39 006
Utlån til finansieringsforetak og forsikring m.v. ²⁾	20 573	25 728	24 099	27 457	27 833
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	57 897	32 728	45 074	27 668	49 416
Andre eiendeler ³⁾	62 361	62 351	64 163	56 331	62 750
Eiendeler i alt	947 887	972 570	987 500	982 637	1 044 889
Innskudd fra publikum	475 972	496 720	494 132	494 025	501 326
Herav:					
I utenlandsk valuta	17 815	17 726	20 402	19 660	19 140
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	18 947	22 827	15 100	15 943	13 251
Innskudd fra finansieringsforetak og forsikring m.v. ²⁾	26 677	24 632	29 580	26 406	28 166
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v.	64 839	40 172	53 075	34 043	55 777
Innlån i form av banksertifikater	35 020	39 909	46 166	45 725	60 405
Lån og innskudd fra Norges Bank	238	136	62	6 991	127
Lån og innskudd fra utlandet	125 279	131 497	110 918	125 425	122 471
Annen gjeld	137 383	150 984	170 499	164 334	193 082
Aksje-/grunnfondskapital	22 685	22 883	22 884	23 242	23 411
Avsetninger, fond etc.	38 189	38 216	38 159	38 847	44 273
Nettoinntekt	2 658	4 594	6 925	7 656	2 600
Gjeld og egenkapital i alt	947 887	972 570	987 500	982 637	1 044 889
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	80 700	73 273	74 008	73 058	80 489
Gjeld overfor utlandet	164 826	173 260	167 390	187 181	203 915

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

²⁾ Omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper, liv- og skadeforsikring samt finansielle hjelpeforetak m.v.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall) samt utlån og andre fordringer som ikke er spesifisert over.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	14 439	13 392	14 105	14 022	15 165
Foretak ²⁾	194 040	213 553	221 410	230 783	246 882
Husholdninger ³⁾	392 706	407 998	427 226	440 902	448 540
Utlån til publikum i alt	601 185	634 943	662 741	685 707	710 587
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	27 245	31 059	26 408	29 583	28 008
Foretak ²⁾	126 902	129 573	136 606	146 211	143 919
Husholdninger ³⁾	321 825	336 088	331 118	318 231	329 399
Innskudd fra publikum i alt	475 972	496 720	494 132	494 025	501 326

¹⁾ Omfatter også Postbanken

²⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statlig eide foretak.

³⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønntakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 191	7 875	8 819	2 013	7 213
Sertifikater	8 611	10 015	11 867	6 060	10 118
Stats- og statsbankobligasjoner	1 842	1 611	1 387	1 248	1 280
Andre ihendehaverobligasjoner	16 769	17 856	15 553	13 585	17 215
Utlån til:					
Finansielle foretak	212	164	357	33	31
Publikum	64 249	68 088	68 204	71 628	74 374
Andre	9 264	10 071	10 333	10 160	12 542
Andre eiendeler	1 525	3 075	653	382	220
Eiendeler i alt	110 663	118 755	117 173	105 109	122 993
Sertifikater	22 735	23 354	21 273	6 455	21 511
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	36 656	33 471	33 165	33 161	33 601
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	30 452	38 264	38 777	37 738	41 793
Andre innlån	11 733	13 507	14 014	18 408	16 564
Egenkapital	6 482	6 482	6 482	6 509	6 729
Annen gjeld	2 605	3 677	3 462	2 830	2 795
Sum gjeld og egenkapital	110 663	118 755	117 173	105 109	122 993

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	765	877	818	733	809
Sertifikater	32	36	47	20	20
Ihendehaverobligasjoner	5	5	5	85	85
Utlån ¹⁾ (brutto)	33 852	35 892	37 483	39 657	41 298
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	31 092	32 976	34 426	37 240	38 976
Utlån til andre sektorer (netto)	1 242	1 442	1 392	1 819	1 958
Andre eiendeler ²⁾	985	1 144	1 245	1 348	1 397
Eiendeler i alt	35 639	37 954	39 598	41 843	43 609
Sertifikater	2 060	2 217	2 141	1 675	1 890
Ihendehaverobligasjonslån	280	250	210	400	550
Lån fra andre enn banker	4 332	4 556	5 330	6 909	6 675
Lån fra banker	20 162	22 065	22 379	23 850	25 392
Annen gjeld m.v.	4 763	4 809	5 420	4 713	4 558
Kapital, fond	4 042	4 057	4 118	4 296	4 544
Gjeld og egenkapital i alt	35 639	37 954	39 598	41 843	43 609

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

²⁾ Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 8. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	7 076	6 926	9 224	9 072	7 730
Norske sertifikater	18 514	16 060	12 385	21 388	17 100
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	0	0	0	0	2
Norske ihendehaverobligasjoner	85 677	91 434	92 925	91 042	96 138
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	34 942	35 111	38 336	42 337	43 547
Norske aksjer og andeler	20 873	23 312	26 941	30 090	35 032
Utenlandske aksjer og andeler	13 163	15 551	15 889	16 383	22 012
Utlån til publikum	48 099	47 337	45 157	34 762	33 399
Utlån til andre sektorer	1 067	1 036	544	366	491
Andre spesifiserte eiendeler	27 000	28 071	27 117	28 888	28 952
Eiendeler i alt	256 411	264 838	268 518	274 328	284 403

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 406	4 005	6 460	4 682	3 355
Norske ihendehaverobligasjoner	40 912	38 152	42 951	43 797	42 432
Utlån til publikum	4 540	4 400	4 230	4 200	4 140
Andre spesifiserte eiendeler	16 318	15 768	16 363	18 848	19 193
Eiendeler i alt	66 176	62 325	70 004	71 527	69 120

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 60% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 10. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 462	7 314	7 657	7 479	6 937
Norske sertifikater	7 091	6 847	6 284	5 540	5 452
Utenlandske sertifikater	86	51	107	62	265
Norske ihendehaverobligasjoner	17 191	19 903	19 570	19 011	18 922
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	7 728	8 340	8 633	10 442	8 064
Norske aksjer	10 083	9 613	10 252	11 608	12 526
Utenlandske aksjer	3 578	3 804	3 908	5 022	6 291
Utlån til publikum	4 635	4 701	4 520	4 217	3 939
Utlån til andre sektorer	126	171	167	203	204
Andre spesifiserte eiendeler	16 495	18 385	17 737	14 953	14 555
Eiendeler i alt	75 475	79 129	78 835	78 537	77 155

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Bankinnskudd	1 832	4 191	2 989	3 166	3 952
Stats- og statsbanksertifikater	1 855	2 194	1 330	2 116	2 339
Andre norske sertifikater	9 455	11 070	12 122	12 944	12 238
Utenlandske sertifikater	645	14	11	12	13
Stats- og statsbankobligasjoner	4 525	3 064	3 673	3 061	3 339
Andre norske obligasjoner	9 968	13 355	14 896	14 703	14 716
Utenlandske obligasjoner	590	1 014	864	985	1 095
Norske aksjer	13 402	24 742	39 642	45 617	44 915
Utenlandske aksjer	2 267	5 244	5 754	7 585	10 957
Andre eiendeler	1 308	1 480	1 671	1 915	1 848
Eiendeler i alt	45 846	66 368	82 952	92 105	95 412

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

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

	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	760	694	335	363	351
Forretnings- og sparebanker	1 262	1 401	1 646	1 532	1 533
Ovrige finansinstitusjoner	4 975	6 560	7 992	8 631	8 803
Kommuneforvaltning og -foretak	2 843	3 622	3 889	3 857	3 917
Ovrige foretak	8 230	13 198	17 076	19 264	20 063
Husholdninger	26 873	38 774	48 396	53 223	56 827
Utlandet	368	1 120	2 620	4 237	2 920
Andelskapital i alt	45 311	65 370	81 954	91 107	94 414

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	58 910	58 919	70 127	86 462	83 463
Stallige låneinstitutter ¹⁾	314	323	918	1 032	401
Forretnings- og sparebanker ²⁾	2 417	5 060	5 699	7 569	8 484
Forsikringselskaper m.v.	25 631	30 289	37 121	53 835	56 009
Andre finansielle foretak	341	343	367	587	628
Kommuneforvaltning og -foretak	125	185	1 051	843	932
Stallig eide foretak m.v.	5 029	5 406	6 267	7 759	6 755
Verdipapirfond ³⁾	11 478	12 667	23 813	43 755	45 571
Andre ikke-finansielle foretak	50 847	57 049	90 998	132 312	152 888
Husholdninger	27 270	31 625	36 209	51 200	52 252
Utlandet	77 945	96 067	136 008	181 249	173 603
Ufordelt	3	1 405	0	0	61
I alt	260 312	299 338	408 580	566 603	581 048

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

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997
Sparebanker	5 193	5 649	5 941	6 000	6 216
Forretningsbanker ¹⁾	12 563	12 578	12 781	12 908	12 914
Forsikringselskaper	956	1 196	1 206	1 222	1 222
Andre finansielle foretak	400	288	1 822	1 822	1 822
Stallig eide foretak	5 329	5 376	5 513	5 513	5 514
Andre ikke-finansielle foretak	25 216	27 234	25 588	29 478	32 585
Utlandet	1 615	1 657	1 179	2 006	2 812
Ufordelt	0	768	357	0	0
I alt	51 271	54 746	54 387	58 949	63 085

¹⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor										I alt ²⁾
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finans- foretak	Forretn.- og spare- banker	Forsik- ringssel- skaper mv.	Andre finans- foretak	Komm.- forv.- og foretak	Andre foretak	Hushold -ninger	Utlandet	Ufordelt	
Forretningsbanker	305	0	1 086	-67	156	-20	1 482	-179	-2 496	8	276
Forsikringselskaper	0	0	-23	-217	0	0	-366	-29	-112	534	-214
Andre finansielle foretak	0	0	235	-12	0	0	-201	-33	-2	12	0
Stallig eide foretak	-575	-44	-72	-298	-4	2	-339	-345	1 694	3	21
Andre ikke-fin. foretak	-786	5	-744	1 619	2	-143	30 699	-3 862	-10 150	397	17 036
Utlandet	1 412	0	-12 899	3 455	-1	8	4 127	1 198	5 945	23	3 268
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	-0	-0	0	0	0
I alt	355	-39	-12 417	4 480	153	-153	35 402	-3 250	-5 121	977	20 387

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	40 539	39 837	37 815	39 003	39 652
Norges Bank	9 753	11 890	10 193	7 952	7 838
Statlige låneinstitutter ¹⁾	19 808	5 464	2 590	3 105	3 589
Forretnings- og sparebanker ²⁾	47 257	59 927	66 284	65 486	63 488
Forsikringselskaper m.v.	119 405	134 816	147 303	161 385	165 209
Andre finansielle foretak	19 152	17 424	11 487	10 230	11 023
Kommuneforvaltning og -foretak	6 216	6 482	6 781	7 952	8 363
Statlig eide foretak m.v.	2 420	2 865	1 908	2 055	2 033
Verdipapirfond ³⁾	11 507	12 531	16 131	17 935	18 150
Andre ikke-finansielle foretak	21 803	20 292	22 520	20 195	22 891
Husholdninger	8 052	9 087	7 552	8 420	8 446
Utlandet	8 570	12 160	17 450	24 100	30 171
Ufordelt	49	716	1	1	82
I alt	314 530	333 491	348 015	367 818	380 935

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

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997
Statsforvaltningen	110 839	123 565	126 297	135 484	137 035
Statlige låneinstitutter ¹⁾	17 724	14 765	13 085	16 588	16 822
Forretnings- og sparebanker ²⁾	54 790	53 431	66 283	79 203	87 514
Private kredittforetak	53 029	51 518	43 256	38 680	39 416
Andre finansielle foretak	1 568	2 340	2 271	2 204	2 350
Kommuneforvaltning og -foretak	43 628	42 779	44 006	42 504	44 090
Statlig eide foretak m.v.	8 026	8 956	11 096	10 435	10 342
Andre ikke-finansielle foretak	16 333	15 792	16 824	17 326	18 340
Husholdninger	840	1 124	1 005	728	718
Utlandet	1 040	1 100	3 056	3 713	4 095
Ufordelt	0	1 154	0	0	0
I alt	307 818	316 525	327 180	346 865	360 721

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

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finansforetak	Forretn.- og sparebanker	Forsikringselskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.-forv. og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Stats- og trygdeforvaltningen	-1 194	-2 475	-7 131	6 988	-335	342	1 976	158	12 422	9	10 758
Statlige låneinstitutter	0	1 101	913	912	25	-13	864	3	-60	0	3 744
Forretnings- og sparebanker	3 131	-0	5 432	7 509	-81	345	4 028	380	38	41	20 822
Kredittforetak	-270	-0	-660	-1 950	165	-86	-710	-442	134	11	-3 807
Andre finansielle foretak	7	0	66	-12	-16	80	-25	-1	38	0	137
Kommuneforvaltning og foretak	882	0	-1 141	-15	27	883	834	5	-3	20	1 491
Statlig eide foretak m.v.	-14	0	-204	205	-86	-22	-601	-33	0	0	-755
Andre ikke-finansielle foretak	152	-2	790	1 529	-199	11	419	176	288	34	3 199
Husholdninger	0	0	-8	-64	-2	-11	8	-20	-0	0	-97
Utlandet	-12	0	42	66	5	16	270	46	-1	0	431
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	2 681	-1 377	-1 901	15 167	-497	1 546	7 063	272	12 856	114	35 924

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

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

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997	31/12 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	745	2 525	5 582	6 392	2 366
Norges Bank	3 914	6 388	1 731	1 984	1 964
Statlige låneinstitutter ¹⁾	11 733	887	965	1 004	322
Forretnings- og sparebanker ²⁾	15 937	31 192	41 792	41 350	44 159
Forsikringselskaper m.v.	24 851	29 707	28 882	29 915	26 874
Andre finansielle foretak	864	845	2 161	10 805	6 024
Kommuneforvaltning og foretak	1 141	1 617	1 794	2 144	3 289
Statlig eide foretak m.v.	758	2 491	1 878	2 930	1 223
Verdipapirfond ³⁾	7 973	12 331	13 137	15 041	14 557
Andre ikke-finansielle foretak	4 166	4 645	7 067	7 984	8 269
Husholdninger	384	591	397	618	261
Utlandet	2 853	4 397	1 422	6 403	8 858
Ufordelt	92	226	0	0	0
I alt	75 411	97 842	106 806	126 570	118 165

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

²⁾ Bankenes sikringsfond og Postbanken (f.o.m. 1995) er lagt til denne sektoren.

³⁾ Rente-, obligasjons- og aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

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

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Statssertifikater	48 000	27 000	36 500	35 000	29 000
Banksertifikater	37 515	43 678	47 095	45 427	48 112
Kreditsertifikater	5 580	7 100	6 624	3 936	3 805
Finanssertifikater	2 100	2 217	2 132	1 675	1 890
Lånesertifikater	31 841	35 685	33 687	32 019	30 988
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	16 305	15 901	15 184	16 585	16 423
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	7 726	9 119	8 761	7 269	7 390
Statlig eide foretak	600	1 850	2 250	1 900	950
Private foretak	7 210	8 815	7 492	6 265	6 225
Utllandet	0	0	0	0	0
I alt	125 036	115 680	126 038	118 057	113 795

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Skade-/kredittforsikringselskaper	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Forretningsbanker	0,6	0,8	1,0	1,2	1,2
Sparebanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lån med garanti	1,9	2,1	2,3	2,4	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Bank	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Markedslån i alt	2,1	2,2	2,4	2,6	2,5

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden			Vekst siste 12 måneder			3-måneders vekst, årlig rate	
	Milliarder kroner			Prosent			Prosent	
	K2	K3 ¹⁾	M2	K2	K3 ¹⁾	M2	K2	M2
1989								
Desember 1990	900,7	1 080,8	429,6	6,9	6,4	7,5		
Desember 1991	928,1	1 092,5	453,4	3,8	3,4	6,0		
Desember 1992	907,2	1 071,4	500,1	-2,4	-2,1	10,6		
Desember 1993	882,3	1 069,5	542,1	-3,3	-1,7	7,3	-4,5	9,5
Desember 1994	875,5	1 074,1	545,7	-1,8	-1,7	0,5	-1,1	1,2
Desember 1995	893,5	1 073,1	582,5	2,3	1,2	6,5	2,7	1,5
Desember 1996	931,3	1 121,9	614,1	4,9	5,1	5,1	5,7	3,6
Juni 1996	955,6	1 148,9	629,6	5,4	4,6	3,9	5,9	1,7
Juli 1996	962,1	1 149,6	636,8	5,7	5,1	4,7	6,1	0,2
August 1996	969,0	1 154,8	626,5	5,8	5,2	1,5	6,1	-0,2
September 1996	975,6	1 166,8	628,9	5,9	5,5	2,6	7,1	0,6
Oktober 1996	981,3	1 172,6	637,0	6,1	5,6	3,3	7,8	-0,6
November 1996	987,3	1 175,2	635,8	6,4	5,4	2,6	8,2	1,9
Desember 1996	990,9	1 214,0	643,8	6,2	5,8	5,7	7,5	5,3
1997								
Januar 1997	1 000,3	1 215,5	641,4	6,8	6,0	3,8	7,4	6,2
Februar 1997	1 008,2	1 229,6	637,8	7,2	6,8	1,1	7,4	4,6
Mars 1997	1 013,9	1 234,6	638,6	7,4	6,8	0,7	8,3	0,2
April 1997	1 030,3	1 272,9	639,2	8,2	8,2	1,3	9,3	-1,2
Mai 1997	1 038,1	1 282,9	649,6	8,4	8,2	3,3	10,4	0,9
Juni 1997	1 051,2	1 299,3	651,3	9,4	8,9	3,5	11,9	4,7
Juli 1997	1 059,6	1 314,0	660,3	9,3	9,3	3,7	11,8	9,9
August 1997	1 065,5	1 314,0	661,2	9,3	9,3	5,5	11,4	9,8
September 1997	1 072,8	1 324,7	673,1	9,6	9,9	7,0	9,9	11,7
Oktober 1997	1 082,2	1 338,8	670,0	9,9	10,4	5,2	9,9	9,1
November 1997	1 090,4	1 352,4	675,4	9,9	11,0	6,2	9,9	9,6
Desember 1997	1 097,8	1 356,7	673,5	10,1	9,0	4,6	9,8	5,0
1998								
Januar 1998	1 110,0	...	694,7	10,2	...	8,3	9,4	8,1
Februar 1998	1 118,5	...	693,4	10,3	...	8,7	9,2	8,8
Mars 1998	1 127,9	...	691,0	10,6	...	8,2	9,8	12,5
April 1998	1 133,4	...	690,8	9,8	...	8,1	9,8	6,3

K2 = 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.

¹⁾ K3 er ikke korrigert for reviderte K2 tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Innenlandsk kreditt til publikum etter kilde.
Beholdningstall i mill. kroner. Vekst siste 12 mndr. i prosent.

	31/12-1995		31/12-1996		31/12-1997		31/3-1998	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker	521 352	9,6	583 923	11,9	685 707	16,8	710 628	17,5
Statlige låneinstitutter	175 439	-0,6	172 126	-1,9	172 497	0,2	175 081	2,1
Norges Bank	590	-3,8	525	-11,0	512	-2,5	511	-1,9
Kredittforetak	62 052	-1,0	59 520	-4,4	71 628	17,6	74 374	12,5
Finansieringsselskaper	30 430	25,5	30 266	-0,5	37 240	22,6	38 976	24,9
Livsforsikringselskaper	52 000	-16,5	48 099	-7,5	33 398	-30,6	32 148	-32,1
Pensjonskasser og -fond	6 061	-13,4	5 312	-12,4	4 230	-20,4	4 210	-7,9
Skadeforsikringselskaper	3 961	-4,5	4 635	17,0	3 939	-15,0	3 760	-20,0
Obligasjonsgjeld ¹⁾	68 649	1,0	72 080	5,0	72 371	0,4	71 161	-0,3
Sertifikatgjeld	9 657	70,3	14 436	49,5	15 434	6,9	14 507	-6,6
Markedslån	4 100	2,5	2 200	-46,3	2 600	18,2	2 500	19,0
Sum innenlandsk kreditt (K2) ²⁾	934 291	4,9	993 122	6,2	1 099 556	10,1	1 127 856	10,6

¹⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

²⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator (K2).

Kilde: Norges Bank

Tabell 23 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1996		1997		1/1-31/3			
	Beløp	%	Beløp	%	1997		1998	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	-38,2	-6,3	-42,3	-6,5	-8,8	-1,4	7,3	1,1
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	-4,3	-0,7	-10,3	-1,6	-15,6	-2,4	5,6	0,8
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-3,3	-0,5	0,5	0,1	-0,8	-0,1	2,5	0,4
Private bankers og Postbankens kredittlån (+)								
og inntektsoverskudd (-)	61,9	10,1	92,3	14,3	14,7	2,3	7,6	1,1
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-0,5	-0,1	4,7	0,7	1,3	0,2	1,5	0,2
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,8	-0,1	-0,8	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	1,6	0,3	-18,0	-2,8	19,9	3,1	7,8	1,2
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	14,5	2,4	8,5	1,3	-16,2	-2,5	-11,3	-1,7
Endring i pengemengden i alt	34,8	5,7	29,5	4,6	-6,0	-0,1	16,9	2,5
Memo: Oljeskatter	33,1	5,4	44,9	7,0	1,6	0,3	1,9	0,3

Fotnoter står under tabell 23 b.

Tabell 23 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ⁴⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Beløp	%
1990	30 120	211 011	64 800	305 931	153 966	459 897	24 896	5,7
1991	31 838	228 906	65 093	325 837	181 976	507 813	47 916	10,4
1992	32 452	255 496	65 090	353 038	191 198	544 236	36 423	7,2
1993	35 741	268 691	69 115	373 547	172 420	545 967	1 731	0,3
1994	37 957	280 660	78 712	397 329	183 773	581 102	35 135	6,4
1995	39 076	282 983	80 100	402 159	208 124	610 283	29 181	5,0
1996	39 864	315 589	81 343	436 796	208 334	645 130	34 847	5,7
1997								
Januar	37 752	316 915	80 287	434 954	209 864	644 818	23 766	3,8
Februar	37 729	318 267	81 875	437 871	206 850	644 721	7 303	1,1
Mars	37 452	316 330	83 571	437 353	201 786	639 139	4 380	0,7
April	36 806	313 084	81 135	431 025	201 750	632 775	8 291	1,3
Mai	36 797	313 704	85 108	435 609	200 908	636 517	20 407	3,3
Juni	38 095	337 597	83 904	459 596	198 382	657 978	22 040	3,5
Juli	37 462	331 573	86 740	455 775	202 241	658 016	23 713	3,7
August	37 280	332 100	88 651	458 031	203 218	661 249	34 475	5,5
September	38 023	342 485	91 399	471 907	203 450	675 357	44 025	7,0
Oktober	37 715	343 011	90 274	471 000	204 986	675 986	33 440	5,2
November	38 542	336 051	93 935	468 528	200 893	669 421	39 209	6,2
Desember	42 259	341 724	95 732	479 715	194 870	674 585	29 455	4,6
1998								
Januar	40 089	347 909	102 090	490 088	208 048	698 136	53 318	8,3
Februar	39 332	349 544	99 477	488 353	212 234	700 587	55 866	8,7
Mars	38 591	346 513	96 656	481 760	209 759	691 519	52 380	8,2
April	38 604	339 637	96 353	474 594	209 311	683 905	51 130	8,1

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 statlige låneinstitutters inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innstående på skattekonti i banker. 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).

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

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. bank-sertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialopp-gaver.

Tabell 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekt (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1.-3. kvartal		pr. 30/9	
	1994	1995	1996	1996	1997	1996	1997
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	5,4	12,9	9,6	12,1	15,7	345,6	359,4
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,2	-0,8	-0,3	0,0	0,3	8,5	9,3
Aksjer m.v. ³⁾	1,1	0,8	5,6	4,9	4,0	91,5	118,5
Verdipapirfondsandeler	6,4	2,1	5,8	2,9	7,3	32,7	54,2
Forsikringskrav	16,7	18,6	20,6	14,2	17,8	303,6	334,4
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	11,1	2,3	2,4	-2,4	-0,1	80,4	84,9
Fordringer i alt	40,5	35,9	43,7	31,7	45,0	862,3	960,7
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	19,6	26,5	43,8	28,6	41,9	370,1	427,2
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	-0,8	0,6	-2,3	-1,5	-1,2	124,8	122,0
Lån i private kreditforetak og fin.selskaper	0,6	0,4	-9,5	-6,3	2,6	36,7	36,1
Lån i forsikringselskaper	-4,6	-3,5	-0,2	0,1	-11,6	42,1	30,2
Annen gjeld ⁵⁾	-2,2	-0,8	-4,0	-9,6	-5,8	66,3	65,7
Gjeld i alt	13,3	23,2	27,8	11,3	25,9	640,0	681,2
Netto	27,2	12,7	15,9	20,4	19,1	22,3	279,5

¹⁾Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

³⁾VPS-registrente og ikke VPS-registrente aksjer og grunnfondsbevis.

⁴⁾Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav og skattefordringer.

⁵⁾Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og pålopte, ikke betalte renter.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

Likviditetstilførsel-/inndragning-	1/1-31/12		1/1-31/5	
	1996	1997	1997	1998
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	-43 859	-70 362	-57 745	-33 676
Statspapirer	-5 973	-13 845	-14 827	1 559
Valutemarkedet	86 397	68 209	41 812	21 133
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 621	-2 548	3 721	3 612
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	-1 539	897	618	...
D-lån	-2 366	-370	-100	1 091
F-lån	-7 180	7 425	4 645	-7 425
Annen sentralbankfinansiering	-6 508	4 666	8 104	3 528
Reserver i alt	17 350	-5 928	-13 772	-10 178
Hørav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	17 426	-5 927	-13 772	-10 178
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	-76	-1	0	0

¹⁾Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering kan det oppstå avvik fra bankenes egne oppgaver til bankstatistikken.

Kilde: Norges Bank

Rentestatistikk

Tabell 26. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1997								
Mai	3,5	3,4	3,6	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
Juni	3,6	3,4	3,7	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
Juli	4,0	3,8	4,2	4,0	4,5	4,4	5,4	3,4
August	4,0	3,8	4,2	4,0	4,7	4,6	5,5	3,5
September	4,0	3,7	4,2	3,9	4,6	4,4	5,5	3,5
Oktober	3,9	3,7	4,1	4,0	4,6	4,4	5,5	3,5
November	3,9	3,7	4,2	3,9	4,7	4,5	5,5	3,5
Desember	4,0	3,6	4,2	3,9	4,7	4,4	5,5	3,5
1998								
Januar	4,0	3,7	4,1	3,8	4,6	4,3	5,5	3,5
Februar	3,9	3,8	4,1	3,8	4,5	4,3	5,5	3,5
Mars	4,2	4,0	4,3	4,1	4,7	4,5	5,6	3,6
April	4,2	4,0	4,3	4,1	4,7	4,6	5,8	3,8
Mai	4,4	4,3	4,6	4,5	5,0	4,9	5,9	3,9

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

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

Kilde: Norges Bank

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

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1997											
Mai	3,2	3,6	3,1	3,4	6,4	0,5	4,1	5,0	4,1	-0,7	0,2
Juni	3,1	3,6	3,1	3,3	6,6	0,6	4,1	4,9	4,1	-0,7	0,3
Juli	3,1	3,6	3,1	3,3	7,0	0,6	4,1	5,1	4,2	-0,2	0,8
August	3,3	3,6	3,1	3,4	7,1	0,5	4,2	5,1	4,3	-0,3	0,7
September	3,3	3,6	3,3	3,3	7,2	0,5	4,1	4,9	4,3	-0,4	0,5
Oktober	3,6	3,8	3,6	3,5	7,3	0,5	4,3	5,0	4,5	-0,6	0,3
November	3,7	3,9	3,7	3,6	7,5	0,3	4,3	5,1	4,8	-0,8	0,1
Desember	3,7	3,9	3,6	3,6	7,6	0,3	4,4	5,1	4,5	-0,8	0,0
1998											
Januar	3,6	3,9	3,5	3,5	7,5	0,7	4,4	5,0	4,5	-0,7	0,2
Februar	3,5	3,8	3,4	3,5	7,5	0,6	4,4	5,1	4,4	-0,7	0,2
Mars	3,5	3,8	3,5	3,5	7,5	0,6	4,5	5,0	4,3	-0,4	0,5
April	3,6	3,9	3,6	3,6	7,4	...	4,5	5,0	4,3	-0,3	0,4
Mai	3,6	4,5	3,7	3,6	7,0	...	4,5	5,0	4,4	0,0	0,7

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner.¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1997						
Mai	4,4	4,7	5,0	5,4	6,0	6,3
Juni	4,4	4,7	5,0	5,4	6,0	6,3
Juli	4,8	5,0	5,2	5,6	6,0	6,4
August	5,0	5,3	5,4	5,8	6,1	6,5
September	4,9	5,1	5,3	5,6	5,9	6,3
Oktober	4,9	5,1	5,2	5,6	5,7	6,2
November	4,9	5,1	5,3	5,6	5,7	6,2
Desember	4,8	5,1	5,1	5,5	5,5	5,9
1998						
Januar	4,7	5,0	5,0	5,4	5,3	5,8
Februar	4,6	4,9	4,9	5,3	5,2	5,7
Mars	4,7	5,0	5,0	5,4	5,2	5,8
April	4,8	5,1	5,0	5,5	5,3	5,8
Mai	5,1	5,4	5,3	5,7	5,5	6,0

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjestående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på statsobligasjoner¹⁾ i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1997											
Mai	5,8	6,5	5,8	5,7	7,1	2,7	6,5	6,8	6,3	-0,1	0,2
Juni	5,8	6,4	5,7	5,6	7,1	2,6	6,3	6,6	6,2	-0,1	0,1
Juli	5,7	6,2	5,5	5,4	7,0	2,4	6,0	6,3	6,0	0,1	0,3
August	5,7	6,3	5,6	5,6	7,1	2,2	6,1	6,4	6,1	0,1	0,3
September	5,7	6,2	5,6	5,5	6,8	2,1	6,0	6,3	6,0	0,0	0,2
Oktober	5,7	6,2	5,6	5,6	6,5	1,9	6,0	6,1	5,9	-0,1	0,1
November	5,6	6,1	5,7	5,6	6,6	1,8	6,1	6,0	5,9	-0,1	0,1
Desember	5,4	5,8	5,5	5,3	6,4	1,8	5,9	5,9	5,6	-0,1	0,1
1998											
Januar	5,2	5,5	5,3	5,1	6,1	1,8	5,4	5,6	5,4	0,0	0,2
Februar	5,1	5,4	5,2	5,0	6,0	1,8	5,3	5,6	5,3	0,0	0,2
Mars	5,0	5,2	5,1	5,0	6,0	1,7	5,2	5,7	5,2	0,1	0,3
April	5,0	5,2	5,1	5,0	5,8	1,8	5,3	5,7	5,2	0,2	0,3
Mai	5,0	5,3	5,1	5,0	5,9	1,6	5,3	5,7	5,2	0,3	0,4

¹⁾ Statsobligasjoner med gjestående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjestående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjestående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

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

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾			
	Rammelån	Nedbetalingslån		Utlån	Rammelån	Nedbetalingslån		Utlån
	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	i alt	Kassekreditter og byggelån	Utlån med pant i bolig	Andre utlån	i alt
1. kvartal 1997								
Forretningsbanker	7,96	5,50	5,76	5,89	8,14	5,50	5,91	5,97
Sparebanker	8,16	5,50	6,18	5,90	8,37	5,51	6,27	5,94
Sum banker	8,03	5,50	5,93	5,90	8,22	5,51	6,07	5,96
2. kvartal 1997								
Forretningsbanker	7,72	5,26	5,61	5,71	7,86	5,27	5,71	5,76
Sparebanker	7,87	5,42	6,04	5,79	8,08	5,43	6,12	5,83
Sum banker	7,77	5,34	5,79	5,75	7,93	5,35	5,88	5,79
3. kvartal 1997								
Forretningsbanker	7,98	5,53	5,88	5,96	8,12	5,54	5,98	6,02
Sparebanker	7,92	5,75	6,27	6,08	8,11	5,76	6,35	6,12
Sum banker	7,96	5,64	6,05	6,02	8,12	5,65	6,14	6,06
4. kvartal 1997								
Forretningsbanker	7,98	5,48	5,75	5,88	8,04	5,49	5,84	5,93
Sparebanker	7,98	5,73	6,22	6,06	8,14	5,74	6,29	6,09
Sum banker	7,98	5,61	5,94	5,96	8,08	5,62	6,02	6,00
1. kvartal 1998								
Forretningsbanker	7,80	5,44	5,68	5,84	7,92	5,46	5,76	5,90
Sparebanker	7,86	5,69	6,16	6,01	8,02	5,70	6,22	6,04
Sum banker	7,82	5,57	5,87	5,92	7,95	5,58	5,95	5,96

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

	Ordinære vilkår	Spesielle vilkår	Innskudd i alt	Anfordring	Tidsinnskudd
1. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,42	3,24	2,58	2,34	3,32
Sparebanker	2,44	3,54	2,69	2,29	3,47
Sum banker	2,43	3,39	2,63	2,32	3,40
2. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,32	3,26	2,50	2,26	3,30
Sparebanker	2,36	3,47	2,59	2,21	3,42
Sum banker	2,34	3,36	2,54	2,24	3,37
3. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,60	3,60	2,79	2,55	3,63
Sparebanker	2,64	3,72	2,87	2,51	3,64
Sum banker	2,62	3,66	2,83	2,53	3,64
4. kvartal 1997					
Forretningsbanker	2,58	3,63	2,78	2,53	3,64
Sparebanker	2,71	3,71	2,92	2,59	3,63
Sum banker	2,64	3,67	2,85	2,56	3,63
1. kvartal 1998					
Forretningsbanker	2,61	3,62	2,80	2,55	3,64
Sparebanker	2,72	3,73	2,94	2,60	3,64
Sum banker	2,66	3,68	2,86	2,57	3,64

Kilde: Norges Bank

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

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
1. kvartal 1997	5,0	5,5	5,2
2. " "	4,9	5,4	5,1
3. " "	5,2	5,4	5,3
4. " "	5,2	5,4	5,3
1. kvartal 1998	5,2	5,4	5,3

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
1. kvartal 1997	6,6	6,4	6,5
2. " "	6,2	6,2	6,2
3. " "	6,2	6,3	6,3
4. " "	6,2	6,3	6,3
1. kvartal 1998	6,2	6,2	6,2

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

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

	1996	1997	1. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	6,5	5,7	5,6	5,7
Rentekostnader	4,3	3,8	3,6	3,9
Netto renteinntekter	2,2	1,9	2,0	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,1	1,3	1,1
Andre driftskostnader	2,4	2,1	2,1	2,0
Driftsresultat før tap	1,0	0,9	1,2	0,9
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,2	-0,1	-0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,2	1,0	1,2	1,0
Kapitaldekning i prosent ²⁾	11,5	10,8	11,3	10,0
Herav:				
Kjernekapital	8,1	7,6	7,8	7,3

¹⁾ Morbanker og utenlandskelede filialer.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

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

	1996	1997	1. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	7,0	5,9	6,0	5,8
Rentekostnader	3,7	3,0	3,1	3,1
Netto renteinntekter	3,2	2,9	2,9	2,6
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,3	1,1
Andre driftskostnader	2,9	2,6	2,6	2,4
Driftsresultat før tap	1,4	1,4	1,5	1,3
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	0,1	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,3	1,5	1,6
Kapitaldekning ²⁾	13,9	13,3	13,6	12,4
Herav:				
Kjernekapital	10,4	10,0	10,2	9,7

¹⁾ Et utvalg på 30 sparebanker.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

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

	1996	1997	1. kvartal	
			1997	1998
Netto renteinntekter	5,0	4,9	5,1	4,8
Sum andre driftsinntekter	2,5	2,7	2,3	2,5
Andre driftskostnader	4,1	4,2	4,2	4,0
Driftsresultat før tap	3,3	3,4	3,2	3,2
Bokførte tap på utlån og garantier	0,2	0,3	0,3	0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	3,5	3,1	2,9	3,2
Kapitaldekning ²⁾	15,9	15,8	16,1	15,9
Herav:				
Kjernekapital	14,8	14,8	15,2	14,5

¹⁾ Gjelder 16 morselskap.

²⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

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

	1996	1997	1. kvartal	
			1997	1998
Renteinntekter	6,1	6,2	6,4	6,0
Rentekostnader	5,4	5,6	5,6	5,3
Netto renteinntekter	0,8	0,7	0,8	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,1	0,2	0,1	0,1
Andre driftskostnader	0,4	0,3	0,3	0,3
Driftsresultat før tap	0,5	0,6	0,6	0,6
Bokført tap på utlån og garantier	0,1	-0,0	-0,0	-0,0
Resultat av ordinær drift (før skatt)	0,5	0,6	0,6	0,6
Kapitaldekning ¹⁾	17,4	17,5	16,4	16,6
Herav:				
Kjernekapital	14,3	13,6	13,6	12,9

¹⁾ Endringer i reglene f.o.m. 31.12.96.

Kilde: Norges Bank

Valutakurser

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

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1997										
Mai	101,82	8,1167	414,75	108,91	137,50	122,98	11,529	5,9525	92,03	7,0612
Juni	103,44	8,1936	417,46	109,64	139,31	123,68	11,840	6,3048	93,07	7,2041
Juli	104,81	8,2191	415,44	109,08	140,17	123,14	12,423	6,4551	95,22	7,4315
August	104,68	8,1754	413,96	108,67	138,45	122,82	12,233	6,4698	95,41	7,6286
September	102,48	8,0487	409,06	107,44	136,68	121,69	11,701	6,0570	95,03	7,3157
Oktober	100,51	7,9239	402,66	105,75	134,31	120,02	11,547	5,8440	93,44	7,0753
November	101,15	8,0398	407,40	107,04	135,24	121,67	11,904	5,6377	93,33	7,0544
Desember	101,46	8,0593	407,85	107,07	134,95	121,84	12,050	5,5992	93,09	7,2501
1998										
Januar	102,82	8,1476	412,39	108,26	136,25	123,15	12,246	5,7844	93,46	7,4875
Februar	103,88	8,2240	416,40	109,26	137,29	124,22	12,383	6,0085	93,52	7,5546
Mars	104,04	8,2180	415,05	108,89	136,78	123,81	12,584	5,8816	95,13	7,5773
April	103,87	8,2158	415,08	108,85	136,75	123,82	12,585	5,7014	96,28	7,5262
Mai	103,78	8,2576	419,54	110,10	138,05	125,11	12,188	5,5186	98,81	7,4441

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

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

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1997					
Mai	1,7026	2,7799	3,372	69,743	118,77
Juni	1,7257	2,8360	3,375	66,223	114,28
Juli	1,7890	2,9907	3,374	64,362	115,13
August	1,8429	2,9553	3,370	63,999	117,92
September	1,7883	2,8603	3,361	67,557	120,79
Oktober	1,7572	2,8676	3,355	68,906	121,07
November	1,7316	2,9220	3,349	72,279	125,15
Desember	1,7777	2,9545	3,347	72,844	129,49
1998					
Januar	1,8157	2,9695	3,349	71,323	129,50
Februar	1,8143	2,9739	3,352	69,311	125,75
Mars	1,8256	3,0319	3,352	70,578	128,85
April	1,8132	3,0321	3,352	72,809	132,01
Mai	1,7743	2,9052	3,353	76,032	134,91

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1996	1997	Jan-feb	
			1997	1998
Varebalansen	79 192	76 290	16 387	7 113
Tjenestebalansen	8 586	266	2 157	-31
Rente- og stonadsbalansen	-19 211	-19 782	-3 771	-1 662
A. Driftsbalansen	68 567	56 774	14 773	5 420
Fordelt på:				
Oljevirksomhet ¹⁾	146 811	152 448	27 374	20 932
Utenriks sjøfart ¹⁾	26 684	28 702	4 884	4 610
Annet	-104 928	-124 376	-17 485	-20 122
B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet	-820	-1 277	-217	-26
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	10 378	4 143	3 710	9 590
I form av:				
Direkte investeringer	-16 170	-3 116	-2 547	-4 197
Porteføljeinvesteringer	-17 230	-21 365	10 209	22 124
Andre finansinvesteringer	63 698	31 268	-16 948	-16 118
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-19 920	-2 644	12 996	7 781
Fordelt på:	10 378	4 143	3 710	9 590
Statsforvaltningen	-13 539	-9 560	2 766	3 176
Kommuneforvaltningen	-1 391	-1 070	-277	315
Forretnings- og sparebanker	53 831	39 882	-16 588	-11 297
Forsikring	-10 887	-17 595	964	-18
Andre finansselskaper	6 869	10 561	12 582	10 412
Utenriks sjøfart	5 887	3 851	1 384	474
Oljevirksomhet	-7 009	4 202	-1 828	4 292
Andre private og statlige foretak	-3 463	-23 484	-8 289	-5 545
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-19 920	-2 644	12 996	7 781
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)	78 125	59 640	18 266	14 984
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl.	-2 616	6 844	-4 283	5 530
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	75 509	66 484	13 983	20 514
Herav ³⁾ :				
Internasjonale reserver	26 839	1 033	14 094	12 794
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	65 774	-185	4 995

¹⁾ Spesifisert i Norges Bank på grunnlag av poster i utenriksregnskapet.

²⁾ Negative tall representerer netto kapitalutgang.

³⁾ Spesifikasjoner fra Norges Banks balanse.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	31/12 1996			31/12 1997			28/2 1998		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen ¹⁾	9,2	62,5	-53,3	9,5	54,1	-44,6	9,5	57,9	-48,4
Norges Bank	224,5	19,5	205,0	287,8	14,8	273,0	311,3	17,9	293,4
Statlige låneinstitutter	1,0	1,7	-0,7	1,1	0,9	0,2	1,1	0,9	0,2
Forretnings- og sparebanker ²⁾	59,2	128,0	-68,8	73,1	184,7	-111,6	85,8	187,2	-101,4
Kredittforetak	21,8	39,2	-17,4	21,2	55,4	-34,2	27,5	73,8	-46,3
Finansieringsselskaper	0,9	8,4	-7,5	1,3	10,1	-8,8	1,4	10,4	-9,0
Forsikringsselskaper	60,5	4,1	56,4	76,8	3,0	73,8	77,6	3,9	73,7
Kommuneforvaltning	0,0	1,0	-1,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2
Kommuneforetak	0,0	2,7	-2,7	0,0	2,6	-2,6	0,1	2,8	-2,7
Statsforetak	67,1	70,1	-3,0	81,6	84,3	-2,7	82,2	94,1	-11,9
Andre norske sektorer	110,1	179,3	-69,2	155,5	222,4	-66,9	167,0	227,1	-60,1
Ufordelte og stat. avvik	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	2,6	-5,1	0,0	-5,1
Alle sektorer	554,3	516,5	37,8	710,5	632,2	78,3	758,4	676,2	82,2

Merk:

De presenterte balansetallene er hentet fra Statistisk sentralbyrås årlige finanstelling. Tallene for 1997 og 1998 fremkommer ved å kombinere finanstillingen med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken og sektorstatistikk for forsikrings- og kredittforetak.

¹⁾ Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

²⁾ Inklusiv Postbanken.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	1994	1995	1996	3. kvartal		Utestående 30. sept. 1997
				1996	1997	
Total	276,9	680,0	514,5	163,7	119,2	8 619,3
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	0	257,3	312,0	71,9	91,9	2 803,6
banker (og ufordelt)	277,3	422,7	202,6	91,9	27,3	5 815,7

¹⁾ Med internasjonale fordringer (external positions) menes det

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendinger i fremmed valuta
- tilsvarende fordringer utenom utlån

Kilde: BIS

Tabell 43. Bankenes internasjonale fordringer, valutafordelt.
Prosent av samlede internasjonale fordringer

	Desember			3. kvartal	
	1994	1995	1996	1996	1997
Amerikanske dollar (USD)	32,6	31,9	32,7	32,2	34,3
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,6	10,6
Sveitsiske franc (CHF)	3,0	3,0	2,6	2,9	2,6
Japanske yen (JPY)	10,6	10,9	9,9	10,0	9,6
Britiske pund (GBP)	3,1	2,9	3,5	3,0	3,7
Franske franc (FRF)	3,3	3,9	3,6	3,9	3,3
Italienske lire (ITL)	2,4	2,8	3,7	3,3	3,8
ECU	2,1	1,8	1,4	1,6	1,1
Ufordelt ¹⁾	31,2	31,1	30,9	31,5	31,0
Totalt i mrd. USD	7 116,7	8 072,6	8 299,6	8 151,9	8 619,3

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 44. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliarder USD

	1993	1994	1995	1996	1997
Emisjoner av obligasjoner	481,0	428,6	467,3	708,8	831,6
– av dette med flytende rente	69,8	96,3	78,9	165,7	213,1
Bankullån	136,7	236,2	370,2	345,2	390,4
Annen internasjonal opplåning	8,2	4,9	3,8	4,5	2,7
Samlet opplåning	625,8	669,7	841,3	1 058,5	1 224,7

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1993	1994	1995	1996	1997
OECD-området	86,3	87,7	90,1	88,3	85,8
Ikke-OECD land	9,9	10,5	7,8	9,4	11,9
Internasjonale institusjoner og andre land	3,8	1,8	2,1	2,3	2,3

Kilde: OECD

Valutahandel

Tabell 46. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndig- hetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Pub- likum	Ut- landet	Sum	Pub- likum	Ut- landet	Pub- likum	Ut- landet
1997 April	0,0	16,5	38,4	-13,0	41,9	71,5	111,4	33,1	124,3
Mai	0,0	15,0	38,0	-14,1	38,9	70,5	108,5	32,5	122,6
Juni	0,0	19,7	42,2	-8,4	53,5	70,0	104,0	27,8	112,4
Juli	0,0	21,9	43,4	-12,9	52,4	70,6	116,4	27,2	129,3
August	0,1	25,3	45,7	-13,8	57,3	75,5	126,8	30,0	140,6
September	0,0	38,6	40,2	-2,5	76,3	71,2	136,1	31,0	138,6
Oktober	0,0	35,1	33,5	-4,2	64,4	70,5	157,3	37,0	161,6
November	0,0	20,0	32,6	20,8	73,4	63,4	159,7	30,8	138,9
Desember	0,0	23,6	33,6	22,7	79,9	61,2	155,0	27,6	132,3
1998 Januar	0,0	15,4	36,3	24,8	76,9	61,6	178,8	25,3	154,0
Februar	0,0	15,0	37,9	25,7	78,6	63,4	180,5	25,5	154,9
Mars	0,0	24,4	28,1	24,5	77,0	56,4	195,0	28,3	170,4
April	0,0	21,7	27,6	37,7	87,0	55,3	212,5	27,7	174,7

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner

²⁾ Statsforvaltn., trygdeforvaltn. og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 47. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997	31/12 1997	31/3 1998
Valutaaktiva, spot	102 069	106 049	107 498	108 383	114 755
Valutapassiva, spot	150 009	176 368	175 142	187 670	202 614
1. Spotbalanse, netto	-47 940	-70 319	-67 644	-79 287	-87 859
2. Terminbalanse, netto	47 691	63 131	77 202	76 098	80 718
3. Opsjonsposisjon mot NOK	9	-42	-94	-47	33
4. Totalposisjon (1+2+3)	-240	-7 230	9 464	-3 236	-7 108

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene (Milliarder kroner)

	1996		Uke i 1998																	
	1-52	1-52	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	1-21				
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-90	-66	-1,04	-1,35	-1,26	-0,88	-0,88	-0,87	-0,53	-0,70	-0,88	-0,68	-0,88	-0,88	-0,66	-20,37				
1. Spot	-90	-66	-1,04	-1,35	-1,26	-0,88	-0,88	-0,87	-0,53	-0,70	-0,88	-0,68	-0,88	-0,88	-0,66	-20,37				
2. Termin	0	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	0,00	0,00				
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																				
B. Utlendet¹⁾																				
1. Spot	-24	-47	-4,48	-2,30	-0,36	12,43	6,26	2,89	-15,39	-13,79	10,06	-0,76	-6,97	11,51	-23,08					
2. Termin	-11	-16	2,61	-2,80	-5,40	16,76	0,06	-4,75	4,57	-5,10	10,20	-2,97	0,92	2,35	-5,83					
	-13	-31	-7,09	0,50	5,04	-4,33	6,20	7,64	-19,96	-8,69	-0,14	2,21	-7,89	9,16	-17,25					
C. Norske sektorer, utenom bankene¹⁾																				
1. Spot	-66	3	1,97	0,37	-1,65	-14,54	11,68	-4,96	0,12	13,50	8,93	-10,53	1,41	4,49	-11,27	-2,82				
2. Termin	-57	9	0,56	6,78	-0,52	-17,32	15,57	-9,02	1,17	11,13	10,84	-9,07	-2,82	3,54	-12,84	-4,57				
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	-7	-13	1,80	-0,63	-3,77	-1,24	2,88	0,56	1,46	2,43	-3,09	2,96	2,97	0,06	4,02	14,86				
	-2	-26	-0,39	-5,78	2,64	4,02	-6,77	3,50	-2,51	-0,06	1,18	-4,42	1,26	0,89	-2,45	-13,11				
D. Annet	0	11	1,52	0,58	0,75	1,24	-2,60	-2,18	-3,53	1,19	3,99	-0,22	-1,54	1,61	-0,90	5,52				
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	1	1	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	1,87				
2. Kurstap spot, utlandet	-2	1	-0,02	0,07	-0,10	-0,35	-0,73	0,20	-0,12	-0,91	0,16	-0,26	-0,86	0,45	-0,34	0,14				
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	0	12	0,88	-0,27	0,76	1,22	1,55	-1,52	-1,93	1,43	-0,06	2,31	-1,82	0,23	-0,78	1,87				
4. Økning i bankenes totalposisjon	1	-3	0,57	0,69	0,00	0,28	-3,51	-0,95	-1,57	0,58	3,80	-2,36	1,05	0,84	0,13	1,64				
Spesifikasjon:																				
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																				
Netto NOK-fordringer på bankene	0	-5	4,93	-3,52	-2,17	7,58	-5,63	1,46	-4,97	3,63	-13,26	12,74	-2,45	1,61	-2,39	-2,99				
VPS-registrerte aksjer	-9	9	-0,92	-0,46	-0,86	-0,39	-1,19	-0,50	0,13	0,04	2,80	-1,55	0,06	-0,50	0,33	-3,64				
VPS-registrerte obligasjoner	-5	-13	-1,94	1,20	-2,35	0,49	-2,51	-0,87	-0,18	0,74	2,25	-0,02	0,17	-0,24	2,48	-4,28				
VPS-registrerte sertifikater	3	-7	0,54	-0,02	-0,02	9,08	-0,58	-0,03	0,27	0,16	3,11	-0,97	-0,74	0,04	1,93	5,08				
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	-16	2,61	-2,80	-5,40	16,76	-9,91	0,06	-4,75	4,57	-5,10	10,20	-2,97	0,91	2,35	-5,83				
Memo:																				
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet																				
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-60	-4,28	-5,49	4,67	-0,06	-5,90	7,80	3,08	-15,58	-6,87	-1,64	5,68	-5,88	10,08	-11,98				

¹⁾ Positive tall innebærer valutasaig fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

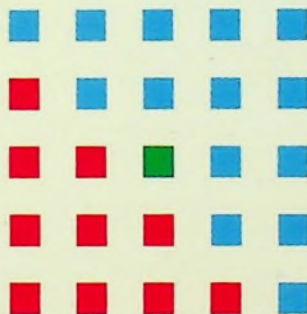
<i>Reg.nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	71 369 nbank n	22 41 31 05
	Kristiansund kontor	Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	71 57 24 00		71 57 24 01

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 nblil n	61 25 99 44
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	51 56 86 00	33 047 nbsta n	51 89 54 01
	Haugesund kassectr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	52 72 85 00	42 893 nbhd n	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, 7005 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 1313, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



Returadresse:
Norges Bank, Informasjonsavdelingen
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
(P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)