

Penger og Kreditt 1997/4

ARKIVEKSEMPLAR



NORGES BANK

NORGES BANKS
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek



013299VPA

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, Abonnementsservice
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: Harald Bøhn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, Avd. for finansielle instrumenter og betalingsystemer
Brynjulv Vollan, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Kåre Hagelund, Økonomisk avdeling
Else Bothun, Juridisk avdeling
Poul Henrik Poulsson, Informasjonsavdelingen

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 10¹/₂ pkt. Times

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt trykkes på miljøvennlig papir – Svanemerket.

INNHold

- 435 Hard landing?
Leder

Kvartalsoversikt med inflasjonsrapport:

- 436 Inflasjonsrapport - Perspektiver mot år 2001
Temaer utdypet i egne rammer:

- 441 – Inflasjon og valutakurs
444 – Sammenlikning med fremskrivningene i Penger og Kreditt 1996/4
450 – Nytt tallmateriale i RIMINI-modellen

- 461 Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar

- 473 Finansielt utsyn

Tema utdypet i egen ramme:

- 491 – Om datagrunnlaget og nøkkelstørrelser som benyttes i analysen av husholdnings- og foretakssektorene

Artikkeldel:

- 493 Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996
Anne Sofie Jore
- 503 Tap og gevinster på valutauroen i desember 1996 og januar 1997
Knut Kobberstad og Terje Åmås
- 509 Euro-innføringen - konverteringsscenariet og rettslige konsekvenser for finansiell formue i EU-valutaer
Andreas Sand og Anders Svor
- 517 Euroens rolle i det internasjonale monetære system
Heidi Lohrmann
- 526 Om elektroniske penger
May Helle Lund, Thorvald Grung Moe og Eline Vedel
- 533 Kontanters rolle som betalingsmiddel
Kai Larsen og Sverre William Skagemo

Brev/uttalelser m.v. og tabellidel:

- 540 Forslag til retningslinjer for Statens petroleumsfond
Norges Banks brev av 22. august 1997 til Finansdepartementet
- 552 Retningslinjer for Statens petroleumsfond
Vedtak av 3. oktober 1997 fra Finansdepartementet
- 554 Det økonomiske opplegget for 1998
Norges Banks brev av 3. november 1997 til Finansdepartementet
- 568 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 570 Tabeller

- I - V *Innholdsfortegnelse for årgang 1997*

Redaksjonen avsluttet:

- Kvartalsoversikten: 10. desember
Artikler: 5. desember
Tabelldelen: 9. desember

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

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 handelspartene, 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.

HARD LANDING?

Den inflasjonsrapport Norges Bank nå legger fram, viser at vi står foran en periode med et markant konjunkturførløp i norsk økonomi. Den sterke veksten ser ut til å fortsette de neste to årene. Begrensninger på tilbudssiden i økonomien - og da først og fremst knapphet på arbeidskraft - må til slutt føre til et konjunkturomslag. Utsiktene til en begynnende lavkonjunktur fra 2000 må derfor ses i sammenheng med den sterke oppgangen nå, med tilhørende sterk lønnsvekst og tilstramming i arbeidsmarkedet som sannsynlig resultat.

Et markert konjunkturførløp kan, i prinsippet, dempes gjennom den økonomiske politikken. En innstramming nå ville gi et mer stabilt førløp med lavere vekst de nærmeste par årene, men også muligheter for et mindre kraftig fall i produksjons- og sysselsettingsveksten når høykonjunktoren går mot slutten.

I vurderingen av politikktutforming må det legges stor vekt på usikkerheten i den økonomiske situasjonen. Dette kan selvsagt slå begge veier. For eksempel kan vi ha undervurdert fleksibiliteten i arbeidsmarkedet.

Men i den tilstand økonomien befinner seg i øyeblikket, er det størst grunn til å være på vakt mot ekspansive sjokk. Det ville være mulig å innrette den samlede økonomiske politikken slik at vi står bedre rustet mot slike sjokk.

Både utsiktene til overoppheting av økonomien og risikoen for nye sjokk som forsterker konjunktorene, taler altså for en stram økonomisk politikk. Alternativet kan bli en «hard landing» for norsk økonomi om noen år.

Norges Bank er pålagt å holde stabil kronkurs. Det innebærer at pengepolitikken ikke kan brukes til å påvirke konjunkturutviklingen. Finanspolitikken har gått over fra å virke dempende på den økonomiske veksten til å virke tilnærmet nøytralt i år og neste år. Når heller ikke finanspolitikken innrettes med sikte på effektiv konjunkturstyring, legges et enda større ansvar enn før på partene i arbeidslivet.

Kjell Storvik

1 SAMMENDRAG

2 UTSIKTER FOR INFLASJONEN DE NÆRMESTE TO ÅRENE

- 2.1 Nytt siden sist
- 2.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Utdyping:

- Inflasjon og valutakurs
- Sammenlikning med fremskrivningene i Penger og Kreditt 1996/4
- Nytt tallmateriale i RIMINI-modellen

3 PERSPEKTIVER FOR NORSK ØKONOMI MOT 2001

- 3.1 Hovedtrekk ved den økonomiske utviklingen
- 3.2 Internasjonale rammebetingelser
- 3.3 Produksjon og arbeidsmarked
- 3.4 Lønns- og prisutviklingen
- 3.5 Utenriksøkonomien
- 3.6 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

4 UTFORDRINGER FOR NORSK ØKONOMI

- 4.1 Hvilken vei kan utviklingen ta?
- 4.2 Hvordan oppnå en mer balansert utvikling?
- 4.3 Risikoer

I SAMMENDRAG

Anslagene i denne rapporten peker i retning av at høykonjunkturen forsterkes ytterligere de neste to årene. Fortsatt vekst i privat konsum og eksport bidrar til høy etterspørsel etter arbeidskraft og kraftig nedgang i ledigheten. Dersom vi legger til grunn en videreføring av lønnsdannelsen slik den har vært på 1990-tallet, vil et strammere arbeidsmarked bringe lønnsveksten opp fra 4 prosent i år til 5 prosent i 1998 og videre opp til 6 prosent i 1999.

Til tross for sterkere lønnsvekst, vil konsumprisene øke moderat. Vi anslår at konsumprisveksten øker fra $2\frac{1}{2}$ prosent i år, til $2\frac{3}{4}$ prosent i 1998 og 3 prosent i 1999.

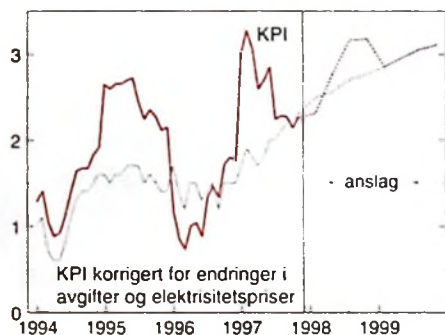
Inflasjonsrapporten inneholder denne gangen også perspektiver for norsk økonomi fram mot 2001. Referansebanen for disse mellomlangsiktige fremskrivningene illustrerer en utvikling der vi fra århundreskiftet får et markert omslag i konjunkturutviklingen. Etter hvert vil sysselsettingsveksten stoppe opp, og vi kan få en økning i ledigheten mot slutten av fremskrivningsperioden. Prisveksten tiltar gjennom hele perioden, og kan komme opp i $3\frac{1}{2}$ prosent i 2001.

Konjunkturomslaget i referansebanen fra og med 2000 må ses i sammenheng med svekkelsen av konkurranseevnen som følger av høy lønnsvekst og et stramt arbeidsmarked. Svekket lønnsomhet og lavere kapasitetsutnyttelse, sammen med en forventet nedgang i petroleumsinvesteringene fører til en nedgang i næringsinvesteringene. Dette bidrar til en avmatning av den økonomiske veksten og etter hvert tiltakende ledighet.

Anslagene i rapporten bygger på sentrale forutsetninger om blant annet den økonomiske politikken. I siste del av rapporten drøfter vi usikkerheten i fremskrivningene og illustrerer hvordan finanspolitikken kan innrettes for å oppnå en mer balansert utvikling enn det vi ser for oss i referansebanen. En innstramming i offentlige utgifter på om lag $1\frac{1}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge neste år mot en tilsvarende økning mot slutten av perioden, vil gi et jevnere forløp i sysselsettingsveksten og stabilisere lønns- og prisveksten.

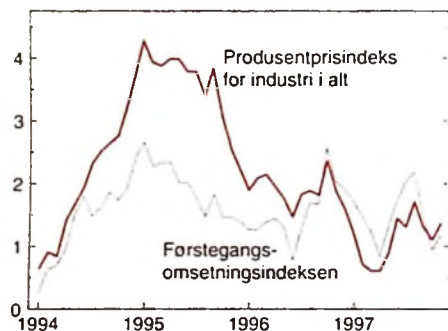
På den annen side er det flere forhold som kan skape større ubalanser i økonomien enn anslått i referansebanen. Dersom lønnsveksten blir kraftigere ved lave ledighetsnivåer enn det vår makroøkonomiske modell RIMINI indikerer, kan dette svekke tilliten til norsk økonomi og lede til forventninger om depresiering av kronekursen og renteoppgang. En slik utvikling vil kunne føre til et betydelig mer markert konjunkturforløp enn anslått i referansebanen, med et sterkere konjunkturomslag mot slutten av perioden.

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



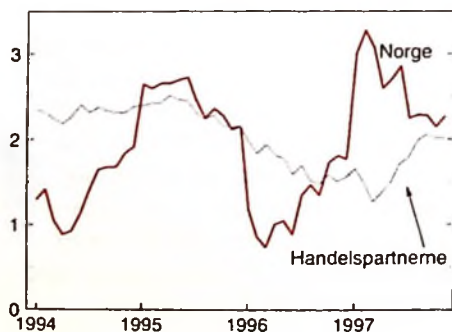
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Engros og produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.3 Konsumprisene i Norge og utlandet. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og OECD

2.1 Nytt siden sist

Tiltakende underliggende inflasjon

Konsumprisveksten viste en avtakende tendens fra februar i år, da prisstigningen var oppe i 3,3 prosent målt fra samme periode året før, og fram til juli måned. Dette forløpet må blant annet ses på bakgrunn av avgiftsendringer og endringer i strømprisene. De siste månedene har tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen vært i området 2,1 -2,3 prosent.

Korrigert for avgiftsendringer og strømpriser har den underliggende prisveksten vist en tiltakende tendens inneværende år. Fra et gjennomsnitt på 1,5 prosent i 1996 var tolvmånedersveksten i den underliggende prisveksten i november i år kommet opp i 2,3 prosent. Det er særlig husleie og tjenestepriiser som har bidratt til økningen, mens prisveksten på varer har vært stabil eller noe avtakende. Den lave importprisveksten gjenspeiler blant annet den sterke kronekursen sist vinter.

Det siste året har konsumprisene vokst sterkere i Norge enn hos våre handelspartnere, men denne forskjellen har minsket de siste månedene. I oktober var den norske prisveksten på linje med handelspartnerne. Ifølge den harmoniserte prisindeksen var prisveksten i EU-landene 1,7 prosent i oktober, og i Norge var den 1,9 prosent.

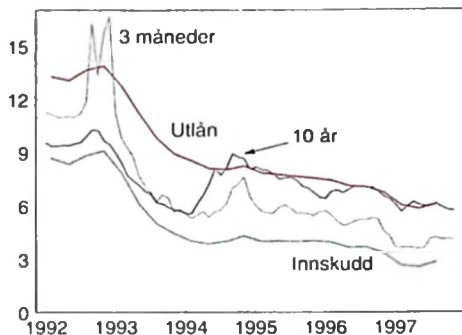
Stabile renter og valutakurs

Norske renter har i løpet av høsten kommet på linje med det tyske rentenivået og er nå blant de laveste i Europa. Således er differansen til tyske tremånedersrenter, som var 0,5 prosentpoeng i september, nå eliminert. Dette reflekterer blant annet at Bundesbank økte reponenten med 0,3 prosentpoeng i oktober uten noen tilsvarende norsk rentøkning.

Tremåneders eurokronerenten er omtrent uendret siden forrige inflasjonsrapport. Med et nivå på rundt 4 prosent er den omtrent 1 prosentpoeng lavere enn gjennomsnittet i 1996. Tysklands renteheving ble fulgt av en rekke andre europeiske land, og den negative differansen til den teoretiske ECU-renten har i perioden siden forrige inflasjonsrapport økt fra 0,5 prosentpoeng til 0,8 prosentpoeng.

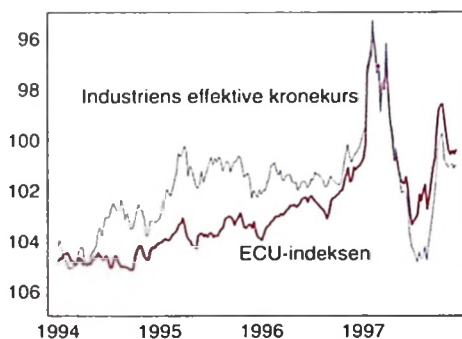
Den norske rentøkningen i sommer har i løpet av tredje kvartal ført til en økning i publikums renter med om lag 0,3 prosentpoeng fra andre kvartal. Dette er et noe raskere gjennomslag enn vi tidligere har sett i det norske pengemarkedet, noe som trolig er et resultat av sterk konkurranse og dermed stramme rentemarginer i banknæringen. Utlånsrentene er imidlertid fortsatt 1,5 prosentpoeng under nivået ved inngangen til 1996.

Figur 2.4 Renteutviklingen i Norge. Bankenes gjennomsnittlige innskudds- og utlånsrente, tremåneders eurokronerente og tiårs statsobligasjonsrente



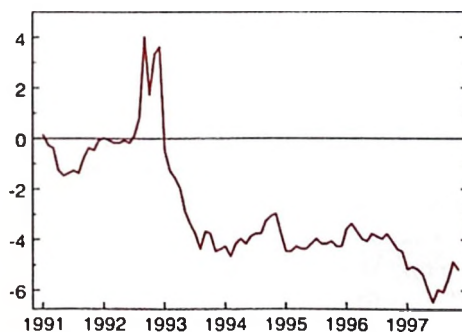
Kilde: Norges Bank

Figur 2.5 ECU-indeksen og industriens effektive kronekurs. Stigende kurve innebærer appresiering



Kilde: Norges Bank

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



Kilde: Norges Bank

De langsiktige norske rentene har falt noe siden forrige inflasjonsrapport. Rentedifferansen til tysk tiårsrente ligger i underkant av 0,2 prosentpoeng. Dette er til dels betydelig lavere enn de øvrige nordiske landene.

Målt mot ECU har kronen svekket seg med 0,8 prosent siden forrige inflasjonsrapport. Det siste året har imidlertid kronen styrket seg med rundt 1 prosent. Målt ved industriens effektive kronekurs har kronen styrket seg noe siden forrige inflasjonsrapport. Dette gjenspeiler blant annet en viss svekkelse av amerikanske dollar.

Siden begynnelsen av 1996 har pengepolitikken virket ekspansivt på økonomien. Norges Banks monetære indeks (MCI) sammenfatter virkningen av realkurs- og realrenteendringer på innenlandsk etterspørsel. Et fall i indeksen indikerer at rente- og valutaforholdene virker i mer ekspansiv retning på økonomien. Vurdert ved MCI er innretningen av pengepolitikken om lag like ekspansiv som ved forrige inflasjonsrapport.

Den ekspansive pengepolitikken reflekteres også ved at pengeaggregater og kredittstørrelser nå vokser raskere enn nominelt BNP for Fastlands-Norge. Publikums innenlandske bruttogjeld (K2) gikk opp med 9,8 prosent siste tolv måneder fram til utgangen av oktober. Årsveksten har stort sett vært jevnt tiltakende siden oktober 1992. Tolv månedersveksten i den registrerte pengemengden (M2), som har steget måned for måned siden mars, falt fra 7,3 prosent i september til 5,6 prosent i oktober. Også den snevre pengemengden (M1) vokser raskere enn nominelt BNP for Fastlands-Norge.

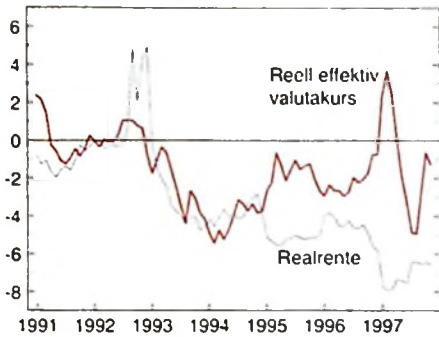
Etterspørselsveksten holder seg oppe

Foreløpige nasjonalregnskapstall for tredje kvartal tyder på fortsatt kraftig vekst i norsk økonomi. Etterspørselen fra Fastlands-Norge vokste i tredje kvartal med 5,0 prosent fra samme kvartal i fjor, som var sterkere enn i første halvår. Både privat konsum og investeringene i fastlandsøkonomien har bidratt til etterspørselsveksten. For investeringene kan en stor del av økningen knyttes til store kommunale investeringer i forbindelse med innføring av skolestart for seksåringer. Videre har en kraftig vekst i oljeinvesteringene og fortsatt høy eksportvekst bidratt til å trekke opp samlet etterspørsel i år.

Bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge fortsatte å vokse i tredje kvartal, hovedsakelig som følge av produktionsvekst i industri, kraftforsyning og bygg og anlegg. Hitil i år har BNP for Fastlands-Norge økt med 3,2 prosent sammenliknet med samme periode i fjor.

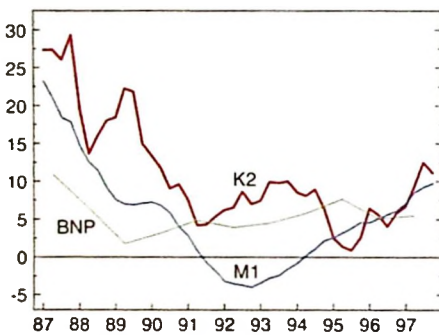
Ifølge tall fra Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU) og sysselsettingsregnskapet i kvartalsvis nasjonalregnskap, økte sysselsettingen med nærmere 65 000 personer, eller 3 prosent, fra samme periode i fjor. AKU-

Figur 2.7 Komponentene i MCI. Januar 1992=0



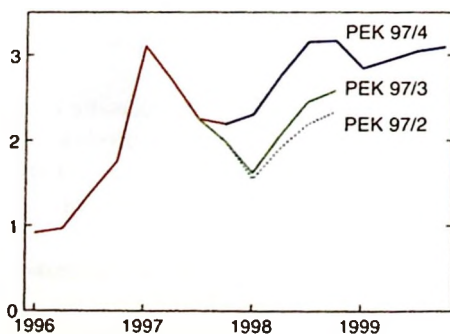
Kilde: Norges Bank

Figur 2.8 Innenlandsk kreditt i alt (K2), pengemengden (M1) og nominelt BNP for Fastlands-Norge. Vekst fra samme periode året for



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 Anslag på konsumprisveksten nå og tidligere. Tolv måneders-vekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ledigheten var i tredje kvartal 4,1 prosent, og i gjennomsnitt har ledigheten falt med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng hittil i år. En tilsvarende nedgang i ledigheten fremkommer i Arbeidsdirektoratets statistikk over registrerte ledige personer.

Det finanspolitiske opplegget for 1998 ser ut til å bli mer ekspansivt enn tidligere antatt. Innstrammings-effekten anslås nå til $\frac{1}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge, mot et anslag på $\frac{3}{4}$ prosent i Nasjonalbudsjettet for 1998.

2.2 Norges Banks inflasjonsanslag

Gjennomsnittlig konsumprisvekst fra 1996 til 1997 anslås som sist til $2\frac{1}{2}$ prosent, mens anslaget for neste år er oppjustert fra $2\frac{1}{4}$ prosent til $2\frac{3}{4}$ prosent. Oppjusteringen skyldes i hovedsak avgiftsopplegget for 1998, som antas å øke konsumprisveksten med 0,4 prosentpoeng, mens normaliseringen av elektrisitetsprisene fra det høye nivået sist vinter isolert sett trekker prisveksten noe ned. For 1999 anslår vi konsumprisveksten til 3 prosent.

Korrigert for avgifter og strømpriser anslår vi at den underliggende prisveksten vil øke fra 2 prosent i år til $2\frac{1}{2}$ prosent i 1998 og 3 prosent i 1999. Økningen i den underliggende prisveksten skyldes i første rekke at både lønnsveksten og importprisveksten anslås å ta seg opp fra og med neste år. For 1999 antas som en teknisk forutsetning at avgiftene justeres i takt med den generelle prisstigningen.

Moderate prisimpulser fra utlandet

Vekstutsiktene er bedret i Kontinental-Europa og kapasitetsutnyttelsen holder seg høy i USA og Storbritannia. Prisveksten blant våre handelspartnere, som anslås til $1\frac{3}{4}$ prosent i 1997, ventes likevel å holde seg moderat også fremover, blant annet fordi pengepolitikken i en rekke land er rettet inn mot å holde inflasjonen lav. Uroen i finansielle markeder i Asia bidrar også til lavere prisvekst internasjonalt, men virkningen for våre handelspartnere er trolig begrenset. Vi antar at konsumprisveksten blant handelspartnerne vil ta seg noe opp, til $2\frac{1}{4}$ prosent i 1998 og i underkant av $2\frac{1}{2}$ prosent i 1999. Disse anslagene innebærer at prisstigningen blant handelspartnerne de neste to årene vil ligge noe lavere enn i Norge.

Industriens effektive valutakurs har styrket seg noe siden forrige inflasjonsrapport. Som en teknisk forutsetning legger vi også denne gang til grunn at det gjennomsnittlige kursnivået fra siste måned videreføres fremover. Det gir en appresiering av den effektive valutakursen på om lag $\frac{1}{2}$ prosent fra 1996 til 1997 og en depresiering på i underkant av $\frac{1}{4}$ prosent fra 1997 til 1998. Prisveksten på importerte varer har over lengre tid vært svak. Vi antar imidlertid at importprisveksten vil ta seg noe opp fremover som følge av noe høyere prisvekst i utlandet og fordi importprisene har en tendens til å øke i takt med høyere kapasitetsutnyttelse og sterkere kostnadsvekst for norske bedrifter. Samlet antar vi

Tabell 2.1 *Konsumpriser i utlandet. Prosentvis vekst fra forrige år*

	1997	1998	1999
USA	2½	2¾	2¾
Japan	1¾	1	1
Tyskland	1¾	2¼	2¼
Storbritannia	3	3¼	3
Sverige	1	2	2½
Finland	1¾	2¼	2¼
Danmark	2¼	2½	2¾
Norges handelspartnere	1¾	2¼	2½
EU-12-landene ¹⁾	2	2¼	2¼

¹⁾ Sammenveid med vektene i ECU-indeksen

Kilde: Norges Bank

at importprisene på tradisjonelle varer faller med ½ prosent i 1997, og vokser med 1 prosent i 1998 og 1¼ prosent i 1999. Dette innebærer noe sterkere, men fortsatt moderate, prisimpulser fra utlandet de neste to årene.

En tilbakevending til utgangsløiet for kronekursen, slik dette er definert i kursforskriften, vil isolert sett gi et tillegg til konsumprisveksten på vel ¼ prosentpoeng i 1998 og om lag ½ prosentpoeng i 1999, se nærmere drøfting i egen ramme.

Strammere arbeidsmarked presser lønnsveksten opp

Vi anslår årslønnsveksten til 4 prosent i inneværende år. Situasjonen på arbeidsmarkedet har de siste årene vært preget av sterk sysselsettingsvekst, kombinert med høy tilstrømming til arbeidsmarkedet. Selv om arbeidsledigheten fort-

INFLASJON OG VALUTAKURS

Denne rammen skisserer virkningen på konsumprisveksten av endrede forutsetninger om valutakursen. I referansebanen har vi som vanlig lagt til grunn, som en beregningsteknisk forutsetning, at industriens effektive kronekurs holdes uendret ut prognoseperioden. Andre forutsetninger om valutakursen vil ha en direkte virkning for pris- og lønnsveksten og gi et annet forløp for etterspørsel og produksjon.

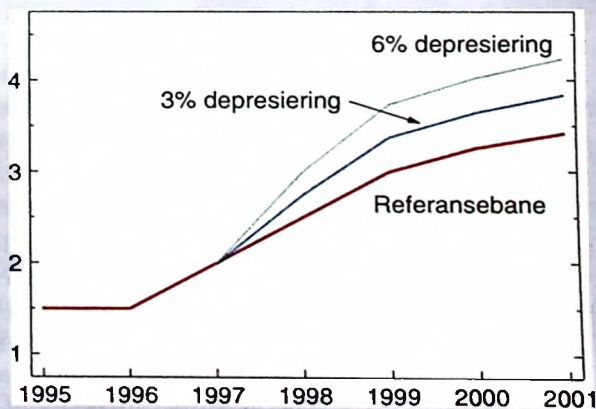
Det tar erfaringsmessig nokså lang tid før virkningen av valutakursendringer forplanter seg til konsumprisene. Ifølge vår makroøkonomiske modell RIMINI vil 15-20 prosent av en kursendring veltes over på det innenlandske prisnivået etter ett år. Fullt gjennomslag får vi først etter 7-8 år. Dette indikerer at depresieringen av den importveide valutakursen i perioden fra 1982 til 1993 hadde en langvarig prisdrivende effekt i norsk økonomi. Siden 1994 har imidlertid den importveide kronekursen styrket seg litt, men med betydelige svingninger. Legger vi til grunn sammenhengene i RIMINI-modellen, har valutakurs-svingninger dermed ikke gitt noe selvstendig bidrag til konsumprisveksten i 1997.

Ifølge forskriften for pengepolitikken fra mai 1994 skal kronen over tid være stabil mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i det leiet kronen hadde i perioden etter 10. desember 1992. For å illustrere en svekkelse fra dagens kurs, har vi anslått virkningene på

konsumprisveksten ved hjelp av RIMINI. Figuren nedenfor viser virkningen på konsumprisene av en depresiering på henholdsvis tre og seks prosent fra første kvartal neste år. Om lag halvparten av depresieringen blir veltet over på prisnivået innenfor figurens tids-horisont.

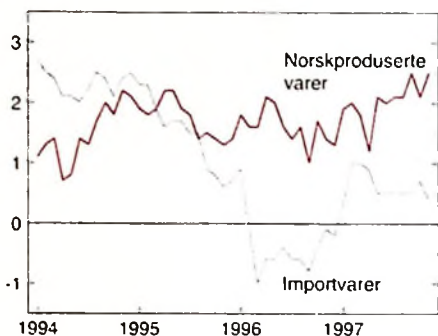
I denne beregningen er det ikke gjort egne vurderinger om renteutviklingen som følge av valutakursutviklingen. Skulle kronen komme under et betydelig depresieringspress, slik vi opplevde under forrige konjunkturoppgang, kan det i en bredere vurdering være rimelig å anta en økning i rentene i forhold til andre europeiske land. Det vil i så fall gjennom lavere etterspørselsvekst dempe utslagene i konsumprisveksten i forhold til figuren.

Figur 1. *Underliggende årlig konsumprisvekst ved alternative forutsetninger om depresiering i første kvartal 1998*



Kilde: Norges Bank

Figur 2.10 Konsumprisene eksklusive avgifter og elektrisitetspriser. Norskproduserte varer og importerte varer. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2.2 Ulike institusjoners anslag på konsumprisutviklingen i Norge i 1998 og 1999¹⁾. Prosentvis endring fra året for.

	1998	1999
Finansdepartementet	2½	–
Statistisk sentralbyrå	2,7	2,4
OECD ²⁾	2¾	3
IMF	2½	–
Norges Bank	2¾	3
Private institusjoner ³⁾		
høyeste anslag	3,2	3,7
gjennomsnitt	2,7	3,0
laveste anslag	2,3	2,3

¹⁾ Siste offentlige anslag fra de respektive institusjonene

²⁾ Konsumdeflator

³⁾ Basert på anslag fra 12 private institusjoner for 1998 og 8 private institusjoner for 1999

satt er noe høyere enn under tidligere konjunkturoppganger, er det klare tegn til knapphet på arbeidskraft i stadig større deler av arbeidsmarkedet. Med fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi vil etterspørselen etter arbeidskraft holde seg oppe, og pressproblemer på arbeidsmarkedet vil forsterke seg ytterligere fremover. Erfaringsmessig resulterer dette i tiltakende lønnsvekst. På den annen side har lønnsomhetsutviklingen i konkurranseutsatte næringer vært moderat i år, noe som vil bidra til å dempe lønnsvirkningen av et strammere arbeidsmarked. Vi legger til grunn en videreføring av lønnsdannelsen slik den har vært på 1990-tallet, se nærmere omtale i kapittel 3. Samlet tilsier dette at lønnsveksten kan ta seg opp til 5 prosent i 1998 og 6 prosent i 1999.

Mens produktivitet utviklingen i norsk næringsliv var svak i 1996 og anslås svak også i 1997, legger vi til grunn en noe bedre produktivitet utvikling videre utover i frem-skrivningsperioden, om lag på linje med den trendmessige veksten i produktiviteten de siste ti årene. Dette vil bidra til å dempe virkningene av økt lønnsvekst på bedriftenes kostnader og dermed på konsumprisene.

Normalisering av strømprisene

Strømprisene til norske husholdninger falt kraftig fram til juli i år, men har de siste to månedene økt noe. Det kan se ut til at strømprisene nå har normalisert seg og at vi fremover vil få en mer jevn utvikling i prisene, sammenliknet med de store endringene som har vært det siste året. Temperatur- og nedbørsforhold vil likevel fortsatt kunne gi volatile strømpriser. Vi har i våre prognoser lagt til grunn at strømprisene vil utvikle seg i takt med den generelle konsumprisveksten fremover. Dette innebærer noe sterkere prisimpulser fra strømprisene sammenliknet med forrige inflasjonsrapport.

Noe sterkere vekst i husleiene

Veksten i husleiene har tatt seg noe opp inneværende år, blant annet som følge av press i boligmarkedet, etter at veksten var svært moderat i de foregående årene. Vi antar at husleieutviklingen vil følge den generelle konsumprisutviklingen. Dette innebærer et større bidrag til prisveksten fra denne komponenten sammenliknet med foregående år og en svak oppjustering av anslaget for de kommende to år.

Inflasjonsforventninger

Norges Bank samler inn inflasjonsanslag fra 12 private institusjoner. I gjennomsnitt forventer disse institusjonene en prisvekst på 2,7 prosent i 1998, det vil si det samme som ved fremleggelsen av forrige inflasjonsrapport. Av de private institusjonene har 8 gitt anslag også for 1999, og disse forventer i gjennomsnitt at prisveksten tar seg opp til 3,0 prosent dette året. Anslagene varierer fra 2,3 til 3,7 prosent.

Tabell 3.1 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1997	1998-99 ¹⁾	2000-01 ¹⁾
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	4½	3¼	1½
Privat konsum	3½	4¼	2¼
Offentlig konsum	2	2¼	1¼
Realinvesteringer i			
Fastlands-Norge	10¼	1¼	-1¼
Realinvesteringer i			
oljeutvinning og			
rørtransport	25	-9	-14½
Eksport	4¼	6	3¼
Herav:			
Olje, gass og			
rørtransport	1	8¼	2¼
Tradisjonelle varer	8	5½	3¼
Import	9¼	3¼	2½
Tradisjonelle varer	8	3½	2½
BNP	3¼	3¼	1¼
BNP, Fastlands-Norge	3½	3	¼

¹⁾ Gjennomsnittlig årlig volumendring

Kilde: Norges Bank

3.1 Hovedtrekk ved den økonomiske utviklingen

Det synes klart at vi nå nærmer oss toppen av en høykonjunktur, og at en stram innretning av den økonomiske politikken er avgjørende for å sikre at oppgangen kan ledes over i en periode med balansert vekst. Dette er nærmere drøftet i kapittel 4.

Anslagene peker i retning av at aktivitetsveksten i økonomien vil holde seg høy de nærmeste to årene med høy etterspørsel etter arbeidskraft, redusert arbeidsledighet og et strammere arbeidsmarked. En kraftig nedgang i ledigheten de nærmeste årene vil, basert på erfaringer for hvordan lønnsdannelsen virker, kunne føre til en markert økning i lønnsveksten.

Med en slik kostnadsutvikling må en vente en svekkelse av norsk industris konkurranseevne de neste årene. Dette vil på litt sikt bidra til lavere lønnsomhet og fall i sysselsettingen innenfor den konkurranseutsatte delen av norsk næringsliv, kanskje spesielt innenfor hjemmekonkurrerende industri. Samtidig øker produksjon og sysselsetting i offentlig sektor og i skjermede næringer gjennom hele perioden. Dermed endres strukturen i norsk økonomi ved at ressurser flyttes over fra konkurranseutsatt til skjermet sektor. Dette må også ses i sammenheng med at vekstimpulsene dreies fra investeringer og eksport og over mot privat forbruk.

Som en følge av økt produksjonskapasitet kombinert med en svekkelse av konkurranseevnen, venter vi at bedriftsinvesteringene i løpet av fremskrivningsperioden vil avta, særlig innenfor industrien. Det ser også ut til at vi kan få en nedgang i oljeinvesteringene fra og med 1999, noe som bidrar til en avdemping i etterspørselsimpulsene rettet mot norsk økonomi. Etter hvert vil sysselsettingsveksten stoppe opp, og vi kan få en økning i ledigheten mot slutten av fremskrivningsperioden.

Bildet av et markert konjunkturforløp ser ut til å være relativt robust overfor moderate endringer i forutsetningene. Usikkerheten er først og fremst knyttet til styrken i forløpet. Virkningene av å endre ulike forutsetninger om den økonomiske politikken er nærmere drøftet i kapittel 4.

Generelt har fremskrivninger av den typen vi presenterer, historisk hatt en tendens til å undervurdere styrken i konjunkturbevegelsene. Det skyldes at det i en referansebane av denne typen ikke legges til grunn at økonomien rammes av nye sjokk, for eksempel i form av internasjonale begivenheter, som pr. definisjon jo ikke kan forutses. Erfaringsmessig er det imidlertid nettopp slike sjokk som enten setter i gang eller sterkt påvirker konjunkturbevegelsene, og de

SAMMENLIKNING MED FREMSKRIVNINGENE I PENGER OG KREDITT 1996/4

I denne rammen sammenlikner vi anslag for noen makroøkonomiske hovedstørrelser fra Inflasjonsrapport 1996/4 med anslagene i denne rapporten. For 1997 anslår vi nå etterspørselen fra Fastlands-Norge 1¼ prosentpoeng høyere enn for et år siden. Det er særlig konsum og realinvesteringer i offentlig sektor som ser ut til å bli høyere enn vi antok for et år siden, mens det ikke har vært noen endring i anslaget for privat konsum. Veksten i boliginvesteringen ser også ut til å bli omtrent som ventet for et år siden. Realinvesteringene i oljesektoren blir derimot betydelig høyere, og veksten i eksporten av tradisjonelle varer ser også ut til å bli sterkere. BNP-veksten i Fastlands-Norge anslås nå ½ prosentpoeng høyere. Veksten i sysselsettingen er betydelig oppjustert, fra 30 000 til drøye 60 000 personer. Siden også arbeidsstyrken er oppjustert, er endringen i anslaget for arbeidsledigheten mindre. Lønnsveksten ser ut til å bli mer moderat enn ventet, mens anslaget for konsumprisveksten er det samme som for et år siden.

Fremskrivningene i Inflasjonsrapport 1996/4 for årene 1997 til 2000 viste en avdemping av den økonomiske veksten fra 1996. Ifølge anslagene ville arbeidsledigheten gradvis falle ned mot 3 prosent, og lønns- og prisveksten ville øke gjennom hele fremskrivningsperioden. De mellomlangtsiktige anslagene som presenteres i denne rapporten innebærer sterkere økonomisk vekst de første årene, med en mer markert nedgang i veksten mot slutten av fremskrivningsperioden. Etterspørselen fra Fastlands-Norge anslås nå å øke med vel 1 prosentpoeng mer i perioden 1997 til 1999 i årlig gjennomsnitt enn vi la til grunn for et år siden (figur 1). Veksten i oljeinvesteringene er lite endret etter 1997. Den økte etterspørselsveksten motsvares av at veksten i BNP for Fastlands-Norge også anslås høyere i fremskrivningsperioden (figur 2). Sysselsettingsveksten er betydelig oppjustert de første årene, men stopper opp ved slutten av perioden (figur 3). Arbeidsledigheten faller tilsvarende, men begynner å øke igjen ved århundreskiftet (figur 4).

Lønnsveksten er nå anslått lavere enn for et år siden både for 1997 og 1998, men deretter blir veksten liggende betydelig høyere (figur 5).

Anslag for noen makroøkonomiske hovedstørrelser for 1997. Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	PEK 1996/4	PEK 1997/4
Realøkonomi		
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3¼	4½
Privat konsum	3½	3½
Offentlig konsum	1	2
Bruttoinvesteringer	5½	10¾
Pålopte oljeinvesteringer	8	25
Eksport tradisjonelle varer	6½	8
Import tradisjonelle varer	5	7
BNP	3½	3¼
Fastlands-Norge	3	3½
Sysselsetting	1½	3
Arbeidsstyrke, AKU	1	2¼
Arbeidsledighetsrate, AKU	4½*	4¼
Konsumpriser	2½	2½
Årslønn	4¾	4

* Anslaget var opprinnelig 4 prosent etter den gamle beregningsmetoden i arbeidskraftregnskapet. For sammenlikningens skyld er anslaget fra PEK 96/4 regnet om slik at det svarer til dagens beregningsmetode

Kilde: Norges Bank

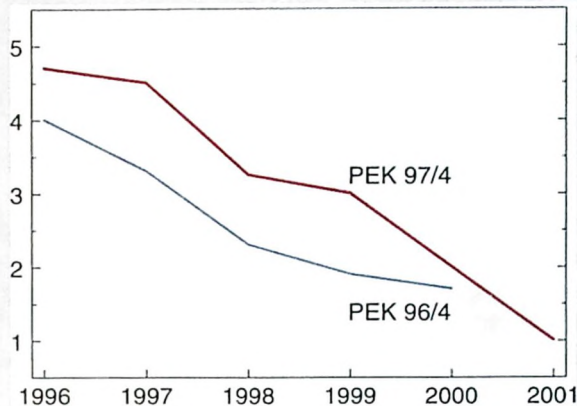
Samtidig som ledigheten begynner å øke, blir imidlertid også lønnsveksten noe lavere. Anslagene på konsumprisveksten øker ikke dramatisk i forhold til anslagene fra et år tilbake, men det er en klarere tendens til økende prisvekst (figur 6).

Det er flere årsaker til at vi nå ser for oss en sterkere vekst de nærmeste årene enn det vi gjorde for et år siden. Offentlig etterspørsel ser ut til å øke mer enn tidligere antatt, og økte overføringer til husholdningene vil bidra til økt privat konsum. En lavere anslått produktivitetsvekst i årene fremover, sammen med en høyere vekst i arbeidstilbudet de første årene, vil medføre høyere sysselsettingsvekst. Dette vil føre til ytterligere økte inntekter for husholdningene. Rentenivået ble lavere i 1997 enn antatt for et år siden, samtidig som valutakursnivået ble noe svakere, slik at også en mer ekspansiv pengepolitikk vil bidra til høyere etterspørselsvekst den nærmeste tiden fremover.

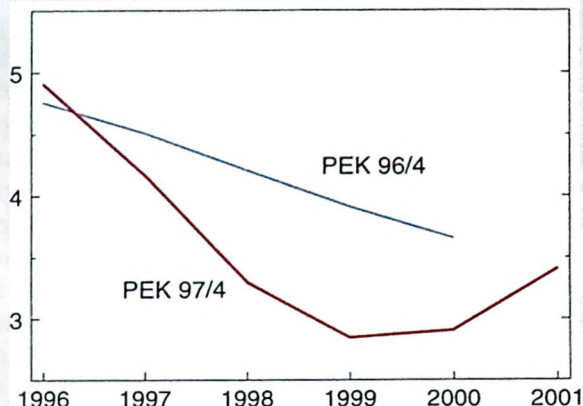
En nærmere diskusjon om Norges Banks tidligere anslag er gitt i en egen artikkel¹ i Penger og Kreditte 1997/4.

¹ A. S. Jore, «Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996»

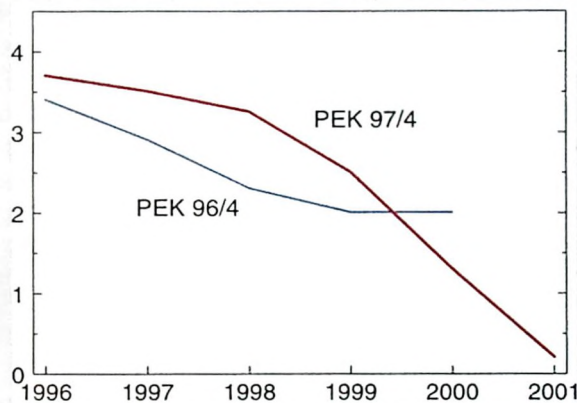
Figur 1 Etterspørsel fra Fastlands-Norge. Prosentvis årlig vekst



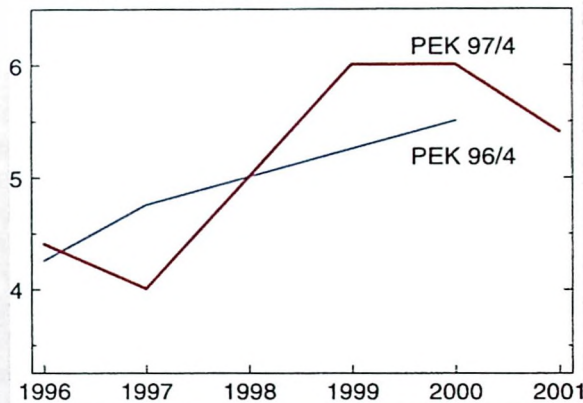
Figur 4 Arbeidsledighet ifølge AKU. Prosent av arbeidsstyrken*



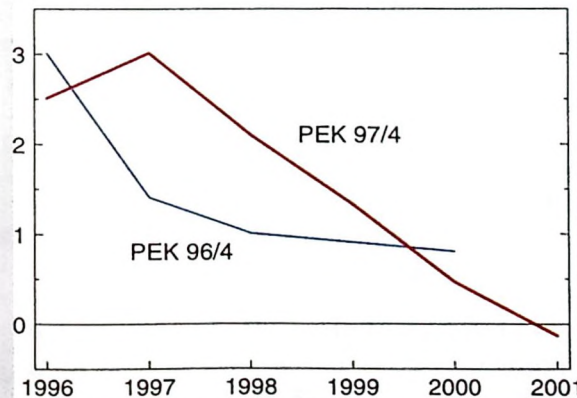
Figur 2 BNP Fastlands-Norge. Prosentvis årlig vekst



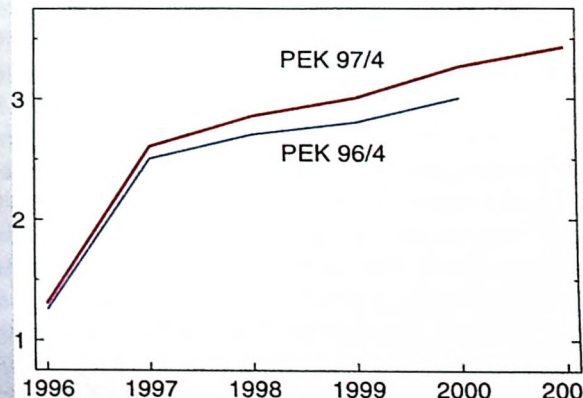
Figur 5 Årslønn. Prosentvis årlig vekst



Figur 3 Sysselsatte personer. Prosentvis årlig vekst



Figur 6 Konsumprisindeksen. Prosentvis årlig vekst



* Anslagene i Penger og Kreditt (PEK) 96/4 var laget med utgangspunkt i den gamle beregningsmetoden i arbeidskraftregnskapet. For sammenlikningens skyld er anslagene fra PEK 96/4 regnet om slik at de samsvarer med dagens beregningsmetode.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger

inntreffer forholdsvis hyppig. Eksempelvis har sjokk som oljeprisfallet i 1986, dereguleringen av de internasjonale finansmarkedene i 1980-årene, den tyske gjenforeningen og den påfølgende høyrentepolitikken i EU-landene, i betydelig grad påvirket utviklingen i norsk økonomi de siste ti årene.

Basert på slike erfaringer er det nærliggende å anta at konjunkturforløpet de nærmeste årene kan bli mer markert enn beregningene i denne rapporten antyder. Usikkerheten i beregningene går imidlertid selvsagt også i motsatt retning. Blant annet kan en annen profil på den økonomiske politikken, mer forsiktig spareatferd i husholdningene eller større fleksibilitet i arbeidsmarkedet enn antatt gi et jevnere konjunkturforløp.

3.2 Internasjonale rammebetingelser

Sterkere vekst i Kontinental-Europa

Vekstutsiktene hos våre tradisjonelle handelspartnere har ikke endret seg siden forrige inflasjonsrapport. Vi anslår BNP-veksten til 2¾ prosent i år og neste år og deretter noe lavere vekst i perioden 1999-2001. I USA og Storbritannia, som har bak seg en lang periode med høy vekst, venter vi at veksttakten vil avta neste år, mens veksten i de kontinental-europeiske landene og i Sverige ventes å ta seg opp. Korttidsstatistikken bekrefter at den realøkonomiske aktiviteten i Kontinental-Europa har økt gjennom andre og tredje kvartal. Det er eksporten, som har vært kraftig stimulert av valutakursutviklingen og investeringene, som så langt har bidratt sterkest til veksten. Vi forventer også at veksten i privat konsum etter hvert vil tilta, og sammen med fortsatt vekst i investeringene vil dette bidra til økt samlet etterspørsel i Kontinental-Europa.

Uroen i de finansielle markedene i Asia den senere tiden kan isolert sett bidra til å dempe veksten internasjonalt neste år, og representerer et usikkerhetsmoment for den realøkonomiske utviklingen fremover. De realøkonomiske konsekvensene er imidlertid størst for de landene som er direkte berørt. Dersom situasjonen stabiliserer seg, vil trolig virkningene begrenses til landene i regionen.

Rentene i Europa vil ventelig konvergere i månedene fram mot ØMU. Vi har lagt til grunn en gradvis tilstramning i pengepolitikken gjennom 1998 og 1999 i takt med at inflasjonen tar seg noe opp og produksjonsgapet i Europa snevres noe inn. Dette innebærer at tremåneders renten i euro-området ved århundreskiftet anslås å være i overkant av 1 prosentpoeng høyere enn dagens nivå på tyske renter.

Moderat eksportprisvekst ...

Norske eksportpriser er i betydelig grad bestemt av prisutviklingen på internasjonale råvaremarkeder og av valutakursutviklingen. Gjennom 1997 har særlig prisene på metal-

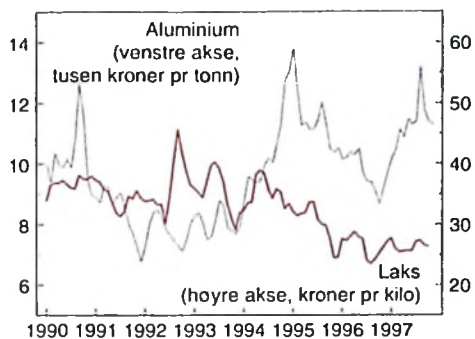
Tabell 3.2 Anslag for BNP i utlandet. Prosentvis vekst fra foregående år

	1997	1998	1999
USA	3¾	2½	2
Japan	½	1¾	2
Tyskland	2½	2¾	2¾
Storbritannia	3½	2½	2¼
Sverige	2	2½	2½
Finland	4½	4	3¼
Danmark	3½	2¾	3
Norges handelspartnere ¹⁾	2¾	2¾	2½

¹⁾ Vektet med eksportvekter

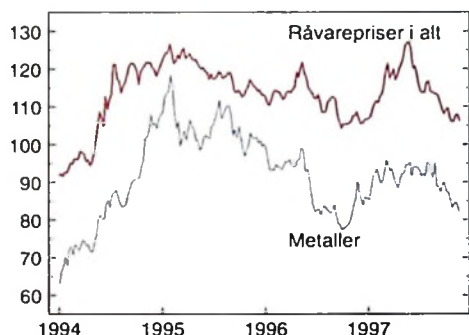
Kilde: Norges Bank

Figur 3.1 Prisutviklingen på aluminium og laks. Kroner



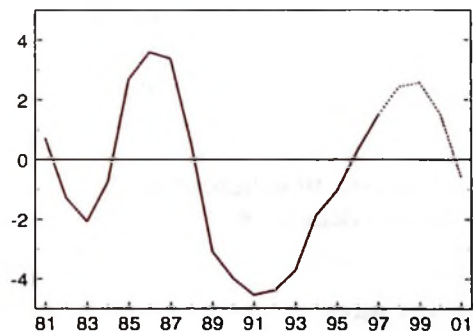
Kilde: Statistisk sentralbyrå og The Economist

Figur 3.2 Råvarepriser målt i SDR. Totalt og for metaller



Kilde: The Economist

Figur 3.3 Produksjonsgap. Differansen mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge*



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ler, treforedlingsprodukter og kjemiske råvarer steget. En viss styrking av kronen trekker imidlertid eksportprisveksten målt i norske kroner noe ned inneværende år. Samlet venter vi en vekst i prisene på tradisjonelle eksportvarer på 1 prosent fra 1996 til 1997. Økt økonomisk aktivitet blant annet i Europa vil trolig bidra til en moderat økning i eksportprisveksten fremover, men uroen i Asia, og mulige smitte-effekter for produksjonsutviklingen i andre regioner, innebærer et usikkerhetsmoment for etterspørselen og prisutviklingen for råvare- og oljepriser fremover. Vi legger til grunn at eksportprisene vil øke med 2 prosent i 1998. I perioden 1999 til 2001 venter vi en noe økende, men fortsatt moderat eksportprisvekst.

...og lave prisimpulser til norsk økonomi

Importprisene på tradisjonelle varer har falt noe hittil i år, noe som delvis kan ses i sammenheng med den sterke kronkursen sist vinter. I 1997 venter vi at importprisene for tradisjonelle varer vil falle med ½ prosent i forhold til 1996, mens vi legger til grunn en årlig prisvekst på 1¼-1½ prosent i gjennomsnitt i perioden 1998-2001.

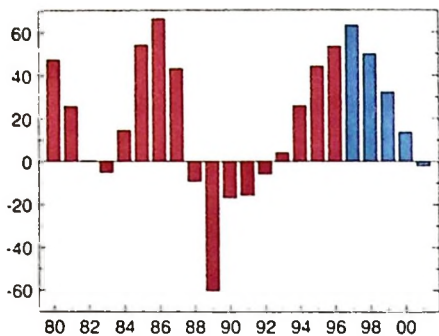
3.3 Produksjon og arbeidsmarked

Produksjonsveksten skifter etter hvert fra å være sterkere til å bli svakere enn det langsiktige vekstpotensialet

Den innenlandske produksjonsutviklingen ventas å vise et relativt kraftig konjunkturforløp, med høy vekst de neste par årene, etterfulgt av avtakende vekst kombinert med tiltakende lønns- og prisvekst. Fortsatt vekst i privat konsum og eksport bidrar til høy produksjonsvekst i første del av perioden. I 1998 forsterkes dette av sterk investeringsvekst. BNP for Fastlands-Norge ventas å øke med 3½ prosent i år og 3¼ prosent neste år. Veksten vil dermed ha vært sterkere enn det langsiktige vekstpotensialet (trendveksten) for norsk økonomi i hele denne oppgangskonjunkturen som tok til i 1993.

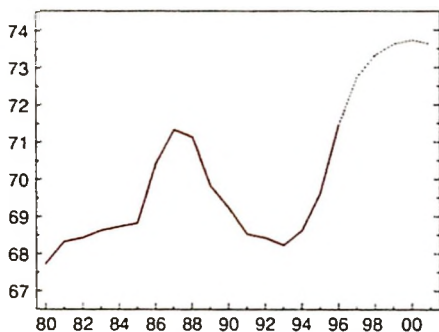
Figur 3.3, som viser det såkalte produksjonsgapet, illustrerer at norsk økonomi nå er inne i en konjunkturfase med tiltakende knapphet på ulike innsatsfaktorer. Også neste år vil veksten være sterkere enn det langsiktige vekstpotensialet, noe som reflekteres i tiltakende lønns- og prisvekst. Fra 1999 vil blant annet en markert avdemping av investeringsveksten bidra til at BNP-veksten for Fastlands-Norge bringes ned til en mer moderat vekstbane. Etter en vekst på om lag 2½ prosent i 1999 faller veksttakten ned til ¼ prosent mot slutten av vår beregningsperiode. Beregningene antyder at 2000 kan bli det første året i vår neste lavkonjunktur.

Figur 3.4 Sysselsatte personer. Endring fra året før. Tusen personer



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Yrkesfrekvens. Arbeidsstyrken som prosent av befolkningen i yrkesaktiv alder (16-74 år)



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Sysselsetningsveksten fortsetter og ledigheten faller kraftig de neste to årene

Dette produksjonsbildet vil gi fortsatt sterke impulser til sysselsettingen de kommende to årene, men sysselsetningsveksten modereres etter hvert som følge av en mer avdempet vekst i økonomien. Etter en anslått sysselsetningsvekst på nærmere 3 prosent i år og drøye 2 prosent neste år, reduseres sysselsetningsveksten utover i fremskrivningsperioden, og helt mot slutten av perioden kan vi få et fall i sysselsettingen. Dette skyldes særlig redusert sysselsetting innenfor den konkurranseutsatte delen av norsk næringsliv, og reflekterer en svekkelse av konkurransevnen gjennom sterkere pris- og lønnsvekst i Norge enn hos våre handelspartnere. Forløpet i beregningene antyder et betydelig sterkere fall i sysselsettingen i tiden etter 2001.

En stor del av sysselsetningsveksten er hittil i konjunkturoppgangen blitt motsvart av økt arbeidstilbud, slik at nedgangen i ledigheten har vært mer moderat. Om lag 3 av 4 nye sysselsatte er rekruttert utenfor arbeidsstyrken. Yrkesdeltakelsen har derfor økt betydelig og er for tiden på det høyeste nivået noen gang, og blant de høyeste i OECD-området. En viktig forklaringsfaktor bak det økte arbeidstilbudet er en oppgang i kvinners yrkesdeltakelse. I tillegg har yrkesdeltakelsen blant unge i alderen 16-24 år vokst en del de siste årene.

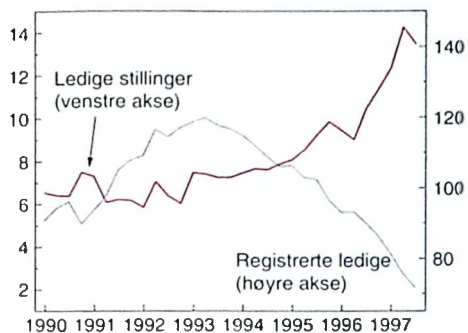
Selv om det trolig fortsatt er et potensiale for en viss økning i yrkesdeltakelsen, også for kvinner, er det vanskelig å se for seg en langvarig vekst utover det rene demografiske forhold skulle tilsi. Tidligpensjonsordninger, etterutdanningsreformer og innføring av kontantstøtte for småbarnsfamilier kan isolert sett dempe veksten i yrkesdeltakelsen noe. Samlet venter vi at utviklingen i sysselsetting og arbeidsstyrke vil gi en kraftig reduksjon i AKU-ledigheten, fra 4¼ prosent i år til 3¼ prosent neste år og ytterligere ned til rundt 2¼ prosent i 1999. Den registrerte ledigheten kan i så fall komme til å falle til i underkant av 2 prosent rundt århundreskiftet, det vil si nesten ned på nivået ved forrige konjunkturtopp i 1986-87. Et konjunkturuomslag fra århundreskiftet vil imidlertid snu ledighetsutviklingen. I vår referansebane står vi overfor en betydelig økning i ledigheten inn i 2002, og en mulig periode med vedvarende økt ledighet. I forrige konjunktursykel tok det 6-7 år fra den økonomiske veksten var på det sterkeste, til ledigheten nådde rekordnivåene i begynnelsen av dette tiåret.

3.4 Lønns- og prisutviklingen

Lønnsveksten tar seg opp og den relative kostnadsposisjonen forverres

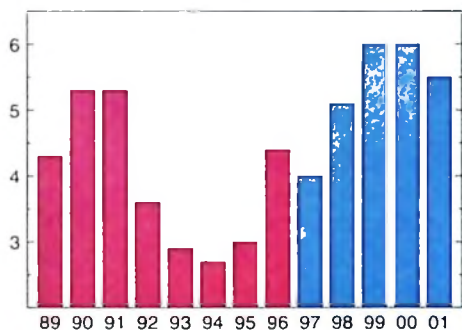
Tradisjonelt har lønns- og prisveksten tatt seg markert opp i den fasen av konjunkturoppgangen vi nå er inne i. Så langt

Figur 3.6 Registrert ledige personer og beholdning ledige stillinger. Antall i tusen. Sesongjustert



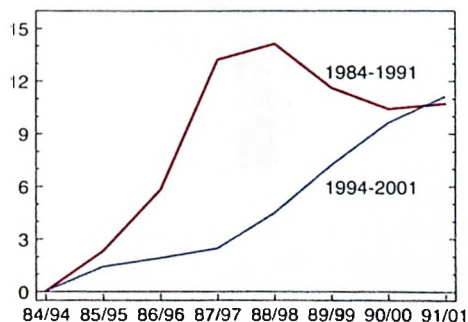
Kilde: Arbeidsdirektoratet

Figur 3.7 Årslønn. Prosentvis endring fra foregående år



Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntetsoppgjørene og Norges Bank

Figur 3.8 Relative lønnskostnader. Akkumulert differanse i prosent



Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

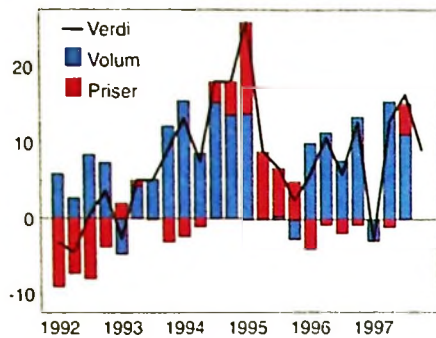
på 1990-tallet har lønnsveksten vært moderat og ikke vesentlig høyere enn hos våre viktigste handelspartnere. Samtidig har prisveksten vært lav og på linje med prisveksten ute.

De moderate lønnsoppgjørene på 1990-tallet kan i stor grad henføres til den høye ledigheten. Et svært fleksibelt arbeidstilbud har så langt motsvart store deler av sysselsettingsveksten. Ledigheten har derfor falt mer moderat og gradvis, fra et historisk høyt nivå i 1993, enn det sysselsettingsutviklingen alene skulle tilsi. Lønnsoppgjørene på 1990-tallet kan i stor grad ses på som en videreføring av den tradisjonelle lønnsdannelsen i Norge, hvor høy ledighet har bidratt til moderat lønnsvekst. For året 1997 blir imidlertid lønnsveksten trolig lavere enn hva en kunne vente med et strammere arbeidsmarked. En mulig medvirkende årsak til dette kan ha vært innføringen av tidligpensjonsordningen, som kan ha bidratt til å moderere lønnskravene.

Våre beregninger viser at ledigheten vil falle vesentlig de neste to årene. Samtidig er det allerede mangel på kvalifisert arbeidskraft innen en rekke sektorer og bransjer. Ifølge Bedriftsundersøkelsen utført av Arbeidsmarkedsetaten blant 10 000 bedrifter i 1997, rapporterer nesten 40 prosent av bedriftene at de har problemer med å rekruttere kvalifisert arbeidskraft. Dette er en økning på 12 prosentpoeng fra tilsvarende undersøkelse i fjor. Samtidig som antall helt ledige personer er blitt redusert kraftig, har beholdningen av ledige stillinger økt markert den siste tiden. Dette indikerer et økende misforhold mellom de kvalifikasjoner arbeidstyrken besitter og det som etterspørres i markedet. Slike forhold kan lett føre til at lønningene drives oppover i konkurransen om kvalifisert arbeidskraft.

Basert på resultatene fra årets lønnsoppgjør, lønnsstatistikk fra NHO samt egne vurderinger for lønnsglidningen anslås lønnsveksten i år til om lag 4 prosent, det samme som i forrige inflasjonsrapport. For perioden 1998-2001 har vi lagt til grunn en videreføring av lønnsdannelsen slik den har vært på 1990-tallet. Vi har dessuten forutsatt at innfasningen av tidligpensjonsordningen fra i år vil ha en viss modererende virkning på lønnsnivået også i årene som kommer. Med en slik antakelse kan lønnsveksten i 1998 bli 5 prosent. Lavere ledighet vil for alvor slå ut i økt lønnsvekst i 1999, og lønnsveksten kan da komme opp i 6 prosent. Veksten i lønningene reduseres noe mot slutten av fremskrivningsperioden som følge av at ledigheten begynner å ta seg opp igjen. Lønnsveksten hittil i konjunkturoppgangen har vært moderat og mer på linje med veksten hos våre handelspartnere enn under forrige konjunkturoppgang. Det er imidlertid for tidlig å fastslå at kostnadsutviklingen under denne konjunktursykkelen samlet sett blir vesentlig forskjellig fra utviklingen på 1980-tallet.

Figur 3.9 Eksport av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi*. Prosentvis vekst fra samme kvartal året for.



* Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i fjerde kvartal i forhold til samme periode i fjor.

Prisveksten kan komme opp i 3½ prosent i 2001

Lønnsutviklingen vil bidra til at prisveksten tar seg noe opp gjennom vår fremskrivningsperiode. Gjennomføringen av tidligningsordninger vil også øke kostnadene til norske bedrifter og etter hvert slå gjennom i konsumprisveksten. På den annen side antar vi moderat, om enn noe tiltakende, prisvekst blant våre handelspartnere. Den underliggende prisveksten i Norge anslås å øke fra 2½ prosent i 1998 til 3 prosent i 1999 og kan komme opp i 3½ prosent mot slutten av fremskrivningsperioden.

3.5 Utenriksøkonomien

Tap av konkurranseevne gir svakere eksportvekst...

Eksporten av tradisjonelle varer var høy i de tre første kvartalene i år. Både i fjor og i år kan mye av veksten henføres til økt eksport til Asia og Øst-Europa. Vi anslår volumveksten i tradisjonell eksport til 8 prosent i år og 6 prosent neste

NYTT TALLMATERIALE I RIMINI-MODELLEN

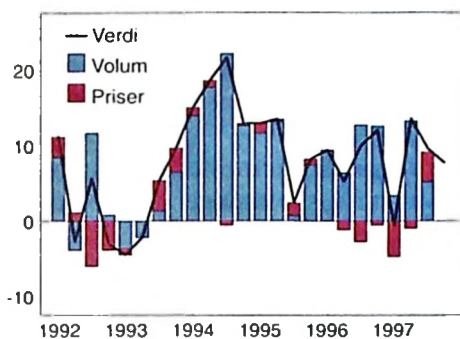
Omleggingen til nytt nasjonalregnskap i Statistisk sentralbyrå fra 1995 har skapt store utfordringer for arbeidet med vår makroøkonomiske modell RIMINI. Overgangen medførte en del definisjonsendringer i nasjonalregnskapet. En reestimering av modellen på nytt datagrunnlag vil først være mulig når tilbakegående tallserier foreligger.

Omleggingen har medført at implementeringen av nytt nasjonalregnskap har skjedd gradvis i RIMINI-modellen. Blant annet har vi måttet basere oss på å forlenge vårt eksisterende tallsett fra det gamle nasjonalregnskapet med vekstrater fra det nye for de variable hvor data har foreligget. Samtidig har vi manglet kvartalsstatistikk på sentrale områder, blant annet for faktorinntekts- og sysselsettingsregnskapet. Til denne inflasjonsrapporten har vi etablert et fullt tallsett i nytt fastprisår for perioden 1994-96 basert på vekstratene i det nye nasjonalregnskapet. Ut fra dette har vi fastlagt nye konstantledd i modellen, mens alle øvrige parametere er uendret. Simuleringer gir ingen klare tegn på urimelige forutsetninger ved denne metoden. Dermed kan vi nå på noe sikrere grunnlag vurdere modellens prediksjonsegenskaper de siste årene under det nye nasjonalregnskapet.

I hovedsak har dette bekreftet vår tidligere

vurdering av relasjonene i modellen. For enkelte størrelser hvor det er vesentlige definisjonsendringer, som for eksempel investeringer i tjenesteyting og varehandel, har overgangen i noen grad svekket modellens prediksjonsegenskaper. På den annen side finner vi en forbedring av modellens egenskaper i lønnslikningen for industri, bygg og anlegg. Mens vi tidligere har lagt til grunn at modellen har overpredikert lønnsveksten i denne sektoren, ser det med nye data ut til at modellens prediksjonsegenskaper er gode for de foregående årene. Modellen overpredikerer imidlertid fortsatt lønnsveksten i 1997. Gitt at modellen er riktig spesifisert, kan dette skyldes at avtalen om en tidligningsordning kan ha kompensert for moderate nominelle tillegg, eller det kan innebære et potensiale for «gjeninnhenting» av lønnsnivået i 1998. I fremskrivningen av lønnsveksten har vi fra og med 1998 valgt å legge til grunn at om lag halvparten av «modellfeilen» i 1997 videreføres som en permanent virkning på lønnsnivået. Dette innebærer en noe lavere anslått lønnsvekst enn ved fri simulering av modellen. En mulig tolkning er at innfasingen av tidligningsordningen virker dempende på lønnsveksten de nærmeste årene.

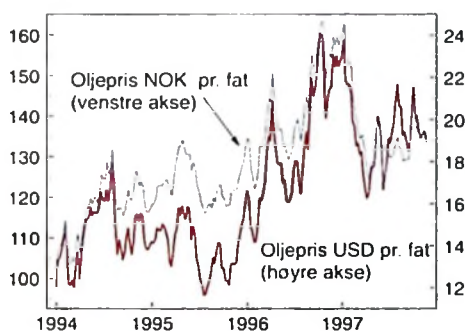
Figur 3.10 Import av tradisjonelle varer ifølge utenrikshandelsstatistikken. Volum, pris og verdi*. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før.



* Siste observasjon for verdiveksten er gjennomsnittlig vekst hittil i fjerde kvartal i forhold til samme periode i fjor.

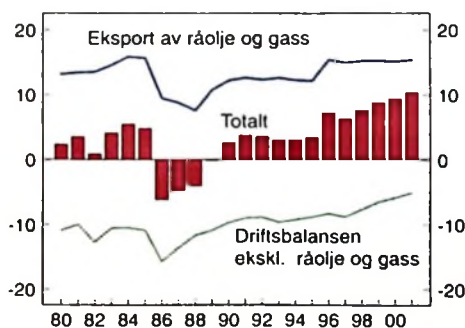
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.11 Oljepriser i NOK og USD



Kilde: The Economist

Figur 3.12 Driftsbalansen ovenfor utlandet. Prosent av BNP



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

år, og venter at veksten deretter vil avdempes til noe i underkant av markedsveksten ute. Dette reflekterer blant annet svakere konkurranseevne i norsk industri og svakere etterspørsel etter norske eksportvarer når investeringsveksten avtar som drivkraft i konjunkturoppgangen ute.

Fortsatt økning i innenlandsk etterspørsel har bidratt til ytterligere vekst i importen i 1997. Vi anslår en volumvekst i import av tradisjonelle varer på 8 prosent i 1997 og 5 prosent i 1998. Den samlede importveksten kan komme opp i nærmere 10 prosent i år. Dette reflekterer blant annet høye investeringer i oljeutvinning og rørtransport og sterk eksportvekst, som har et relativt høyt importinnhold, og sterk vekst i nordmenns konsum i utlandet. Videre i fremskrivningsperioden ser vi for oss avtakende vekst i innenlandsk etterspørsel. Sammen med en nedgang i oljeinvesteringene vil dette bidra til lavere importvekst. På den annen side vil svekket konkurranseevne i hjemmekonkurrerende industri og økt internasjonal spesialisering over tid føre til noe sterkere vekst i importen enn i den samlede etterspørselen. Totalt sett anslår vi en årlig vekst i importen av tradisjonelle varer på drøye 2 prosent i perioden 1999 til 2001.

...men fortsatt store overskudd på driftsbalansen

Oljeprisen har falt de siste ukene etter en midlertidig økning tidligere i høst. Målt i norske kroner var oljeprisen 135 kroner pr. fat i november, og gjennomsnittsprisen hittil i 1997 er om lag 136 kroner pr. fat, det vil si 2,2 prosent høyere enn i 1996. Vi forutsetter at oljeprisen faller til 125 kroner pr. fat i 1998 og blir liggende om lag på dette nivået ut fremskrivningsperioden. Samtidig legger vi til grunn en økning i petroleumproduksjonen på over 25 prosent i den samme perioden.

Til tross for svakere konkurranseevne og en forsiktig forutsetning om oljeprisen, anslås overskuddet på driftsbalansen å øke fra 6¼ prosent av BNP i 1997 til om lag 10¼ prosent ved utgangen av 2001. Dette forklares blant annet ved lavere importvekst som følge av lavkonjunkturen mot slutten av fremskrivningsperioden, fortsatt økning i oljeeksporten og at underskuddet på rente- og stønadsbalansen reduseres etter hvert som Norge bygger opp fordringer på utlandet.

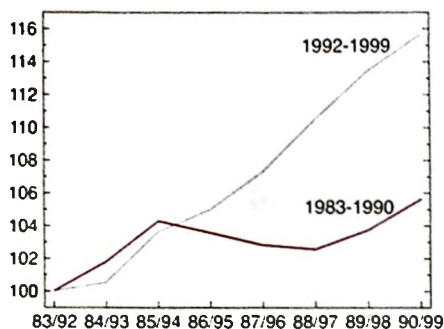
3.6 Nærmere om innenlandsk etterspørsel

Sterk privat konsumetterspørsel

Veksten i privat konsum anslås til 3½ prosent i år, 4 prosent neste år og 4¼ prosent i 1999. For perioden 2000-2001 anslås konsumveksten til rundt 2¼ prosent som årlig gjennomsnitt, hvilket er noe høyere enn forventet vekst i husholdningenes inntekter i denne perioden.

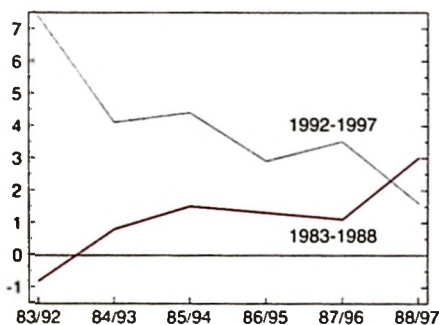
Reallønnsveksten har i denne konjunkturoppgangen vært

Figur 3.13 Reallønn. Indeks
1984/1994 = 100



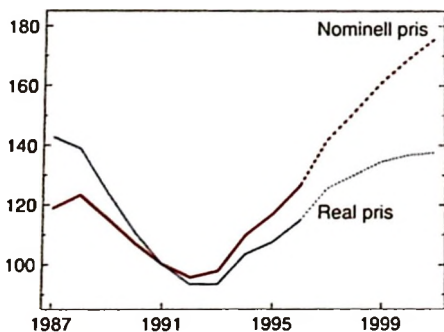
Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Realrente etter skatt



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Pris på bruktboliger.
Nominelt og reelt. Indeks 1991 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

klart sterkere enn på 1980-tallet, til tross for relativt moderate nominelle tillegg. Moderate tillegg har nettopp vært en forutsetning for den lave prisvekst som ligger bak denne utviklingen. Videre har den moderate lønnsveksten bidratt til sterk sysselsettingsvekst. Sammen med reduserte renteutgifter har dette ført til høy vekst i husholdningenes realdisponible inntekt. Inntektsutviklingen har gitt grunnlag for høy konsumvekst, samtidig som husholdningenes sparing har holdt seg oppe.

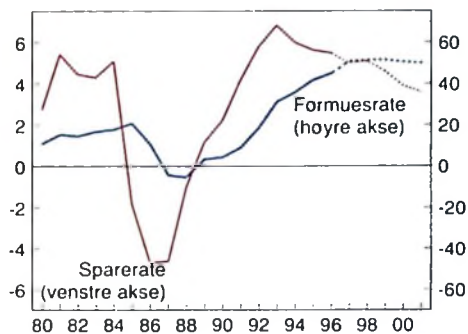
Fortsatt vekst i sysselsettingen de nærmeste årene og høy reallønnsvekst vil gi god vekst i husholdningenes realdisponible inntekter fremover. Veksten antas imidlertid å avta utover i fremskrivningsperioden, først og fremst som følge av svak sysselsettingsutvikling etter århundreskiftet. I 1998 vil økte minstepensjoner fra 1. mai og innføring av kontantstøtteordningen for ettåringer uten offentlig støttet barnehageplass fra 1. august øke overføringene til husholdningene betydelig. Den fulle årseffekten av disse vedtakene kommer først i 1999. En eventuell utvidelse av kontantstøtteordningen vil trekke stønadsveksten opp også utover i perioden.

Positive finansinvesteringer og betydelige omvurderingsgevinster på husholdningenes finansformue har økt verdien av deres netto finansielle fordringer gjennom de siste årene. Verdien av boligformuen har økt i takt med oppgangen i bruktboligprisene. Sett under ett er dermed husholdningenes formuesposisjon bedre enn noen gang tidligere på 1990-tallet.

Fortsatt lave realrenter vil ventelig stimulere til videre økning i boligpriser og aksjekurser, og således bedre husholdningenes formuessituasjon ytterligere. Dette vil bidra til å stimulere konsumveksten, selv om denne effekten hittil på 1990-tallet har vært svakere enn i forrige oppgangsperiode. Vi har antatt at boligprisveksten vil avta fra nærmere 12 prosent inneværende år til 4 prosent mot slutten av perioden. Med et slikt forløp vil bruktboligprisene ved utgangen av vår fremskrivningsperiode likevel reelt ligge om lag 4 prosent lavere enn prisenivået ved den forrige toppen i bruktboligprisene i 1987.

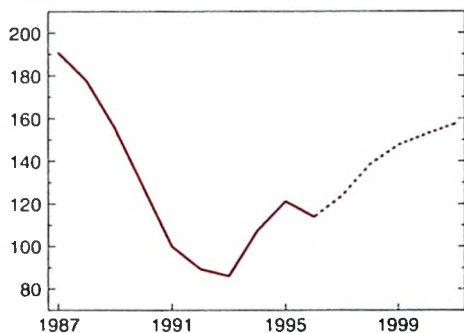
Husholdningenes sparerate har falt svakt de siste årene. Dette må imidlertid ses i sammenheng med at en betydelig del av konsumveksten har bestått i kjøp av varige konsumgoder som for eksempel biler. Dersom det korrigeres for dette, har spareraten tatt seg litt opp de seneste årene og er nå på et relativt høyt nivå. Dette må blant annet ses i lys av vekst i boliginvesteringene. Spareraten anslås, i samsvar med de historiske sammenhengene som ligger til grunn for RIMINI-modellen, å svekkes noe i fremskrivningsperioden som helhet, fra 5,5 prosent i 1996 til rundt 3¼ prosent ved utgangen av perioden.

Figur 3.16 Husholdningenes spare- og formuesrate. Prosent av disponibel inntekt



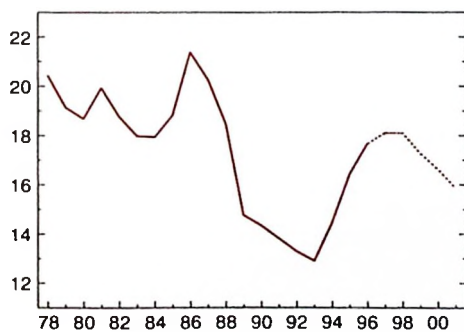
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Boliginvesteringer. Indeks 1991=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Investeringsrate for bedrifter i Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fortsatt vekst i boligprisene bidrar til økte boliginvesteringer

Boliginvesteringene anslås å øke med nærmere 9 prosent i år. Fortsatt lave realrenter og husholdningenes gode inntektsutvikling og formuessituasjon vil ventelig gi høy aktivitet i boligmarkedet og ytterligere realprisvekst i bruktboligmarkedet. Prisutviklingen i bruktboligmarkedet innebærer at det blir stadig mer lønnsomt å igangsette nye boligprosjekter. Vi legger derfor til grunn fortsatt vekst i boliginvesteringene fremover. I 1998 antas veksten å bli 12 prosent for deretter å avta til 3 prosent mot slutten av perioden. Med en viss økning i gjennomsnittlig boligstørrelse innebærer dette at det blir igangsatt omkring 23 000 boliger årlig i perioden 1998-2001. I 1986, da boligbyggingen sist var på det høyeste, ble det igangsatt 29 000 boliger.

Bedriftsinvesteringene er kommet opp på et høyt nivå, men flater ut som følge av svekket konkurransevne og fall i oljeinvesteringene

Investeringsraten for fastlandsbedriftene (investeringer som andel av bruttoproduktet), har tatt seg opp siden 1994 og ligger nå på et høyt nivå. Dette har gitt en betydelig vekst i kapitalbeholdningen de siste årene. Samtidig har imidlertid produksjonsveksten vært så sterk at kapitalintensiteten, her målt som kapitalbeholdningen som andel av bruttoproduktet, har falt blant fastlandsbedriftene. Det står dermed mindre kapital bak hver produsert enhet nå enn før investeringene begynte å ta seg opp for alvor. Til tross for kraftig investeringsvekst og utvidet kapasitet i bedriftene, har altså kapasitetsutnyttelsen økt.

Fortsatt sterk etterspørsel og høy kapasitetsutnyttelse trekker i retning av at investeringsnivået vil holde seg oppe. Investeringsutviklingen de senere år må imidlertid også ses i lys av store offentlig initierte investeringsprosjekter, som blant annet utbyggingen av ny hovedflyplass på Gardermoen og nytt Rikshospital. Ferdigstillelse av disse prosjektene vil bidra til å trekke investeringsveksten noe ned den nærmeste tiden. Lavere etterspørselsvekst fra hjemmemarkedet fra 1999 og svekket konkurransevne vil trekke i samme retning. Dessuten vil oljeinvesteringene trolig falle. Etter en vekst i disse investeringene på anslagsvis 25 prosent inneværende år og rundt 2 prosent neste år, antas oljeinvesteringene i perioden 1999-2001 å falle med gjennomsnittlig 16 prosent årlig. Dette vil innebære at kapasitet fristilles og at investeringsbehovet også blant fastlandsbedriftene isolert sett reduseres. Etter en anslått vekst i fastlandsbedriftenes investeringer på 5¼ prosent i år og 3¼ prosent neste år, ser vi derfor for oss et fall i bedriftsinvesteringene på nærmere 3 prosent i gjennomsnitt i perioden 1999-2001. Investeringutviklingen både på fastlandet og i Nordsjøen vil dermed bidra betydelig til avmatningen i veksten i norsk øko-

nomi utover i fremskrivningsperioden. Virkningen av fallende oljeinvesteringer er nærmere belyst i kapittel 4.

Tilnærmet nøytral finanspolitikk

I fremskrivningen har vi tatt utgangspunkt i det finanspolitiske opplegget som er skissert i Nasjonalbudsjettet for 1998, den påfølgende tilleggsproposisjonen og budsjettforliket i Stortinget. Oppjusteringen av minstepensjonene og innfasingen av kontantstøtte til småbarnsførelde bidrar til en betydelig vekst i offentlige utgifter neste år, og ytterligere vekst når årsvirkningen kommer i 1999. I tråd med enigheten om å innføre en ordning med kontantstøtte for småbarnsførelde, har vi lagt til grunn en opptrapping som årlig omfatter ett nytt årskull. Vi har imidlertid forutsatt at en betydelig andel av kostnadene dekkes inn fra andre stønader til husholdningene.

Ved siden av høy vekst i offentlige stønader, venter vi sterk vekst i kommunalt konsum neste år. Etterspørselsvirkningen av dette blir i noen grad dempet av lav vekst i statlig konsum. Samtidig anslår vi nå et betydelig fall i offentlige investeringer neste år, som må ses i sammenheng med en vekst på nærmere 30 prosent inneværende år. Den sterke investeringsøkningen i år er knyttet til innføringen av seksårsreformen i skolen. Etter en realvekst i offentlige utgifter på drøye 3 prosent i år, venter vi derfor at vekstraten neste år avdempes til rundt 2 prosent. For 1999 har vi lagt til grunn en reell utgiftsvekst på 2¼ prosent, og rundt 1¼ prosent for årene etter. På inntektssiden har vi innarbeidet skatte- og avgiftsopplegget for neste år, og holdt satsene uendret ut fremskrivningsperioden. Offentlig sysselsettingsvekst anslås til rundt 1½ prosent årlig gjennom fremskrivningsperioden.

4.1 Hvilken vei kan utviklingen ta?

I denne siste delen av inflasjonsrapporten fokuserer vi på usikkerhetsmomenter i den økonomiske utviklingen fremover. Referansebanen i rapporten presenterer den forventede utviklingen i norsk økonomi de nærmeste to årene, og illustrerer videre et mulig forløp fram til 2001 slik det beskrives av vår makroøkonomiske modell RIMINI.

Usikkerheten i fremskrivningene er for det første knyttet til hvilke sjokk som kan tenkes å inntreffe i økonomien, se omtale i avsnitt 3.1. I tilsvarende konjunkturfase for ti år siden opplevde vi flere slike sjokk, blant annet oljeprisfallet i 1986 og børskrakket og arbeidstidsforkortelsen i 1987. For det andre kan det ha skjedd strukturelle endringer i økonomien de siste årene som gjør at modellen treffer dårligere. Sist, men ikke minst har vi i referansebanen sett bort fra mulige politikkreksjoner for å korrigere utviklingen. For eksempel vil økende pris- og kostnadsvekst, slik vi anslår i referansebanen, over tid skape alvorlige ubalanser i økonomien. Normalt vil en derfor vente at myndighetene søker å motvirke en slik utvikling, selv om en slik politikkreksjon på kort sikt vil medføre visse kostnader. I resten av denne rapporten har vi lagt vekt på å beskrive den usikkerheten vi står overfor, og hvordan norsk økonomi kan tenkes å utvikle seg ved andre forutsetninger enn de vi har lagt til grunn i vår referansebane.

4.2 Hvordan oppnå en mer balansert utvikling?

All erfaring tilsier at økonomien på lang sikt er tjent med en mest mulig stabil vekst, og at store svingninger i veksttakten kan medføre ubalanser som det tar lang tid å rette opp. Videre er det ikke mulig over tid å ha en vekst som er sterkere enn hva det er langsiktig grunnlag for. Basert på internasjonale erfaringer og erfaringer fra tidligere konjunktursvingninger i Norge, er det grunn til å tro at en korleksjon i ettertid vil kreve vanskeligere og mer kostnadskrevende omstillinger enn om korleksjonen skjer på et tidlig tidspunkt, før ubalansene i økonomien blir for store.

Referansebanen gir et bilde hvor norsk økonomi også neste år vokser raskere enn den langsiktige trenden i nasjonalproduktet. Denne langvarige sterke veksten skaper stort press mot ressursene i økonomien, som resulterer i et påfølgende konjunkturuomslag i referansebanen. Mot slutten av fremskrivningshorisonten ser vi klare tegn til at inflasjonen tiltar og at veksten i økonomien nærmest stopper opp.

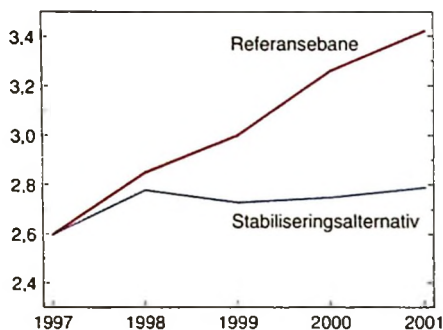
Så lenge pengepolitikken i Norge er bundet opp til en målsetting om å holde stabil valutakurs, er det finanspolitik-

ken som må bære hovedansvaret for å jevne ut svingninger i økonomien. Er man først kommet i en situasjon med lav vekst og tiltakende inflasjon, er politikktutformingens stilt overfor et alvorlig dilemma. En politikk rettet inn mot å bringe inflasjonen under kontroll, vil forsterke nedgangen. På den annen side vil en politikk for å stimulere veksten lett bidra til å bringe inflasjonen ytterligere opp.

Som en illustrasjon på hvordan en kan søke å forhindre og komme i en slik situasjon, har vi sett på virkningene av å innrette finanspolitikken med sikte på å dempe svingningene i økonomien i forhold til referansebanen. I et slikt stabiliseringsalternativ vil det være nærliggende å bringe veksten i etterspørselen ned allerede fra neste år, slik at produksjonen tilpasses den underliggende veksten i produksjonskapasiteten, som neppe overstiger 2½ prosent pr. år. Basert på beregninger i RIMINI-modellen vil dette, med de oppjusterte anslagene for etterspørsel og produksjon neste år, kreve en reduksjon i de offentlige utgiftene i 1998 i størrelse rundt 1¼ prosent av BNP for Fastlands-Norge, sammenliknet med det vedtatte finanspolitiske opplegget. Til gjengjeld har vi lagt inn en tilsvarende ekstra økning i offentlige utgifter fordelt på årene 2000 og 2001, når veksten i økonomien avtar.

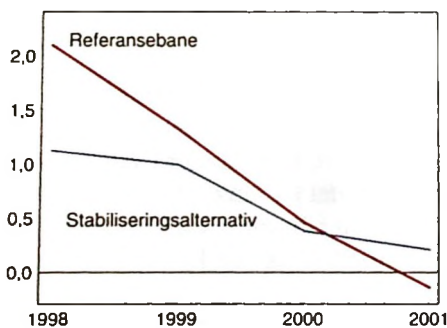
En slik forskyvning av utgiftene gir en mer balansert økonomisk vekst og vil ifølge modellberegningen bidra til å stabilisere prisveksten i Norge på 2¾ prosent, om lag på linje med den anslåtte prisveksten hos våre handelspartnere. Som en følge av innstramningen vil sysselsettingsveksten bli noe svakere de første årene, men veksten vil til gjengjeld være sterkere mot slutten av fremskrivningsperioden. Lave pris- og lønnsvekst gir i denne beregningen et bedre kostnadmessig utgangspunkt for næringslivet og bedre forutsetninger for fortsatt vekst i sysselsettingen sammenliknet med referansebanen. Et slikt stabiliseringsalternativ vil likevel ikke være nok til å fjerne tendensene til lavkonjunktur etter århundreskiftet. I tillegg til de virkningene det er tatt hensyn til i disse beregningene, vil imidlertid et slikt tiltak kunne få gunstigere virkninger på investeringsklimaet enn det som er forutsatt i denne fremskrivningen. I så fall vil utviklingen i sysselsettingen kunne bli bedre enn det beregningene antyder.

Figur 4.1 Virkningene av en forskyvning i offentlige utgifter. Årlig konsumprisvekst i prosent.



Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Virkningene av en forskyvning i offentlige utgifter. Årlig sysselsettingsvekst i prosent.



Kilde: Norges Bank

4.3 Risikoer

Avslutningsvis i denne rapporten ønsker vi å belyse enkelte aktuelle usikkerhetsmomenter som kan bidra til en enda kraftigere konjunkturutvikling de neste årene, med en påfølgende sterkere konjunkturedgang. I forrige inflasjonsrapport diskuterte vi virkningene av en mer ekspansiv finanspolitikk. Dette er fortsatt et aktuelt usikkerhetsmoment. Nedenfor har vi imidlertid fokusert på en del andre forhold som kan virke ekspansivt eller bidra til høyere inflasjon.

Tabell 4.1 Avvik fra vekstrater i referansebanen med uendrede oljeinvesteringer. Prosentpoeng

	1998	1999	2000	2001
BNP Fastlands-Norge	0	0,6	0,5	0,5
Sysselsetting	0	0,4	0,3	0,2
Lønn	0	0,2	1,1	1,4
Konsumpriser	0	0,0	0,4	0,6

Kilde: Norges Bank

Oljeinvesteringene kan bli høyere enn anslått,...

I referansebanen har vi lagt til grunn et fall i oljeinvesteringene på rundt 16 prosent i gjennomsnitt hvert av årene i perioden 1999-2001. Ifølge RIMINI-modellen bidrar dette til å trekke ned veksten i BNP for Fastlands-Norge med om lag ½ prosentpoeng hvert av årene. Fallet i oljeinvesteringene bidrar dermed til den avmatningen av veksten vi ser for oss mot slutten av vår fremskrivningshorisont. Usikkerheten rundt anslag for oljeinvesteringene er imidlertid stor, og erfaringsmessig har det vist seg å være til dels store avvik mellom anslagene og realiserte investeringer. Skulle oljeinvesteringene holde seg oppe på dagens nivå hele fremskrivningsperioden, vil etterspørselsimpulsene rettet mot fastlandsøkonomien øke sammenliknet med anslagene i referansebanen. De sterkeste virkningene gjør seg gjeldende allerede i 1999, men endringen i oljeinvesteringene endrer ikke hovedbildet vesentlig, med en avmatning av veksten og tegn til en begynnende lavkonjunktur. Derimot gjør virkningene på lønns- og prisveksten seg først gjeldende etter noe tid, hovedsakelig på grunn av et strammere arbeidsmarked. Prisveksten vil kunne komme opp i vel 4 prosent i 2001, 0,6 prosentpoeng høyere enn i referansebanen, mens lønnsveksten kan bli rundt 7 prosent mot slutten av perioden.

...arbeidsmarkedet kan være strammere enn vi tror,....

For perioden 1998-2001 har vi lagt til grunn en videreføring av lønnsdannelsen slik den har vært på 1990-tallet, og dermed i tråd med historiske erfaringer, slik disse er nedfelt i vår makroøkonomiske modell RIMINI. Sammenhengen mellom ledighet og lønnsvekst kan imidlertid være annerledes, spesielt ved lave ledighetsnivåer, enn det lønnslikningen i RIMINI tyder på. I det modellapparat både Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå benytter, er lønnskurven brattere ved lave ledighetsnivåer enn den er i RIMINI-modellen. Til gjengjeld stiger lønnsveksten raskere ved et fall i ledigheten fra høye ledighetsnivåer i RIMINI. De statistiske egenskapene til de ulike lønnslikningene er ikke veldig forskjellige, slik at det er vanskelig i utgangspunktet å ha noen sterk oppfatning om hvilken representasjon av sammenhengen mellom ledighet og lønnsvekst som vil stemme best overens med den faktiske utviklingen. Det finnes imidlertid forskningsarbeid som indikerer at en kombinasjon av lønnslikningen i RIMINI og lønnslikningen i de modellene Finansdepartementet og Statistisk sentralbyrå benytter, kan utvise bedre statistiske egenskaper enn det de ulike likningene kan hver for seg¹. Det kan dermed være

¹ Se Evjen og Nymoen (1997). Har solidaritetsalternativet bidratt til lav lønnsvekst i industrien, *Sosialøkonomen*, 51, 2, 10-19.

slik at lønnslikningen i RIMINI har bedre egenskaper ved høye ledighetsnivåer enn det lønnslikningen i modellene til SSB og Finansdepartementet har, mens det ved lave ledighetsnivåer kan være motsatt.

Dersom vi hadde lagt til grunn en slik sammenheng mellom lønnsvekst og ledighet, som har et knekkpunkt ved et gitt ledighetsnivå, ville vi ha anslått noe høyere lønnsvekst enn det som ligger inne i referansebanen. Tolket inn i den aktuelle økonomiske situasjon, kan et slikt knekkpunkt indikere at det for et gitt, lavt ledighetsnivå blir vanskelig for partene å videreføre den moderate lønnsveksten på grunn av et sterkt underliggende press i arbeidsmarkedet. Vi har forsøkt å illustrere virkningene av en slik alternativ lønnsdannelse ved å se bort fra vår forutsetning i referansebanen om at innfasingen av tidligpensjonsordningen fra i år har varige effekter på lønnsnivået.

En slik antakelse medfører at lønningene stiger med i alt vel 3 prosent mer over de fire årene 1998-2001 sammenliknet med referansebanen. Høyere lønnsvekst enn anslått i referansebanen innebærer at prisstigningstakten blir 0,4 prosentpoeng høyere enn i referansebanen ved utgangen av perioden. Dette vil føre til en ytterligere svekkelse av det langsiktige grunnlaget for sysselsettingen, blant annet ved at næringslivets konkurranseevne reduseres. Har pris- og kostnadsveksten først kommet ut av kontroll, vil det erfaringsmessig være realøkonomisk kostbart å bringe økonomien tilbake i et spor som er forenlig med stabil og varig vekst i sysselsettingen.

Tabell 4.2 Avvik fra vekstrater i referansebanen med økt lønnsvekst. Prosentpoeng

	1998	1999	2000	2001
BNP Fastlands-Norge	0,0	0,2	0,2	0,2
Sysselsetting	0,0	0,0	0,0	0,0
Lønn	0,7	1,0	0,9	0,7
Konsumpriser	0,2	0,3	0,4	0,4

Kilde: Norges Bank

...eller vi kan få depresieringsforventninger og renteoppgang.

Erfaringer fra 1970- og '80-årene åpner for at økonomien i en situasjon med sterkt press i arbeidsmarkedet kan gå gjennom en periode med både høy lønns- og prisvekst og en nominell depresiering av valutaen som følge av sviktende tillit til norsk økonomi. Skulle veksten i norsk økonomi fortsette med vekstrater utover det langsiktige vekstpotensialet, med tiltakende lønns- og prisvekst, kan en ikke utelukke at dette vil skje igjen. Et slikt markedspress vil kunne medføre store svingninger i valutakurs og renter.

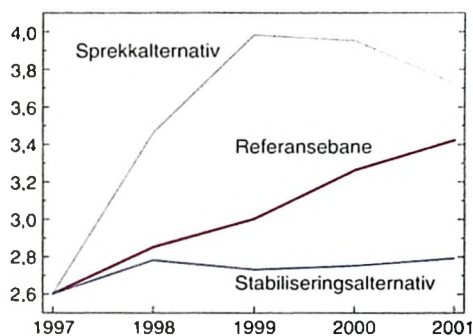
Som en modellbasert illustrasjon har vi sett på en utvikling der kronen i første halvår neste år depresierer med 5 prosent. Pengepolitikken vil i en slik situasjon måtte innrettes mot å dempe depresieringsforventningene, og vi har her antatt en renteoppgang på 3 prosentpoeng i forhold til den kortsiktige ECU-renten. En slik utvikling vil ha enkelte likhetstrekk med situasjonen i siste halvdel av 1980-tallet. Depresieringen vil isolert sett virke ekspansivt og trekke opp prisstigningen. Renteøkningen vil ha motsatt virkning. Blant annet som følge av sterk konkurranse og stramme rentemarginer i banknæringen, har vi lagt til grunn et rela-

Tabell 4.3 Avvik fra vekstrater i referansebanen med depresiering av kronen og høyere rente. Prosentpoeng

	1998	1999	2000	2001
BNP Fastlands-Norge	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3
Sysselsetting	0,0	-0,2	-0,5	-0,5
Lønn	0,4	0,3	-0,3	-0,6
Konsumpriser	0,5	0,7	0,3	-0,1

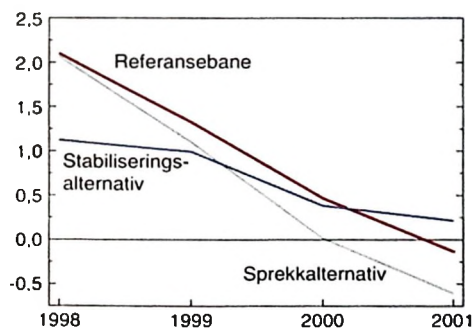
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3 Konsumpriser. Prosentvis vekst fra året før



Kilde: Norges Bank

Figur 4.4 Sysselsetting. Prosentvis vekst fra året før



Kilde: Norges Bank

tivt raskt gjennomslag til husholdningenes boligrenter, slik vi så etter renteøkningen sist sommer.

I første omgang vil depresieringen gi et betydelig bidrag til konsumprisveksten, som kan komme opp i 3¼ prosent allerede neste år og 3¾ prosent i 1999. Etter hvert vil imidlertid den kontraktive effekten fra renteøkningen dominere, og konsumprisveksten avtar igjen til 3¼ prosent ved utgangen av perioden. For sysselsettingen innebærer dette en langt svakere utvikling i arbeidsmarkedet rundt århundreskiftet, med et ytterligere fall i sysselsettingen i 2001 på rundt 11 000 personer, eller 0,5 prosentpoeng i forhold til referansebanen.

Flere forhold kan virke sammen

En kan selvsagt ikke se bort fra at en del uforutsette hendelser kan inntreffe samtidig, slik vi diskuterte innledningsvis i kapittel 3. Eksempelvis er sannsynligheten for et tillitsbrudd til norsk økonomi trolig større dersom lønnspresset viser seg å bli sterkere enn vi har anslått i referansebanen. Erfaringene fra 1980-tallet illustrerer at dette kan koste i form av en betydelig positiv rentedifferanse overfor europeiske renter. Figurene 4.3 og 4.4 viser samlet virkning av økt lønnsvekst, depresiering av kronen og høyere rente, slik dette er beskrevet over. I et slikt tenkt «sprekkalternativ» står vi overfor en situasjon som langt på vei gjenspeiler situasjonen på slutten av 1980-tallet. Prisveksten vil kunne komme opp i 4 prosent i 1999 før høyere rente gjennom dempet etterspørsel drar den noe ned igjen. I 2001 vil imidlertid prisveksten fortsatt være høyere enn i referansebanen, og fallet i sysselsettingen kan bli betydelig. Politikkdilemmaet som vi omtalte i avsnitt 4.2 kommer dermed enda tydeligere til syne i dette alternativet, og utfordringene finanspolitikken vil bli stilt overfor kan bli svært store.

UTVIKLING I NOEN MAKROØKONOMISKE HOVEDSTØRRELSER

Prosentvis endring fra foregående år der ikke annet fremgår

	1997	1998	1999	2000-2001 ¹⁾
Realøkonomi				
Privat konsum	3½	4	4¼	2¼
Offentlig konsum	2	2	2½	1¾
Bruttoinvesteringer i alt	14½	2¼	-4¾	-4
Pålopte oljeinvesteringer	25	2	-19	-14½
Fastlands-Norge	10¾	2½	0	-1¼
Bedrifter	5¾	3¾	-2	-3¼
Boliger	8¾	12	6½	3¼
Offentlig forvaltning	28	-7½	1	¼
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	4½	3¼	3	1½
Eksport	4¾	7¾	4¼	3¼
Olje, gass og rørtransport	1	13½	4¼	2¾
Tradisjonelle varer	8	6	5	3¾
Import	9¾	4¾	1¾	2½
Tradisjonelle varer	8	5	2	2½
BNP	3¼	5	2¾	1¼
Fastlands-Norge	3½	3¼	2½	¾
Arbeidsmarked				
Sysselsetting	3	2	1¼	¼
Arbeidsstyrke, AKU	2¼	1¼	¾	½
Arbeidsledighetsrate, AKU	4¼	3¼	2¾	3½ ²⁾
Priser og lønninger				
Konsumpriser	2½	2¾	3	3½ ²⁾
Årslønn	4	5	6	5¾
Importpris tradisjonelle varer	-½	1	1¼	1½
Eksportpris tradisjonelle varer	1	2	2½	2¾
Råoljepris i kroner (nivå)	136	125	123 ³⁾	120 ³⁾
Utenriksøkonomi				
Eksportoverskudd, mrd kroner (nivå)	85	99	117	140 ²⁾
Driftsoverskudd, mrd kroner (nivå)	67	88	108	139 ²⁾
Driftsoverskudd i prosent av BNP (nivå)	6¾	7½	8¾	10¼ ²⁾
Memo				
Husholdningenes sparerate	5	5	4½	3¾

1) Gjennomsnittlig årlig vekst

2) Ved utgangen av perioden

3) 1998-kroner

1 OVERSIKT

Frå slutten av september har krona svekt seg med 0,8 prosent målt mot teoretisk ECU. Så langt i år har krona styrkt seg med 0,5 prosent mot ECU.

Hittil i år har Noregs Bank kjøpt valuta for om lag 65 milliardar kroner. Av dette blei valuta for tilsvarende 31 milliardar kroner kjøpt tidleg i januar, inntil Noregs Bank bestemte seg for å redusere bruken av intervensjonar 10. januar (omtalt i Penger og Kreditt 1997/1). Valuta for om lag 34 milliardar kroner er kjøpt sidan slutten av februar. Dette må sjåast i samanheng med oppbygginga av valutareservar for framtidig avsetning til Statens petroleumsfond. Noregs Bank har ved somme høve intervenert for å jamne ut kurssvingingar.

Norske pengemarknadsrenter er på om lag same nivå som ved utgivinga av den førre rapporten. Den negative rentedifferansen mellom norske tremånadersrenter og tilsvarende ECU-renter har stige frå -0,5 til -0,8 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånadersrenter er redusert frå 0,5 prosentpoeng til 0.

Innskotts- og utlånsrentene til bankane steig med 0,3 prosentpoeng frå andre til tredje kvartal 1997. Dette reflekterte mellom anna oppgangen i pengemarknadsrentene i juli etter at Noregs Bank hadde auka signalrentene sine med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng.

Sidan førre rapport har dei internasjonale finansmarknadene vore prega av valutauro i Asia og korreksjonar i aksjemarknaden i ei rekkje land.

Pengepolitikken har lege fast i USA og Japan, mens signalrentene er auka i ei rekkje europeiske land.

Amerikanske dollar og tyske mark har styrkt seg i forhold til japanske yen sidan slutten av september. Kurssvingingane mellom hovudvalutaene har vore store.

Lange renter, målte ved ti-års statsobligasjonsrenter, har dei seinaste månadene falle markert i USA og Japan. I Europa heldt dei lange rentene seg relativt stabile fram til slutten av november, men har sidan falle noko.

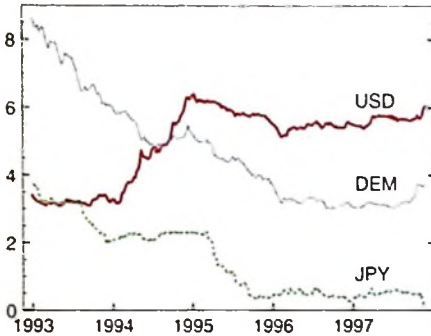
Dei norske statsobligasjonsrentene er reduserte med om lag 0,1 prosentpoeng i gjennomsnitt sidan slutten av september. Totalindeksen for aksjar på Oslo Børs har stige med knapt 30 prosent frå årsskiftet til første veka av desember, men har falle noko sidan midten av oktober.

Den innanlandske bruttogjelda til publikum (K2) auka med 9,8 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av oktober.

Tolv månadersveksten i den registrerte pengemengda (M2), som varierte mellom 2,5 og 8,9 prosent i 1996, var ved utgangen av oktober på 5,6 prosent. Det snevrare aggregatet M1 voks med 13 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av oktober i år.

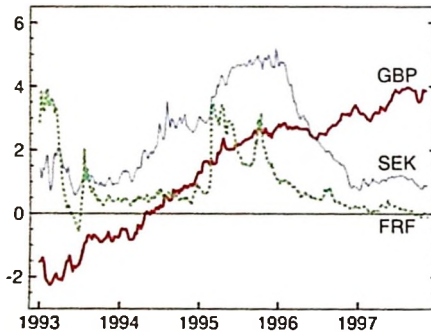
2 UTVIKLINGA INTERNASJONALT

Figur 2.1 Nominelle tremånaders pengemarknadsrenter for hovudvalutaene. Veketal



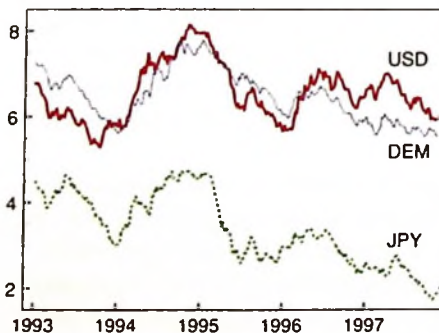
Kjelde: Noregs Bank

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

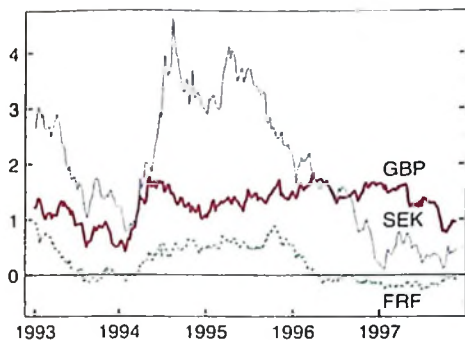
Dei internasjonale finansmarknadene har sidan førre rapport vore prega av valutauro i Asia, korreksjonar i aksjemarknaden i ei rekkje land og oppgang i korte renter i Europa.

I Tyskland var den årlege vekstraten for pengemengd-aggregatet M3 5,1 prosent i oktober, målt frå fjerde kvartal i fjor. Trass i at veksten i M3 har nærma seg midtpunktet i målsona på 3,5 til 6,5 prosent, annonserte Bundesbank 9. oktober ein auke i reporenta frå 3,0 til 3,3 prosent. Same dag auka sentralbankane i Frankrike, Danmark, Austerrike, Belgia og Nederland signalrentene sine med mellom 0,2 og 0,3 prosentpoeng. Auken i dei administrerte rentene slo ut i auka korte renter, målt ved tremånaders eurorente i alle desse

Utvalde renteendringar internasjonalt

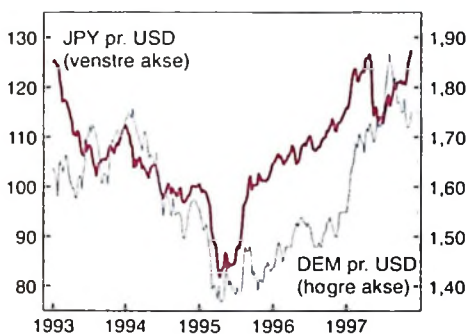
Land/rente	Dato	Endring basispkt.	Nivå etter endring
<i>Tyskland</i>			
Reporenta	9.10.	+30	3,30
<i>Frankrike</i>			
Intervensjonsrenta	9.10.	+20	3,30
<i>Austerrike</i>			
Reporenta	9.10.	+20	3,20
<i>Nederland</i>			
Special advances	9.10.	+30	3,30
Advances	9.10.	+25	2,75
<i>Danmark</i>			
Reporenta	9.10.	+25	3,75
Diskontoen	9.10.	+25	3,50
<i>Belgia</i>			
Sentralrenta	9.10.	+30	3,30
Dagslånsrenta	9.10.	+30	4,55
<i>Kanada</i>			
Bank rate	1.10.	+25	3,75
- » -	25.11.	+25	4,00
<i>Spania</i>			
Reporenta	3.10.	-25	5,00
<i>Hellas</i>			
Intervensjonsrenta	7.10.	-40	10,90
- » -	31.10.	+13 910	150,00
- » -	13.11.	-12 500	25,00
- » -	18.11.	-600	19,00
- » -	20.11.	-810	10,90
<i>Storbritannia</i>			
Minimum Lending rate/ Base rate	6.11.	+25	7,25
<i>Portugal</i>			
Reporenta	18.11.	-20	5,30
Absorption rate	18.11.	-30	4,90
Emergency lending rate	18.11.	-30	6,90

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



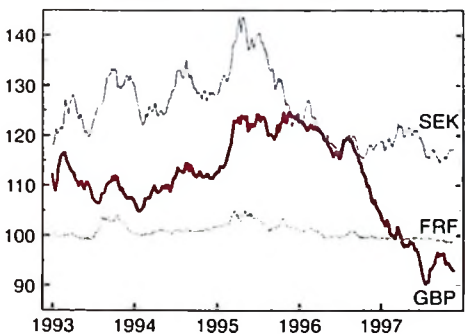
Kjelde: Noregs Bank

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

landa. Dei korte rentene i Storbritannia har auka med 0,4 prosentpoeng sidan førre rapport. Oppgangen reflekterer at Bank of England sette opp signalrenta si, minimum lending rate, med 0,25 prosentpoeng første veka i november. Ved utgangen av oktober var det eit kraftig depresieringspress mot den greske valutaen. For å møte presset auka den greske sentralbanken intervensjonsrenta til 150 prosent. I november blei denne renta sett ned att til sitt opprinnelege nivå.

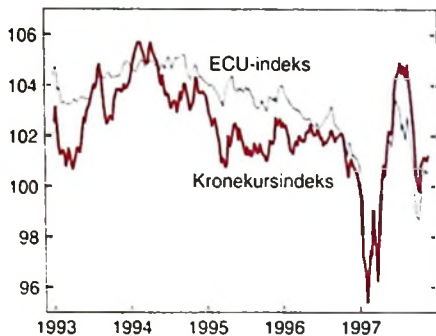
Mens det har vore gjort endringar i pengepolitikken i ei rekkje europeiske land, har pengepolitikken lege fast i USA og Japan. Likevel har tremånaders pengemarknadsrente vist ein stigande tendens i USA, mens dei korte rentene i Japan har falle.

I USA og Japan har dei lange rentene, målte ved ti års statsobligasjonar, falle sidan slutten av september. Rentefallet i USA reflekterer omplassing frå aksjar til obligasjonar som følgje av korreksjonar i aksjemarknaden, samtidig som prispresset framleis er moderat. I Japan har ei svak økonomisk utvikling verka til nedgangen i lange renter. I Europa heldt dei lange rentene seg relativt stabile fram til slutten av november, men har sidan falle noko (med unntak for Sverige og Finland).

Sidan utgangen av september har dollar, mark og britiske pund appresiert (målt ved effektiv valutakurs), mens japanske yen har blitt kraftig svekt. Svekinga av japanske yen kan sjåast i samanheng med den svake utviklinga i japansk økonomi og valuta- og børsuroa i Asia. Uroa i Asia har òg gitt ringverknader i land utanfor regionen i form av korreksjonar i aksjemarknaden, depresieringspress i land med «svake» valutaer og appresieringspress i land med «sterke» valutaer. Styrkinga av amerikanske dollar, tyske mark og britiske pund må sjåast på bakgrunn av den auka etterspurnaden etter «tilfluktsvalutaer» og auke i dei korte rentene for desse valutaene.

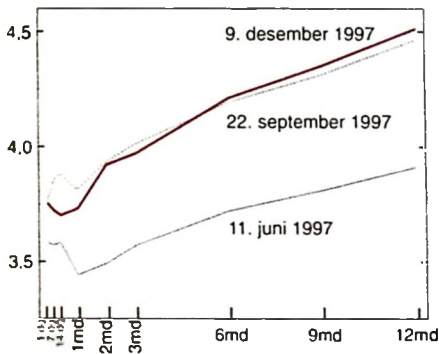
Avstanden mellom den sterkaste og svakaste valutaen i ERM var i byrjinga av desember redusert til 7½ prosent. I midten av september var denne avstanden 9 prosent. Irske pund er den sterkaste, mens austerrikske schilling er den svakaste valutaen i ERM.

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



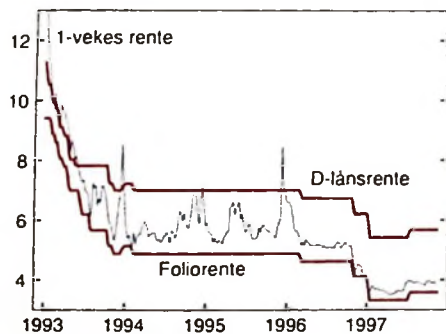
Kjelde: Noregs Bank

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 VALUTA- OG PENGEMARKNADEN OG NOREGS BANKS OPERASJONAR

3.1 Valutamarknaden

Den norske krona har så langt i år styrkt seg med 0,5 prosent målt mot ECU. Sidan førre rapport har likevel krona svekt seg med 0,8 prosent. Kronekursen har variert mellom 98,2 og 101,1 målt ved ECU-indeksen, og 10. desember var nivået 100,3.

Sidan førre rapport har den effektive kronekursen til industrien styrkt seg med 0,2 prosent. Overfor tyske mark har krona i same perioden svekt seg med 0,4 prosent, og overfor amerikanske dollar har krona svekt seg med 1,1 prosent.

Noregs Bank har hittil i år kjøpt valuta for om lag 65 milliardar kroner, samanlikna med 90,7 milliardar kroner for heile 1996. Frå årsskiftet til 10. januar i år kjøpte sentralbanken valuta for 31 milliardar kroner. I perioden frå 10. januar til 27. februar handla ikkje Noregs Bank i den norske valutamarknaden. Etter at Noregs Bank i slutten av februar tok opp att valutakjøpa for avsetning til Statens petroleumsfond, er det kjøpt valuta for om lag 34 milliardar kroner. Noregs Bank har òg ved somme høve intervenert for å jamne ut kurssvingingar. Bakgrunnen for slike operasjonar er det gjort greie for i ei pressemelding av 17. juni.

I 1996 blei om lag 46 milliardar kroner sette av til Statens petroleumsfond. For 1997 reknar ein med å setje av om lag 62,5 milliardar kroner til fondet.

3.2 Pengemarknaden og Noregs Banks operasjonar

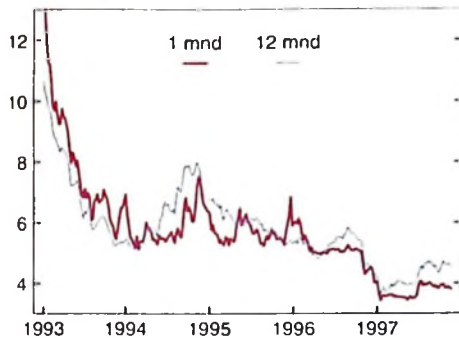
Renteutviklinga

Rentene i den norske pengemarknaden er på om lag same nivå som ved utgivinga av den førre rapporten. Bankane si folio- og døgnlånsrente i sentralbanken har vore halden uendra på høvesvis 3,50 og 5,50 prosent.

Pengemarknadsindikatoren (eit aritmetisk gjennomsnitt av effektive eurorenter for løpetider frå ei veke og til og med tre månader) steig frå om lag 3,9 prosent i slutten av september til knapt 4,1 prosent i slutten av oktober. Sidan har rentene falle noko, og pengemarknadsindikatoren er no på om lag same nivå som i slutten av september. Avkastningskurva i pengemarknaden har blitt noko brattare sidan førre rapport.

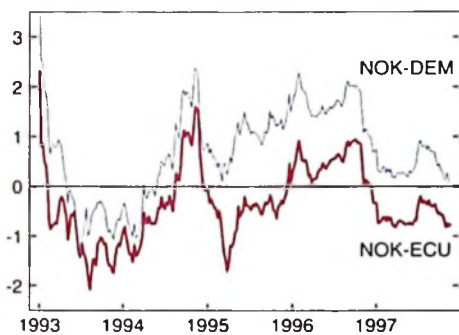
Den negative rentedifferansen mellom norske tremånersrenter og tilsvarende ECU-renter har for perioden sedd under eitt auka med 0,3 prosentpoeng frå -0,5 til -0,8 prosentpoeng. Differansen mellom norske og tyske tremånersrenter er redusert frå 0,5 prosentpoeng til 0.

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



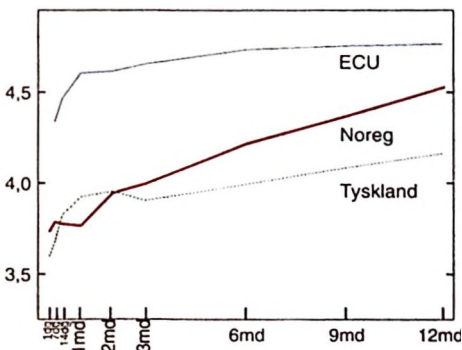
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.6 Avkastningskurver for NOK, DEM og ECU. Effektive pengemarknadsrenter. 22. september 1997



Kjelde: Noregs Bank

Likviditeten i pengemarknaden

Noregs Bank påverkar pengemarknadsrentene gjennom å fastleggje ein korridor for rentenivået avgrensa av dei såkalte signalrentene, som består av den renta bankane får på innskotta sine på foliokonto i Noregs Bank (foliorenta) og den renta bankane må betale når dei tek opp døgnlån i Noregs Bank. Innanfor rentekorridoren kan Noregs Bank påverke rentenivået i pengemarknaden gjennom tilførsel og inndraging av kronelikviditet til banksystemet. Ved bruk av likviditetspåverkannde instrument motverkar Noregs Bank sesongsvingingar i likviditeten til bankane som blant anna følger av inn- og utbetalingar frå staten.

24. november innførte Noregs Bank eit nytt oppgjerssystem for bankane. I det nye oppgjerssystemet tek ein betalningar mellom bankane til oppgjjer i Noregs Bank løpande gjennom dagen, mens endeleg oppgjjer tidlegare vart gjort ved slutten av dagen. At bankane no gjer opp seg imellom gjennom dagen i Noregs Bank, gjer at dei kan drive betalingsformidling mot kundar med mykje lågare risiko enn tidlegare. Det nye oppgjerssystemet inneber at bankane må styre likviditeten sin gjennom dagen. Noregs Bank lettar likviditetsstyringa til bankane ved å tilby lån gjennom dagen mot trygd. Det nye oppgjerssystemet er nærare forklart i ein artikkel i Penger og Kredit 1997/3.

I september var det eit underliggjande likviditetsoverskott i marknaden. Noregs Bank la den månaden ut sju F-innskott for å trekkje inn likviditet. Den faktiske likviditeten (bankane sine plasseringar på foliokonto i Noregs Bank) var i gjennomsnitt 9,3 milliardar kroner.

Også i oktober var det eit underliggjande likviditetsoverskott før Noregs Banks likviditetspåverkannde transaksjonar. Det blei trekt inn likviditet ved i alt seks F-innskott. Bankane hadde i gjennomsnitt 7,2 milliardar kroner ståande inne på foliokonto i Noregs Bank i oktober.

I november var det eit underliggjande likviditetsoverskott i første del av månaden. Det blei trekt inn likviditet ved fem F-innskott i denne perioden. Mot slutten av månaden var det nødvendig å tilføre likviditet, som følge av store skattefall. Likviditeten blei tilført gjennom tre F-lån. Bankane sine gjennomsnittlege plasseringar på foliokonto i Noregs Bank var 8,9 milliardar kroner i november.

Hittil i desember har Noregs Bank tilført likviditet gjennom to F-lån.

Det store likviditetsoverskottet i store delar av perioden sidan førre rapport har verka til at dei korte pengemarknadsrentene framleis ligg i nedre del av rentekorridoren, nær foliorenta. Vekesrenta i eurokronemarknaden (utlånsrenta) er knapt 0,2 prosentpoeng høgare enn foliorenta.

Døgnlånsramma for bankane i Noregs Bank har vore uendra og lik sju prosent av berekningsgrunnlaget (forvaltningskapitalen minus døgnlåns gjeld) sidan august 1994. Utnyt-

Tabell 3.1. Sentralbanktilførsla ¹⁾

	1997				
	juli	aug	sep	okt	nov
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr)	-19,1	-11,6	-14,2	-6,5	-5,1
Av dette					
<i>D-lån</i>	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<i>F-lån/finnskott</i>	-19,2	-11,7	-14,2	-6,5	-5,1
<i>anna finansiering</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D-lånstilgang, mrd. kr	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
Bankane sine likvide reservar i form av folioinnskott i Noregs Bank	7,0	7,3	9,3	7,2	9,4
F-innskottsrente (gjennomsn.), prosent	3,68	3,66	3,65	3,62	3,61
F-lånsrente (gjennomsn.), prosent	-	-	-	-	3,64

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1995	1996	1996 997	
			jan-okt	
Statssertifikat	43,5	50,0	41,5	78,0
Banksertifikat	50,8	90,5	81,2	87,0
Kreditsertifikat	18,5	20,3	17,8	18,3
Lånesertifikat	57,3	73,4	58,6	66,2
Finanssertifikat	9,3	3,7	3,1	4,5
Utanlandske sertifikat i NOK	3,7	1,0	1,0	0,0
I alt	183,4	238,8	203,2	254,0

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

Kjelde: Noregs Bank

tinga av døgnlånstilgangen har vore knapt 1/2 prosent i september og vel 1/2 prosent i oktober og november.

Sertifikatmarknaden

Statssertifikat blir lagde ut som eit ledd i finansieringa av statsverksemda, 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.

I 1997 er statssertifikata brukte meir aktivt i likviditetsstyringa enn før. Staten har òg gjennomført ad hoc-emisjonar for å motverke likviditetstilførsel som kjem av valutakjøp frå Noregs Bank og sesongmessig tilførsel frå staten.

Av omsyn til likviditeten i andrehandsmarknaden har ein teke sikte på å bygge opp nye statssertifikatlån gjennom ein ny-emisjon eller ei utviding av eksisterande lån kvar månad. Jamt over vil fire uteståande lån framleis dekkje løpetider opp til eit år.

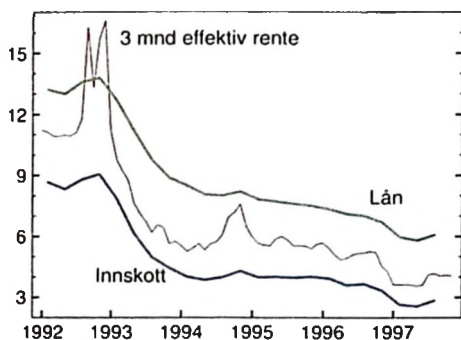
I perioden sidan førre rapport er det lagt ut eit nytt tolv-månaderssertifikat (SS50). SS50 blei lagt ut 8. oktober med 4 milliardar kroner til marknaden og 500 millionar til Noregs Bank. Rentene på statssertifikat blir fastsette ved auksjon, og vegd gjennomsnittsrente for emisjonen blei 4,07 prosent. Dette lånet blei utvida med 3 milliardar kroner 3. november til ei vegd gjennomsnittsrente på 4,36 prosent. I tillegg blei SS47 utvida med 5 milliardar kroner 1. desember til ei vegd gjennomsnittsrente på 3,99 prosent.

I 1997 er det fram til og med oktober emittert sertifikat for 254,0 milliardar kroner. Dette var 25 prosent meir enn for same perioden i 1996. I 1996 og 1995 blei det emittert sertifikat for høvesvis 238,8 og 183,4 milliardar kroner. Uteståande beholdning av sertifikat var 126,6 milliardar kroner ved utgangen av september, av desse er 36,5 milliardar kroner statssertifikat.

Dei dominerande investorane i statssertifikatmarknaden er forretnings- og sparebankar og forsikringsselskap. Beholdingane i desse sektorane utgjorde om lag 65 prosent av uteståande beholdning ved utgangen av september 1997. Andre store eigargrupper ved utgangen av september var utlendingar (knapt 12 prosent), andre føretak (9,5 prosent), andre finansføretak (vel 6 prosent) og offentlege finansføretak (vel 5 prosent).

I 1997 er det fram til og med november omsett sertifikat for 273 milliardar kroner på Oslo Børs, der vel 85 milliardar var i januar. Statssertifikat har stått for om lag 82 prosent av omsetninga. I november i år var omsetninga av sertifikat vel 16 milliardar kroner.

Figur 3.7 Innskotts- og utlånsrenter i bankane og tremånaders pengemarknadsrente



Kjelde: Noregs Bank

3.3 Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga

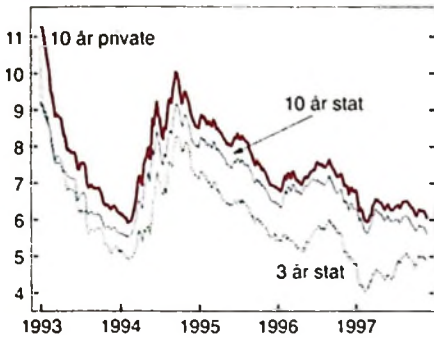
Dei gjennomsnittlege utlånsrentene i bankane steig noko i tredje kvartal 1997. Utlånsrentene på betente lån steig med 0,3 prosentpoeng, til 6,1 prosent. Innskottsrentene steig òg med 0,3 prosentpoeng i gjennomsnitt, til eit nivå på 2,8 prosent ved utgangen av tredje kvartal.

Utlånsrentene i kredittføretaka steig med 0,1 prosent i tredje kvartal, til 6,3 prosent ved utgangen av kvartalet. Utlånsrentene i livselskapa steig med 0,2 prosentpoeng, til 5,3 prosent.

Resultatutviklinga i bankane

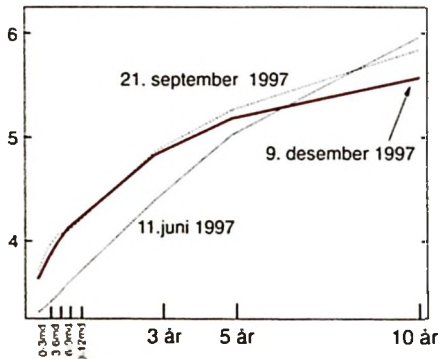
For resultatutviklinga i bankane viser vi til rapporten «Finansielt utsyn» i denne utgåva av Penger og Kreditt.

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



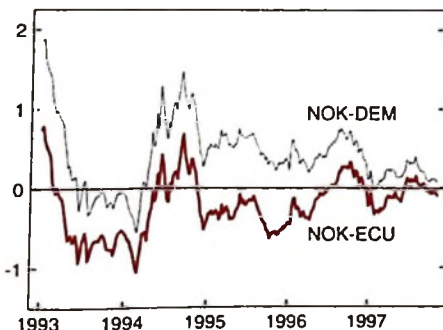
Kjelde: Noregs Bank

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

4 KAPITALMARKNADENE

4.1 Obligasjonsmarknaden

Renteutviklinga

Sidan førre rapport har rentene på norske statsobligasjonar blitt reduserte med om lag 0,1 prosentpoeng i gjennomsnitt. Det er først og fremst rentene på obligasjonar med lange løpetider som er reduserte, og avkastningskurva er såleis blitt slakare. Renta på norske tiårs statsobligasjonar var 10. desember 5,5 prosent, 0,3 prosentpoeng under nivået i slutten av september.

Differansen mellom renta på norske og tyske tiårs statsobligasjonar er redusert frå 0,3 prosentpoeng 24. september til 0,2 prosentpoeng 10. desember. Tilsvarende rentedifferanse overfor teoretisk ECU har endra seg frå 0 til -0,1 prosentpoeng over den same perioden. Effektiv rente på tyske statsobligasjonar og teoretisk ECU-obligasjonar var 10. desember respektive 5,5 og 5,6 prosent.

Omsetning

Omsetninga av obligasjonar på Oslo Børs fram til utgangen av november i år var på 1153 milliardar kroner, ein auke på 17 prosent samanlikna med same perioden i 1996. Dagleg gjennomsnittsomsetning i november var 2,9 milliardar kroner.

Omsetninga av statsobligasjonar dominerer, med 89 prosent av totalomsetninga hittil i år. Omsetninga av andre obligasjonslån enn statsobligasjonar var på 131 milliardar kroner fram til utgangen av november, og var for det meste lån emitterte av bankar, for sikringselskap og kredittforetak.

Emisjonar

Frå januar til oktober i år blei det emittert obligasjonar for 60,1 milliardar kroner, mot 60,0 milliardar kroner i dei same månadene året før. Private bankar har auka bruttoemisjonane med om lag 60 prosent i forhold til same perioden i fjor, og deira del av samla emisjonsbeløp var over 50 prosent.

Totalt uteståande i dei tonegivande statsobligasjonslåna er 120 milliardar kroner, fordelt på fem lån.

Eigarstruktur

Ved utgangen av 3. kvartal 1997 viser mellombelse tal frå Verdipapirsentralen at forsikringselskapa stod som den største eigaren av norske obligasjonar, med ein eigardel på 44 prosent av ein samla marknadsvardi på 368 milliardar kroner. Forretnings- og sparebankane (inklusive Postbanken og bankanes forsikringsfond) hadde ein eigardel på 18 prosent, mens stats- og trygdeforvaltninga hadde knapt 11 pro-

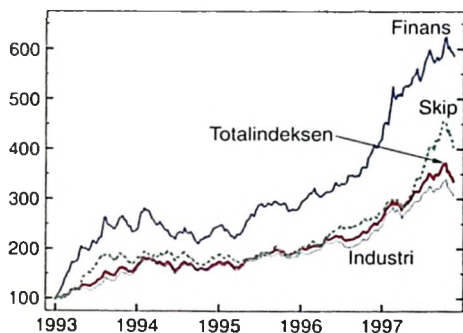
Tabell 4.1 Obligasjonsmarknaden¹⁾
*Bruttoemisjonar av ihendehavarobli-
 gasjonar etter låntakarsektor. (Milli-
 ardar kroner)*

	1995	1996	1996 jan-okt	1997 jan-okt
Statsforvaltninga	21,1	21,0	18,0	12,0
Statsbankar og stats- foretak	7,5	7,6	7,3	3,9
Private bankar og forsikringsselsk.	10,0	23,2	20,3	32,6
Kredittforetak og finansieringsselskap	10,0	7,0	6,4	5,4
Private og kommunar	7,7	9,5	6,5	5,4
Utanlandske låntakarar	1,2	1,6	1,5	0,8
I alt	57,6	69,9	60,0	60,1

1) Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obli-
 gasjonar i VPS fordelt på eigarsektorar.

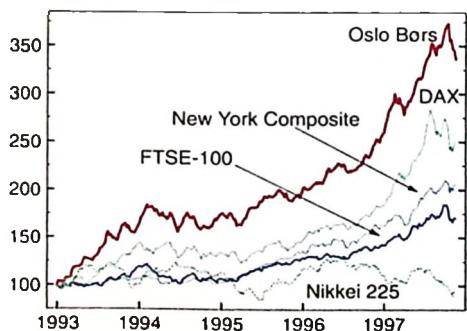
Kjelde: Noregs Bank

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



Kjelde: Oslo Børs

**Figur 4.5 Internasjonale aksje-
 indeksar. Veketal.
 Veke 1, 1993 = 100**



Kjelde: Oslo Børs

sent. Utlendingar sin eigardel var ved utgangen av 3. kvartal i underkant av 7 prosent.

4.2 Aksjemarknaden

Kursutviklinga

Totalindeksen og alle delindeksar ved Oslo Børs har vist ein stigande trend sidan 1995. Hittil i 1997 (veke 49) har totalindeksen auka med knapt 30 prosent. Skipsindeksen har i same perioden hatt den største veksten med vel 44 prosent, finansindeksen² auka med vel 39 prosent. Også Oslo Børs blei i slutten av oktober prega av uroa på finansmarknadene i Sør-aust-Asia. I siste veka av oktober fall totalindeksen med vel 4,8 prosent i forhold til veka før. Fallet i slutten av oktober var likevel relativt lite i forhold til fallet på andre børsar. Hang Seng-indeksen i Hong Kong fall i same perioden med 12,4 prosent. Frå nest siste veke i oktober og fram til veke 49 har totalindeksen felle med vel 9 prosent.

Aksjemarknadene viste i figur 4.5 har vore i ein jamn oppgangstrend sidan 1995, med unntak av den japanske marknaden. Den tyske DAX-indeksen har auka mest, med vel 43 prosent hittil i 1997. Den japanske Nikkei-indeksen fall med 14 prosent i same perioden. Nikkei-indeksen har sidan 1. januar 1993 felle med knapt 3 prosent. Til samanlikning auka totalindeksen på Oslo Børs med nesten 240 prosent i same perioden. New York Composite-indeksen nådde ein mellomstopp i veke 42, og låg ved utgangen av november vel 1,4 prosent under toppnoteringa i oktober.

Omsetning og marknadsv Verdi

Omsetninga av aksjar og grunnfondsbevis ved Oslo Børs utgjorde nesten 337 milliardar kroner i dei elleve første månadene av året. Det er ein auke på knapt 60 prosent frå same perioden i 1996. Veksten i omsetning sidan utgangen av august var størst blant shippingselskapa, med 89 prosent. Omsetninga i industrisektoren steig med meir enn 66 prosent. Omsetninga i oktober 1997 var tre gonger så stor som omsetninga i oktober 1996. Dette kan for ein stor del tilskrivast uroa i oktober månad.

Emisjonar

Fram til utgangen av november var det hittil i år emittert aksjar for vel 17 milliardar kroner, inklusive emisjonar i samband med børsnotering. Dette er vel 9 milliardar kroner meir enn i same perioden i 1996. I oktober og november blei det emittert for meir enn 11 milliardar kroner. Dei tre største emisjonane utgjorde om lag 65 prosent av dette. Retta emi-

² Finansindeksen blei etablert i juli 1997 og erstattar bank- og forsikringsindeksane. Observasjonane for 11. juli 1997 er i grafen baserte på den gamle bankindeksen.

Tabell 4.2 Omsetning og marknadsv Verdi ved Oslo Børs. Milliardo kroner

	1995	1996	1.1.-30.11.97
<i>Omsetning:</i>			
Totalt	156.7	231.7	336.7
Bank	13.7	19.3	29.8
Forsikring	7.3	8.8	12.7
Industri	96.7	132.7	199.4
Skip	26.4	46.3	51.8
SMB	8.5	16.2	33.7
Grunnfond	4.0	8.2	8.9
Marknadsv Verdi	289.8	389.4	544.0

Kjelde: Oslo Børs

Tabell 4.3 Emisjonar over Oslo Børs. Millionar kroner

	1995	1996	1.1.-30.11.97
Totalt	7 632	9 020	17 374
Av dette utlandet	97	1 867	5 274
Bank	0	139	5
Forsikring	10	8	0
Industri	1 967	3 516	2 667
Skip	3 763	1 970	8 846
SMB	1 234	1 393	5 552
Grunnfond	561	127	304

Kjelde: Oslo Børs

sjonar utgjorde vel 9 milliardar kroner i dei elleve første månadene av året. SMB-føretaka har den største parten av emittert kapital hittil i år. Bank og forsikring har emittert lite dei tre siste åra. Hittil i år er 53 nye selskap vedtekne tekne opp til notering ved Oslo Børs, og 9 er storkne. Totalt var det ved utgangen av november notert 212 aksjar ved Oslo Børs, der 21 var utanlandske.

Aksjonærstruktur

Det har vore store endringar i eigarstruktur sidan førre rapport. Ved utgangen av oktober 1997 var utlendingar den største eigarsektoren i norske børsnoterte selskap, med 31,6 prosent av marknadsv verdien. Eigardelen for utlendingane har auka svakt dei siste åra, men oktobertala representerer ein nedgang på om lag 2 prosentpoeng i forhold til august. Dei største norske eigarane er private føretak. Frå 1995 og fram til utløpet av august 1997 reduserte desse sektorane eigarskapen sin noko. Private føretak har sidan auka eigardelen mykje og hadde ved utgangen av oktober 22,4 prosent, på linje med eigardelen frå 1993. Den offentlege eigardelen er redusert kraftig (vel 4 prosentpoeng) sidan årsskiftet.

Endringane i private og offentlege eigardelar må sjåast i samanheng med den store tilstrøyminga av nye selskap til Oslo Børs og auka emisjonar. Forsikringsselskapa har over tid redusert eigarskapen sin noko, mens andre finansføretak og private pensjonskassar har auka eigardelen tildels kraftig. Privatpersonar har redusert eigardelen sin dei siste åra. Det kan sjåast i samanheng med den kraftige veksten i eigardelen for verdipapirfonda.

5 PUBLIKUMS FORDRINGAR OG GJELD

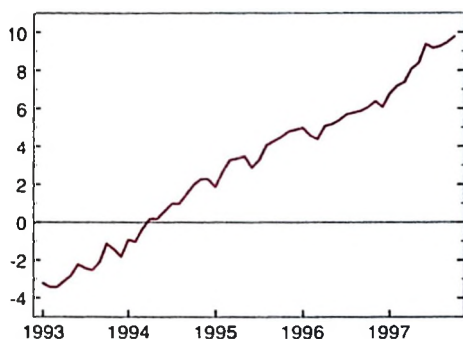
Kredittindikatorane

Publikums innanlandske bruttogjeld (K2) gjekk opp med 9,8 prosent dei siste tolv månadene fram til utgangen av oktober, mot 9,5 prosent i tolv månadersperioden september 1996 - september 1997. Tolv månadersveksten på 9,8 prosent tilsvarer ein auke i kreditten på knapt 96 milliardar kroner. Årsveksten har stort sett vore aukande sidan oktober 1992, då han var -4,4 prosent. Ved inngangen til 1997 var tolv månadersveksten 6,1 prosent.

Den underliggjande veksten, det vil seie veksten i gjennomsnittleg uteståande kreditt siste tremånadersperiode i forhold til føregåande tremånadersperiode rekna om til årleg rate, var 10,1 prosent ved utgangen av oktober, mot 9,8 prosent ved utgangen av føregåande månad. Hittil i år har den underliggjande veksten variert mellom 6,4 prosent (februar) og 12,5 prosent (juni).

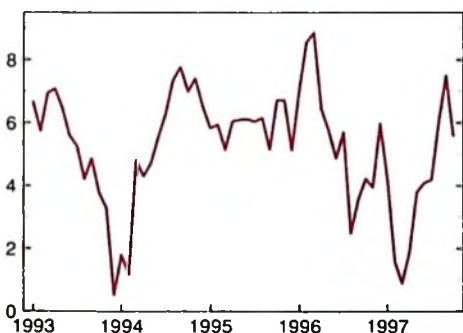
Av komponentane i veksten i den innanlandske bruttogjelda til publikum er det framleis sertifikatgjelda som har den prosentvis sterkaste tolv månadersveksten.

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 2,5 prosent (august) og 8,9 prosent (mars) i 1996, og var på 6,0 prosent ved utgangen av året. I første kvartal i år sank tolv månadersveksten til eit botnpunkt på 0,9 prosent i mars, men steig så månad for månad til 7,5 prosent i september. Tolv månadersraten fall til 5,6 prosent i oktober.

Fordelt på tilførselskjelder var det i dei tre første kvartala i år ei sterkare inndraging ved lånetransaksjonar og inntektsoverskott hos sentralstyresmaktene samanlikna med i fjor. Utlån frå bankane er den dominerande kjelda til pengemengdeveksten (sjå tabell 23a i tabellvedlegget bak i bladet).

Ifølgje mellombelse tal er den underliggjande veksten i pengemengda redusert frå 11,6 prosent i september til 8,7 prosent i oktober. Den underliggjande veksten har så langt i år variert mellom -3,6 prosent (april) og 12,4 prosent (juli).

Endringar i nokre gjelds- og fordringspostar hos publikum (transaksjonstal)

I tabell 5.1 er det stilt opp transaksjonar (beholdningsendringar justerte for omvurderingar) i eit utval fordrings- og gjeldspostar hos publikum.

Av tabellen går det fram at innanlandske bankinnskott og forsikringskrava auka med 26 milliardar kroner i første halvår 1997. Forsikringskrava stod for nesten 12 milliardar kroner av auken. Andre innanlandske fordringar (mellom anna obligasjonar, sertifikat, partar i verdipapirfond, grunnfondsbevis

Tabell 5.1 Endringer i enkelte fordrings- og gjeldspostar hos publikum¹. Transaksjonar. Milliardar kroner.

	1996	2. kv. 1996	2. kv. 1997
A. Auke i enkelte fordringspostar			
Innanlandske bank-innskott og forsikringskrav	61	38	26
Andre innanlandske fordringar	30	9	26
Fordringar på utlandet	18	1	9
B. Auke i enkelte gjeldspostar			
Utlån frå norske kredittinstitusjonar	55	23	60
Annan innanlandsk gjeld	23	6	11
Gjeld til utlandet	27	12	7

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

Kjelde: Noregs Bank

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

	1996	1997 ²⁾
A. Noregs Banks netto sal av valuta til bankane		
1. Spot	-90	-62,2
2. Termin	0	0
Brukt av bankane til å dekkje opp, dvs. motpostar:		
B. Utlandet	-24	-40,6
1. Spot ³⁾	-11	-4,9
2. Termin ⁴⁾	-13	-35,8
C. Norske sektorar, utanom bankane	-66	-33,3
1. Spot ³⁾	-57	0,9
2. Termin ⁴⁾	-7	-11,9
3. Auke i kundars netto valutafordring overfor bankane	-2	-22,2
D. Anna	0	11,7

Memo: Noregs Banks internasjonale reservar **170,3** **220,2⁴⁾**

- 1) For nærmare detaljar sjå tabell 48 i tabelldelen bak i heftet.
- 2) Veke 1-48.
- 3) Positive tal inneber valutasal frå bankane. Negative tal inneber at bankane har kjøpt valuta.
- 4) Utgangen av oktober.

Kjelde: Noregs Bank

og aksjar) auka like mykje som bank- og forsikringsfordringane. Auken på 26 milliardar er nesten tre gonger så stor som auken i same perioden året før og kjem hovudsakleg av at publikum har kjøpt aksjar og partar i verdipapirfond.

Publikum sine lån frå norske kredittinstitusjonar auka med 60 milliardar kroner i første halvår 1997, ein auke på 37 milliardar i forhold til same perioden i fjor. Posten «annan innanlandsk gjeld» (som ikkje omfattar kapitalinnskott) auka med 11 milliardar kroner, det vil seie nesten det dobbelte av auken i same perioden i fjor. Auken kan i første rekkje tilskrivast emisjon av aksjar og sertifikat.

Publikum sine fordringar på utlandet auka dei to første kvartala i år med 9 milliardar kroner, mens gjelda til utlandet auka med 7 milliardar kroner. Dermed stod publikum for ein netto registrert kapitalutgang på 2 milliardar kroner. Nettofinansinvesteringstala i utanriksrekneskapen (som kapitalutgangen er rekna ut på grunnlag av) inneheld likevel ufordelte kapitaltransaksjonar og statistiske avvik på nesten 9 milliardar kroner. Legg vi dette til publikumssektoren, blir kapitalutgangen på 11 milliardar kroner.

Netto finansinvesteringane for hushalda, rekna ut på grunnlag av balansetal, var på 26 milliardar kroner i første halvår 1997, mot 25 milliardar kroner i same perioden i fjor. Fordringane og gjelda auka med høvesvis 45 og 20 milliardar kroner.

Kapitalrørsler og valutareservane

Hittil i år (veke 48) har Noregs Bank netto kjøpt valuta for vel 62 milliardar kroner frå bankane.

Tabell 5.2 viser endringa i den totale valutaposisjonen til bankane for 1996 og hittil i 1997. Motstykket til bankane sitt sal av valuta til Noregs Bank er netto valutakjøp for vel 40 milliardar kroner frå utanlandske aktørar og valutakjøp for vel 33 milliardar kroner frå norske aktørar. Kundane sitt nettokrav i valuta overfor bankane gjekk ned med om lag 22 milliardar kroner.

Dei internasjonale reservane var på 220,2 milliardar kroner ved utgangen av oktober 1997, og verdien av plasseringar i Statens petroleumsfond var på 50,0 milliardar kroner.

- 1** SAMMENDRAG
- 2** TILTAKENDE KREDITTVÆKST
- 3** FINANSIELL UTSATTHET I FINANSIELL SEKTOR
 - 3.1 Sterk konkurranse gir press på bankenes inntjening
 - 3.2 Fallende kapitaldekning og økt likviditetsrisiko i bankene
 - 3.3 Verdipapirmarkedenes betydning for finansinstitusjonene
- 4** FINANSIELL UTSATTHET I HUSHOLDNINGSEKTOREN
 - 4.1 Fortsatt styrking av husholdningenes finansielle stilling
 - 4.2 Sterk prisvekst på boliger øker husholdningenes boligformue
 - 4.3 Fallende gjeldsrentebelastning for ulike grupper av husholdninger
- 5** FINANSIELL UTSATTHET I FORETAKSEKTOREN
 - 5.1 Tegn til økende kredittrisiko i bankenes utlån til foretakssektoren
 - 5.2 Foretak med relativt høy risiko øker belåningsgraden

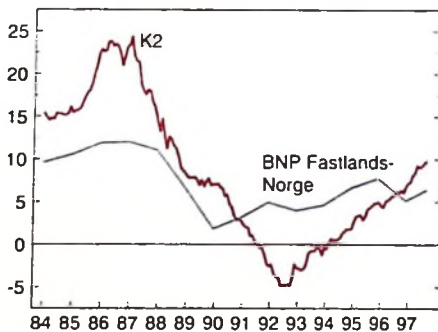
Appendiks:

Om datagrunnlaget og nøkkelstørrelser som benyttes i analysen av husholdnings- og foretakssektorene

1 SAMMENDRAG

Enkelte utviklingstrekk i kredittmarkedet den senere tid kan gi assosiasjoner til utviklingen på midten av 1980-tallet. Utlånsveksten fra bankene i perioden januar – oktober i år gir en årsvekstrate på knapt 20 prosent. For bankene har dette resultert i at kapitaldekningen har falt. En betydelig del av utlånsveksten har bankene finansiert ved kortsiktig opplåning i utlandet. Bankenes sårbarhet for bortfall av kortsiktig finansiering har dermed økt. For husholdningene og foretakene innebærer den økte opplåningen isolert sett at gjeldsbelastningen har økt. Den finansielle stillingen til husholdnings- og foretakssektorene er imidlertid markert bedre enn den var på 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet. Dette gjelder spesielt husholdningene, som fortsatt har betydelige netto finansinvesteringer. Lån til foretak med forholdsvis høy risiko utgjør en økende andel av bankenes utlån til foretakssektoren. Kredittrisikoen på finansinstitusjonenes lån til foretakssektoren antas derfor å ha økt noe det siste året. Selv om hovedinntrykket er at stabiliteten i det finansielle systemet ikke er vesentlig endret det siste halve året, peker enkelte utviklingstrekk i retning av økt finansiell utsatthet.

Figur 1.1 Årlig vekst i K2 og BNP for Fastlands-Norge. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den oppadgående trenden en har sett i kredittveksten siden 1992 er forsterket i 1997. Tolvmånedersveksten i innenlandsk kreditt (K2) har i perioden fra juni til oktober i år ligget mellom 9 og 10 prosent. Bildet blir ikke vesentlig forskjellig om en inkluderer kreditt fra utlandet. Det er først og fremst banker og finansieringsselskap som nå bidrar til økt kredittvekst i privat sektor. Tallene for inneværende år viser at kredittveksten nå øker mer enn Fastlands-Norges bruttonasjonalprodukt, jf. figur 1.1. Forholdet mellom veksten i K2 og BNP er imidlertid langt lavere enn under forrige høykonjunktur. Dette peker i retning av en bedre fundert kredittvekst så langt på 1990-tallet.

Den kraftige kredittveksten representerer likevel 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 tredje kvartal viser at

den kraftige utlånsveksten har resultert i et visst fall i kapitaldekningen. Inntjeningen har ikke vært god nok til å kompensere for den sterke utlånsveksten. På kort sikt representerer ikke dette noe stort problem. Gjennomsnittlig kapitaldekning i bankene er fortsatt god. Kravet til kapitaldekning må imidlertid vurderes ut fra de risikoer 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. Økt inntjening, reduserte utbyttebetalinger og innbetaling av egenkapital vil opprettholde eller bedre kapitaldekningen. Alternativt kan bankene redusere beregningsgrunnlaget ved å begrense veksten i balansen.

Bankenes bokførte resultater har i 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 like tilfredsstillende.

I dagens situasjon, med kraftig låneetterspørsel, 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. Fremskrivninger av resultatutviklingen for bankene fra våren 1997 viser at fortsatt sterk konkurranse og en forventet normalisering av tapene bidrar til at bankenes driftsresultater trolig vil svekkes ytterligere i årene fremover. Mulighetene for å bedre kapitaldekningen gjennom økt inntjening vil i så fall være begrenset.

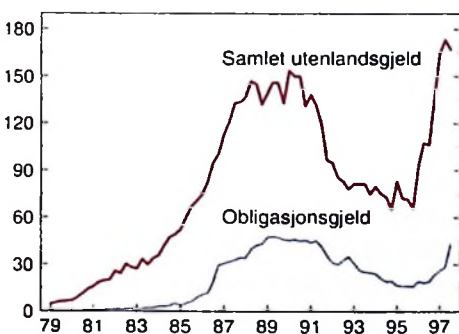
Balansetallene for utgangen av september i år viser riktig nok at flere institusjoner har hatt en lavere utlånsvekst i tredje kvartal enn i de to foregående kvartalene. Hvis denne utviklingen fortsetter, vil en kunne unngå en ytterligere svekkelse av bankenes kapitaldekning.

Den kraftige utlånsveksten har i betydelig grad vært finansiert ved kortsiktig opplåning i utlandet. Samlet utenlandsfinansiering utgjorde ved utgangen av september i underkant av 170 milliarder kroner. Dette er om lag 100 milliarder kroner mer enn ved inn gangen til 1996. En betydelig del av dette er kortsiktig finansiering, noe som innebærer at bankenes likviditetsrisiko har økt.

Enkelte forhold modererer dette bildet noe. Deler av veksten i utenlandsfinansieringen kan trolig tilskrives at utenlandske aktører har inngått kontrakter med norske banker om kjøp av norske kroner på termin. For de innenlandske bankene er dette det samme som å kjøpe valuta på termin. For å opprettholde den valutariske balansen som de er pålagt i regelverket har bankene tatt opp kortsiktig valutagjeld, som er vekslet om til norske kroner i Norges Bank.

Enkelte av de store bankene har fått oppgradert sin kredittverdighet hos utenlandske rating-byråer. Dette åpner for rimeligere finansiering i blant annet utenlandske obligasjons-

Figur 1.2 Bankenes samlede utenlandsfinansiering og obligasjonsgjeld til utlandet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

markeder. Flere banker har gitt klart uttrykk for målsettinger om å øke den langsiktige delen av utenlandsfinansieringen, og de siste månedene har det vært en utvikling i denne retningen, jf. figur 1.2.

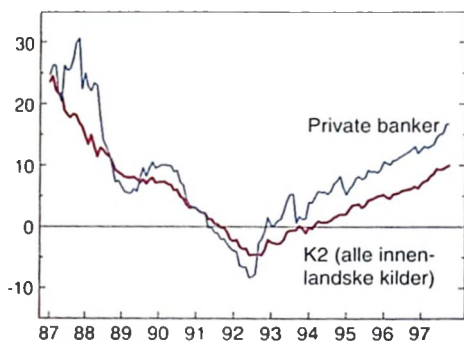
Den kraftige veksten i låneopptakene innebærer at gjeldsbelastningen i husholdninger og foretak øker. Så langt representerer ikke dette noe problem for husholdningssektoren. Foreløpige tall viser at husholdningenes netto finansinvesteringer i første halvår var på om lag samme nivå som i fjor – om lag 25 milliarder kroner. I tillegg har økte markedsverdier på husholdningenes beholdninger av verdipapirer bidratt til å øke nettofordringene ytterligere. Økt verdi på husholdningenes boligformue har trukket i samme retning. Videre har husholdningenes gjeldsrentebelastning falt betydelig gjennom første halvdel av 1990-årene, og denne utviklingen synes å ha fortsatt i inneværende år.

Generelt sett har også foretakene en god finansiell stilling, etter flere år med finansiell konsolidering. Det er imidlertid enkelte tegn til økning i foretakenes finansielle utsatthet. Basert på detaljerte regnskapsdata for norske foretak er det gjennomført en risikoklassifisering av foretakenes gjeld. En kan trekke fram to hovedresultater fra dette arbeidet. Det er en tendens til at en økende andel av foretakssektorens gjeld nå tas opp av enheter klassifisert som foretak med relativt sett høy risiko. I tillegg er belåningsgraden i høyrisikogruppen økende. Begge disse forhold representerer nye utviklings- trekk. Det kan argumenteres for at en slik utvikling, med økende låneopptak i forholdsvis nyetablerte foretak med relativt høy risiko, er en viktig og nødvendig del av enhver konjunkturoppgang. For kredittinstitusjonene innebærer dette økt kredittrisiko, noe som kan bidra til økte tap i årene fremover.

Det er viktig å vurdere denne utviklingen i lys av makroøkonomiske forhold og konjunkturtsiktene. Det makroøkonomiske bildet som tegnes i Norges Banks inflasjonsrapport for fjerde kvartal 1997, beskrevet annet sted i dette nummer av Penger og Kreditt, tyder på at aktiviteten i norsk økonomi vil holde seg høy de nærmeste årene. Dette vil innebære økende knapphet på arbeidskraft. Basert på erfaringer for lønnsdannelsen så langt på 1990-tallet vil dette 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. De makroøkonomiske utsiktene peker således i retning av at gjeldsbetjeningsevnen til låntakerne vil kunne svekkes fremover, med en økning i finansinstitusjonenes utlånstap som sannsynlig resultat.

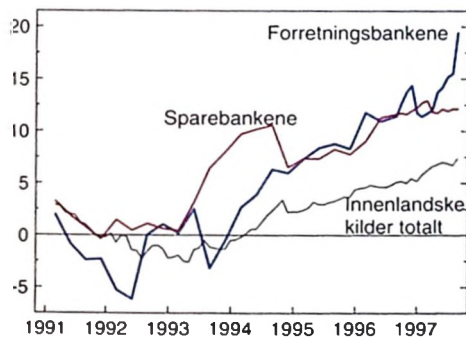
Norske finansinstitusjoner er relativt lite direkte eksponert i de verdipapirmarkedene som har vist sterkest svekkelse gjennom senere tids internasjonale uro. Selv om også norske finansinstitusjoner berøres av de negative utslag dette kan gi for den økonomiske utviklingen internasjonalt, vil de direkte effektene for norske finansinstitusjoner være begrensede.

Figur 2.1 K2 og utlån fra private banker. Tolvmånedersvekst



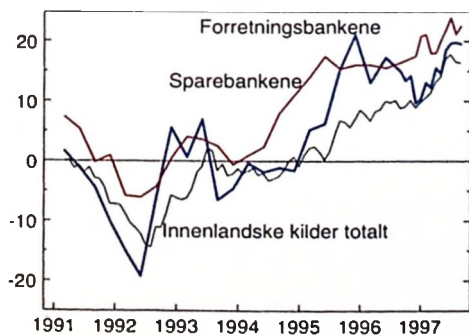
Kilde: Norges Bank

Figur 2.2 Utlån til husholdningssektoren. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 2.3 Utlån til foretakssektoren. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Veksten i publikums lånegjeld, målt ved Norges Banks kredittindikatorer, har tiltatt markert gjennom 1997 til vekstrater som kan minne om utviklingen i 1980-årene. Det er spesielt utlånene fra banker og finansieringsselskap som har vokst kraftig.

I løpet av første halvår 1997 gikk veksten i publikums innenlandske lånegjeld (K2) fra moderat til høy. Ved inngangen til året lå tolv månedersveksten mellom 6 og 7 prosent, det vil si på linje med den nominelle veksten i norsk økonomi. Gjennom første og andre kvartal økte vekstraten for K2 til noe over 9 prosent, og var på 9,8 prosent ved utgangen av oktober, jf. figur 2.1. Målt i kroner økte K2 med 96 milliarder i tolv månedersperioden fram til utgangen av oktober i år.

Sterk utlånsvekst fra de private bankene er hovedårsaken til veksten i K2. Dette fremgår av figur 2.1 som viser at bankenes utlånsvekst har ligget klart over samlet kredittvekst siden utgangen av 1992. Bankenes utlån til publikum økte med 16,6 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av oktober 1997, tilsvarende en vekst på 95 milliarder kroner. Finansieringsselskapenes utlån, som er små i forhold til bankenes utlån, viste en tolv månedersvekst på hele 21,5 prosent ved utgangen av oktober. Utlån fra livsforsikringselskap har til sammenligning falt markert de siste årene.

Økningen i husholdningenes samlede lånegjeld har så langt i konjunkturoppgangen på 1990-tallet vært moderat, jf. figur 2.2. Ved utgangen av september var tolv månedersveksten på 7,4 prosent, om lag 2 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til 1997. Tolvmånedersveksten i forretnings- og sparebankenes utlån til husholdningene har ligget over 10 prosent siden våren 1996. I tolv månedersperioden fram til utgangen av september i år økte utlånene fra de to bankgruppene med henholdsvis 19 og 12 prosent.

Forventninger om både reallønnsvekst, fallende arbeidsledighet og lave realrenter etter skatt kan tilsi at husholdningenes låneetterspørsel vil holde seg på et høyt nivå fremover. En slik utvikling bidrar til at husholdningssektorens finansielle stilling vil bli svekket.

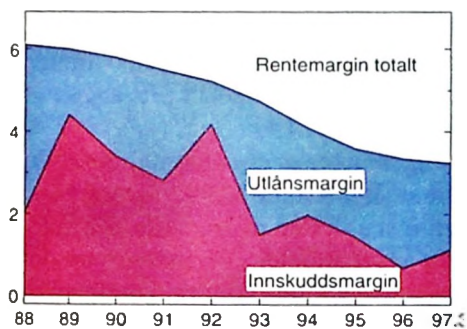
Tolv månedersveksten i samlet kreditt fra innenlandske kilder til foretakssektoren var på mellom 7 og 10 prosent i 1996. I løpet av 1997 økte vekstraten markant, og var på 16,6 prosent ved utgangen av september, jf. figur 2.3. Forretnings- og sparebankenes utlån har i stor grad bidratt til denne veksten. De høye vekstratene i forretningsbankene modereres noe av at kursforholdet mellom NOK og USD har økt kroneverdien av foretakenes valutagjeld, og dermed blåst opp kredittveksten. Utlånsveksten fra sparebankene til foretakssektoren har vært sterk gjennom flere år, og tolv måne-

dersveksten har gjennom hele 1997 ligget på om lag 20 prosent. Det er grunn til å peke på høy vekst i utlån til blant annet eiendomsdrift og varehandel, hotell og restaurant. Utlånene til de to næringene utgjør om lag halvparten av de private bankenes utlån til næringslivet.

Det er for tiden høy kapasitetsutnyttning og utsikter til ytterligere produktjonsvekst i foretakssektoren. Selv om det ventes en viss avdemping i fastlandsforetakenes realinvesteringer i 1998, vil investeringsnivået fortsatt være høyt. Dersom realrentene holder seg på et lavt nivå, trekker dette i retning av fortsatt høy låneetterspørsel fra foretakssektoren.

Sterk konkurranse i utlåns- og innskuddsmarkedet har de siste årene ført til press på bankenes inntjening. Sammen med kraftig utlånsvekst den siste tiden har dette resultert i fallende kapitaldekning og svekket soliditet. Den kraftige utlånsveksten er i stor grad finansiert ved kortsiktig innlånning fra utlandet. Økningen i kortsiktig finansiering innebærer en økning i likviditetsrisikoen. Mye tyder på at kortsiktig finansiering fra utlandet er mer flyktig enn tilsvarende finansiering innenlands. Bankene har uttrykt en viss bekymring over denne utviklingen, og har gitt uttrykk for at de sikter mot å øke den langsiktige opplåningen.

Figur 3.1 Rentemargin på innskudd, utlån og totalt i forretnings- og sparebankene. Gjennomsnitt. Utgangen av året. Prosent



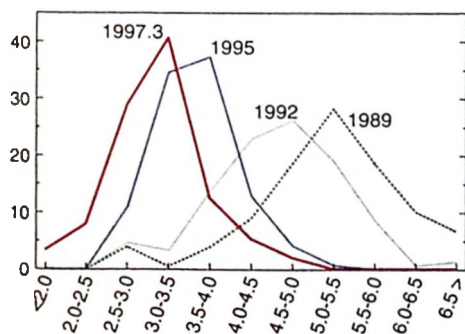
Kilde: Norges Bank

3.1 Sterk konkurranse gir press på bankenes inntjening

Både forretnings- og sparebankene¹ hadde et svakere resultat i de tre første kvartalene i år enn i tilsvarende periode i fjor. Dette skyldes for begge bankgrupper hovedsakelig reduserte netto renteinntekter. Bankenes rentenetto falt betydelig i perioden fra utgangen av 1993 til første kvartal 1997, som følge av at sterk konkurranse i utlåns- og innskuddsmarkedet medførte svekket rentemargin. Figur 3.1 viser utviklingen i bankenes rentemargin fram til utgangen av tredje kvartal. Rentemarginen tenderer fortsatt nedover, selv om endringene i annet og tredje kvartal i år har vært små. Figuren viser også den beregnede rentemarginen på henholdsvis utlån og innskudd. Utlånsmarginen har holdt seg omkring 2 prosent de siste årene, mens innskuddsmarginen ble redusert fram til utgangen av 1996. I årets tre første kvartaler viste innskuddsmarginen en liten økning.

Figur 3.2 viser andelen banker innenfor ulike intervaller for rentemarginen. Det har vært en markert reduksjon i både gjennomsnittet og spredningen av bankenes rentemargin de siste årene². Spredningen har endret seg også i de tre første kvartaler i 1997. Ved utgangen av fjerde kvartal i fjor lå 35 prosent av bankene innenfor intervallet 3-3½ prosentpoeng rentemargin. Ved utgangen av tredje kvartal i år var denne andelen økt til 41 prosent. Det har blitt færre banker med relativt høye rentemarginer. Denne utviklingen gir et bilde av skjerpet konkurranse mellom bankene på innskudd og utlån.

Figur 3.2 Rentemarginen i forretnings- og sparebankene. Andel av banker innenfor intervaller



Kilde: Norges Bank

¹ Forretningsbankgruppen omfatter alle forretningsbanker (morbanker) unntatt Postbanken, inklusive utenlandske bankers filialer og datterbanker i Norge. Sparebankgruppen omfatter her de 30 største sparebankene.

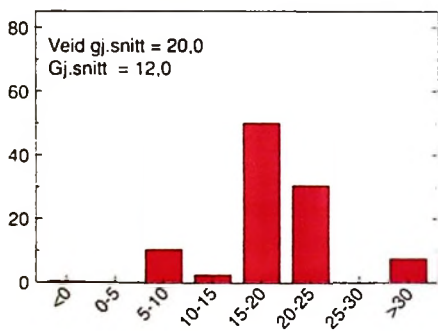
² Antall banker er ikke vektet med forvaltningskapitalen.

Tabell 3.1 Resultat- og soliditetsutvikling i forretningsbankene

	1.-3. kvartal 1996		1.-3. kvartal 1997	
	Mill. kr	GFK	GFK	Mill. kr GFK
Rentenetto	7 603	2,25	2,23	7 782 1,93
Andre driftsinntekter	3 697	1,10	1,15	4 424 1,10
Andre driftskostnader	7 638	2,26	2,36	8 397 2,08
Driftsresultat før tap	3 662	1,09	1,03	3 808 0,94
Tap	-379	-0,11	-0,17	-609 -0,15
Resultat etter ordinær drift og skatt	4 201	1,25	1,21	4 194 1,04
Kapitaldekning	10,92		11,48	10,10
Kjernekapital	7,44		8,09	6,94

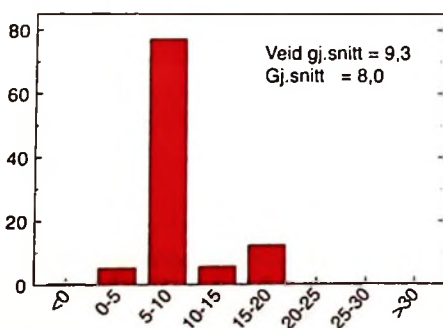
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3a Faktisk egenkapitalrentabilitet 1.-3. kvartal 1997. Forretningsbanker. Veid etter forvaltningskapital. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.3b Normalisert egenkapitalrentabilitet 1.-3. kvartal 1997. Forretningsbanker. Veid etter forvaltningskapital. Prosent



Kilde: Norges Bank

Forretningsbankene

De viktigste resultatpostene for forretningsbankene fremgår av tabell 3.1. Hovedårsaken til reduksjonen i rentenettoen som andel av GFK fra de tre første kvartalene i 1996 til samme periode i 1997, var et fall i den gjennomsnittlige rentemarginen fra knapt 3,5 til vel 3,2 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av tredje kvartal 1997. Sterk utlånsvest sammen med svak vekst i kundeinnskudd har gjort forretningsbankene mer avhengig av pengemarkedsfinansiering, som er dyrere enn kundeinnskudd. Dette har også bidratt til fallet i rentenettoen.

Nedgang i nye tap kombinert med tilbakeføring av tidligere tapsavsetninger og inngang på tidligere konstaterte tap resulterte i at forretningsbankene kunne bokføre negative tap på 609 millioner kroner i årets tre første kvartaler. Inntektstilføringen var høyere enn i tilsvarende periode i 1996 både i kroner og i prosent av GFK, både på grunn av høyere tilbakeføringer av tapsavsetninger og lavere nye tap.

Samlet medførte dette at forretningsbankenes resultat av ordinær drift etter skatt ble på 4,2 milliarder kroner i årets tre første kvartaler, tilsvarende 1,04 prosent av GFK. Målt som andel av GFK er dette en betydelig svekkelse fra tilsvarende periode i 1996. Bankenes årsresultat for 1997 i prosent av GFK vil ventelig bli noe lavere enn i 1996.

Figur 3.3a viser forretningsbankenes egenkapitalrentabilitet³ etter skatt for de tre første kvartalene i 1997 fordelt på ulike intervaller. Forvaltningskapitalen til bankene er brukt som vekter, slik at stolpene viser andeler av bankenes totale forvaltningskapital innenfor hvert intervall. For å undersøke hvor følsom bankenes egenkapitalrentabilitet er overfor endringer i tapene, er egenkapitalrentabiliteten etter skatt for årets tre første kvartaler med «normale tap» beregnet, jf. figur 3.3b. Normale tap er definert som 0,2 prosent av brutto personlån og 0,7 prosent av brutto næringslån. Det er benyttet en skattesats på 0,28 på normalisert resultat. Forretningsbankenes gjennomsnittlige egenkapitalrentabilitet ville synke fra om lag 12 prosent med faktiske tap til 8 prosent med normale tap. Beregningene illustrerer at i en situasjon med normale tap ville egenkapitalrentabiliteten vært betydelig lavere.

Sparebankene

Resultatutviklingen for de 30 største sparebankene, jf. tabell 3.2, er ikke vesentlig forskjellig fra forretningsbankene. Sparebankenes rentemargin falt om lag like mye som for forretningsbankene i tolv månedersperioden fram til utgangen av tredje kvartal i år.

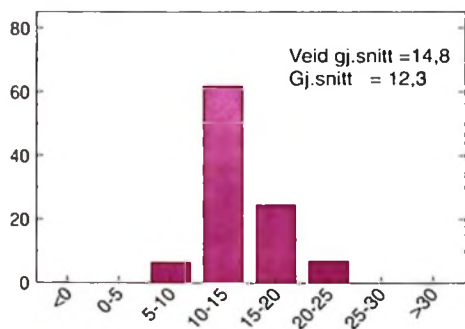
³ Egenkapitalrentabiliteten er definert som resultat av ordinær drift etter tap og skatt, på årlig rate, i forhold til gjennomsnittlig kjernekapital.

Tabell 3.2 Resultat- og soliditetsutvikling i sparebankene

	1.-3. kvartal 1996		1.-3. kvartal 1997	
	Mill. kr	GFK	GFK	Mill. kr GFK
Rentenetto	6 037	3,26	3,24	6 051 2,88
Andre driftsinntekter	1 879	1,02	1,12	2 233 1,06
Andre driftskostnader	5 261	2,84	2,94	5 410 2,57
Driftsres. for tap	2 655	1,43	1,43	2 873 1,37
Tap	-40	-0,02	0,07	44 0,02
Resultat etter ordinær drift og skatt	1 953	1,05	1,04	2 007 0,95
Kapitaldekning	12,96		13,94	13,11
Kjernekapital	10,11		10,43	9,54

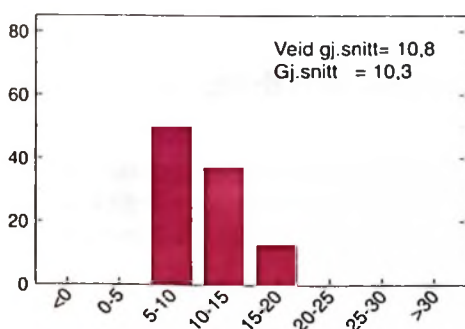
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3c Faktisk egenkapitalrentabilitet 1.-3. kvartal 1997. Sparebanker. Veid etter forvaltningskapital. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.3d Normalisert egenkapitalrentabilitet 1.-3. kvartal 1997. Sparebanker. Veid etter forvaltningskapital. Prosent



Kilde: Norges Bank

De 30 største sparebankene utgiftsførte 44 millioner kroner i tap i årets tre første kvartaler, mens de i likhet med forretningsbankene hadde negative tap som følge av tilbakeførte tapsavsetninger i tilsvarende periode i 1996. Utlånstapene er fortsatt meget lave, men tapsutviklingen i årets tre første kvartaler 1997 har bidratt til å svekke sparebankenes resultater sammenlignet med tilsvarende periode i 1996. Resultat av ordinær drift etter skatt falt fra 1,05 til 0,95 prosent av GFK fra de tre første kvartalene i 1996 til samme periode i 1997. Årsresultatet for 1997 for de 30 største sparebankene ventes å bli marginalt svakere enn i 1996.

Figurene 3.3c og 3.3d viser henholdsvis faktisk og normalisert egenkapitalrentabilitet i sparebankene i årets tre første kvartaler, jf. omtalen av figurene 3.3a og 3.3b for forretningsbankene. På samme måte som for forretningsbankene blir egenkapitalrentabiliteten i sparebankene betydelig lavere dersom en forutsetter en mer normal tapssituasjon.

3.2 Fallende kapitaldekning og økt likviditetsrisiko i bankene

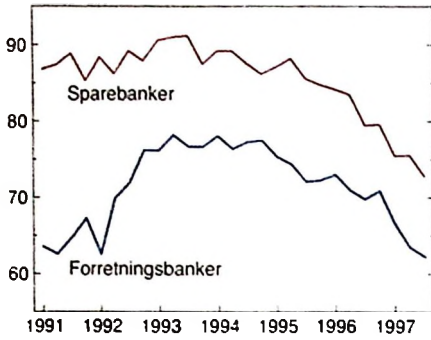
Forretnings- og sparebankene⁴ hadde i tolv månedersperioden fram til utgangen av september i år en utlånsvekst til kunder på henholdsvis 18 og 14 prosent. Dette har ført til at bankenes soliditet er svekket. Kapitaldekningskravene er fortsatt oppfylt med god margin, men både kapitaldekningen og kjernekapitaldekningen har falt for begge bankgruppene siden utgangen av 1995. Dette indikerer at bankenes inntjening ikke er god nok til å kompensere for den sterke utlånsveksten. Flere banker har relativt høy utlånsvekst og samtidig forholdsvis moderat kjernekapitaldekning. Dersom den sterke utlånsveksten vedvarer, vil bankene få et behov for å innhente mer ansvarlig kapital, enten ved emisjoner eller ved at bankene holder tilbake en større andel av overskuddet.

Bankenes utlånsvekst har vært betydelig sterkere enn veksten i kundeinnskudd det siste året. Kundeinnskudd som andel av brutto utlån falt fra 70 til 62 prosent for forretningsbankene og fra 80 til 73 prosent i sparebankene, i tolv månedersperioden fram til utgangen av tredje kvartal i år. Den økte differansen mellom innskudd og utlån skyldes i stor grad høy låneetterspørsel som følge av et lavt rentenivå. Det lave rentenivået har også gjort at tradisjonell banksparing har fått relativt mindre betydning.

Dette har skapt et betydelig finansieringsbehov i bankene, som i stor grad er dekket ved opplåning i utlandet. Forretningsbankenes samlede gjeld til utlandet økte med 52 milliarder til knapt 138 milliarder kroner i tolv månedersperioden fram til utgangen av september i år. Sparebankenes gjeld til utlandet økte fra 14 til knapt 30 milliarder kroner i samme

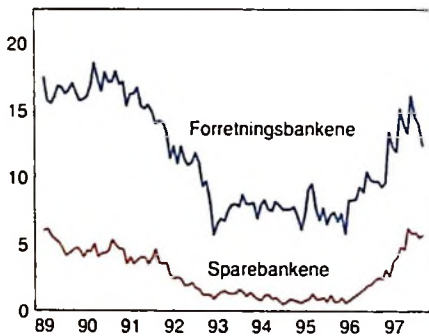
⁴ I dette avsnittet er Postbanken inkludert i forretningsbankene, mens filialer og datterbanker av utenlandske banker er ekskludert. Alle sparebankene er inkludert.

Figur 3.4 Kundeinnskudd i prosent av utlån.



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5 Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner i prosent av GFK. Prosent



Kilde: Norges Bank

Tabell 3.3 Gjeld og egenkapital. Forretningsbanker

	Beholdning 30.09.97		Årlig endring	
	Mrd. kr	Andel FVK	Mrd. kr	Pro- sent
Innskudd	441	69,5	40	10,1
herav fra:				
- Utenlandske fin. institusjoner	79	12,4	26	48,4
Obligasj. og sertif.	106	16,7	34	47,9
Annet	50	7,8	9	21,8
Egenkapital	37	5,9	4	11,0
Forvaltn. kapital	634	100,0	87	16,0

Kilde: Norges Bank

periode. Vel 40 milliarder kroner av bankenes samlede økning i utenlandsgjeld var i form av kortsiktige innlån, mens vel 24 milliarder kroner var obligasjonsgjeld⁵.

Utviklingen i utenlandske finansinstitusjoners innskudd i norske banker i prosent av forvaltningskapitalen er vist i figur 3.5. Figuren viser en sterk økning de to siste årene for både forretnings- og sparebankene. Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner, regnet som andel av forvaltningskapitalen, utgjorde ved utgangen av september 12,4 og 5,7 prosent for henholdsvis forretnings- og sparebankene. En må tilbake til slutten av 1991 for forretningsbankene og tidlig i 1989 for sparebankene for å finne tilsvarende nivå på denne formen for finansiering.

Tabellene 3.3 og 3.4 viser utviklingen i gjeld og egenkapital for henholdsvis forretnings- og sparebankene. Innskudd fra utenlandske finansinstitusjoner har økt sterkt i tolv månedersperioden fram til utgangen av september i år. Økningen var på om lag 48 og 149 prosent for henholdsvis forretnings- og sparebankene. Ved utgangen av september hadde utenlandske finansinstitusjoner knapt 79 milliarder kroner i innskudd i forretningsbankene og 20 milliarder i sparebankene.

Det aller meste av innskuddene fra utenlandske finansinstitusjoner er valutainnskudd. Disse regnes ofte for å være en mer flyktig finansieringskilde enn innskudd fra innenlandske kunder. Utenlandske finansinstitusjoner kan ses på som en mer eller mindre homogen gruppe investorer som har en tendens til å opptre i «flokk». Hvis det skulle oppstå mistillit til norsk økonomi eller de norske bankenes soliditet og fremtidige inntjening, kan en situasjon oppstå der utlendinger mer eller mindre samtidig ønsker å trekke ut sine plasseringer i norske banker. Utenlandsfinansieringens økte betydning innebærer således økt likviditetsrisiko for bankene, og fare for økt ustabilitet i det finansielle systemet.

Deler av den sterke veksten i utenlandsfinansieringen kan trolig tilskrives at utlendinger har kjøpt norske kroner på termin gjennom kontrakter med norske banker. For å opprettholde den valutariske balansen som de er pålagt gjennom valutaposisjonsreguleringen, har bankene økt sin valutagjeld ved å motta kortsiktige innlån i valuta fra utenlandske finansinstitusjoner. En stor del av dette er brukt til økt innenlandsk kredittvekst.

3.3 Verdipapirmarkedenes betydning for finansinstitusjonene

Markedsrisiko er risikoen for tap som følge av endringer i markedspriser, som renter, valutakurser og egenkapitalverdi-er. Beholdninger av verdipapirer er en av flere kilder til mar-

⁵ Tallene for obligasjoner omfatter obligasjoner lagt ut i utlandet. Deler av dette kan være kjøpt av norske aktører.

Tabell 3.4 Gjeld og egenkapital. Sparebanker

	Beholdning 30.09.97		Årlig endring	
	Mrd. kr	Andel FVK	Mrd. kr	Pro- sent
Innskudd	262	74,1	23	9,6
herav fra:				
– Utenlandske fin. institusjoner	20	5,7	12	149,4
Obligasj. og sertif.	49	13,9	14	40,9
Annet	14	3,8	2	13,9
Egenkapital	29	8,2	3	9,8
Forvaltn.kapital	354	100,0	42	13,3

Kilde: Norges Bank

Tabell 3.5 Andel av forvaltningskapitalen plassert i verdipapirer. Beregnet rentefølsomhet i obligasjonsporteføljen. Gjelder obligasjoner definert som omløpsmidler

Pr. 30.09.97 Alle tall i prosent	Aksjer	Obliga- sjoner	Sertifi- kater	Rente- følsom- het oblig.
Forretnings- banker (4)	0,4	4,3	3,9	2,2
Spare- banker (10)	0,5	2,7	2,6	1,9
Liv- selskaper (9)*	15,0	37,5	7,8	3,7
Skade- selskaper (4)	13,2	25,0	5,8	2,5

* En rapportør er ikke med i tallgrunnet pr. 30.09.1997.

Kilde: Kredittilsynet

kedsrisiko i finansinstitusjonene. Det er derfor av interesse å kartlegge institusjonenes eksponeringer i verdipapirmarkedet.

Bankene har svært små aksjeholdninger og kursendringer har derfor ingen stor direkte virkning på bankenes resultat og balanser, jf. tabell 3.5. Forsikringsselskapene er betydelig mer eksponert, men har en langsiktig investeringsstrategi for å møte langsiktige forpliktelser. Dette gjør at forsikringsselskapene er mindre sårbare for konjunkturavhengige svingninger i verdipapirmarkedet. Videre er norske finansinstitusjoner relativt lite direkte eksponert i de markedene som har hatt størst kursfall. De korreksjoner som har funnet sted i aksjemarkedene internasjonalt og i noen grad også i Norge den senere tid vil således neppe påvirke de norske finansinstitusjonene i vesentlig grad. Selv om disse kursendringene vil kunne få merkbare konsekvenser for den økonomiske utviklingen internasjonalt, vil de umiddelbare utslagene for norske finansinstitusjoner bli relativt begrensede. Se for øvrig omtale av utviklingen i finansmarkedene annet sted i denne utgaven av Penger og Kreditt.

Tilsvarende begrensninger som for aksjer er ikke fastsatt for rentebærende verdipapirer. Institusjonene kan således ha større beholdninger av obligasjoner og sertifikater og vil dermed kunne være eksponert for større risiko. Det er innført kapitalkrav for renterisiko i handelsporteføljen slik at bankene må rapportere sine renteposisjoner. Kredittilsynet mottar oppgaver fra utvalgte banker som viser rentefølsomheten i obligasjonsporteføljen, jf. tabell 3.5.

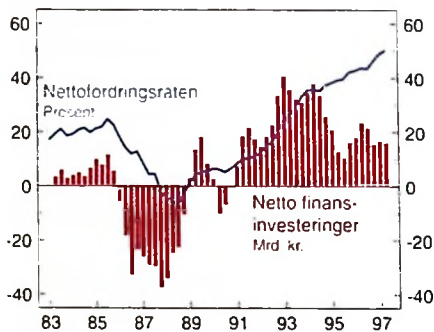
Beregnet rentefølsomhet for den del av obligasjonsbeholdningen som er definert som omløpsmidler (regnet som verdiendring på porteføljen ved en renteendring på ett prosentpoeng for alle løpetider), varierte ved utgangen av annet kvartal i år fra 1,9 til 3,7 prosent. Bruk av sikringsinstrumenter (rentederivater etc) reduserer obligasjonsbeholdningenes rentefølsomhet med henholdsvis 65 og 26 prosent for forretnings- og sparebankene, mens bildet er uendret for forsikringsselskapene. Renterisikoen i banksektoren synes med dette å være lav.

Rentedifferansen mellom private og statlige obligasjoner med samme løpetid reflekterer i hovedsak den økte risiko som antas å følge en investering i det private markedet i form av kreditt- og likviditetsrisiko. Rentedifferansen mellom bank- og statsobligasjoner med 5 års gjenstående løpetid har vært relativt stabil det siste året. Dette kan tolkes som at markedsaktørene har vurdert kreditt- og likviditetsrisikoen knyttet til bankene som om lag uendret i perioden fra utgangen av 1995 til oktober 1997.

Husholdningenes finansielle stilling har stor betydning for bankene. Den høye andelen av bankenes utlån som går til husholdningssektoren, gjør at svekkelser i husholdningenes økonomi og gjeldsbetjeningsevne fører til økte tap og svakere resultater i bankene. I tillegg er det sterke samspilleffekter mellom husholdningene og foretakene. Dette innebærer at svekket økonomi i en av sektorene i betydelig grad påvirker gjeldsbetjeningsevnen også i den andre sektoren.

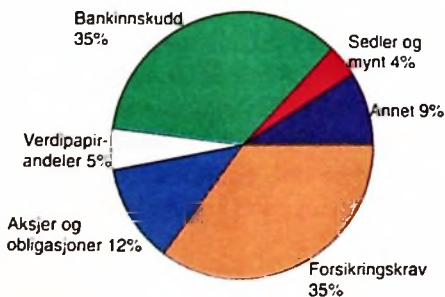
Til tross for at gjeldsveksten har tiltatt betydelig det siste året, har den styrkingen av husholdningenes finansielle stilling som vi har sett gjennom 1990-tallet, fortsatt inn i 1997. Dette skyldes hovedsakelig inntektsvekst, økt sysselsetting og fallende rentenivå. Gjeld som andel av disponibel inntekt har imidlertid sluttet å falle. Den økte gjeldsveksten har medført at husholdningene nå er noe mer sårbare overfor eventuelle økninger i rentenivået.

Figur 4.1 Husholdningenes netto finansinvesteringer fire siste kvartaler og nettofordringsraten. Milliarder kroner og prosent.



Kilde: Norges Bank

Figur 4.2 Husholdningenes finansaktiva pr. 30.06.97. Prosent av sum finansaktiva.



Kilde: Norges Bank

4.1 Fortsatt styrking av husholdningenes finansielle stilling

Husholdningenes nettofordringer fortsetter å øke mer enn den disponible inntekten. Ved utgangen av andre kvartal i år var den sesongjusterte nettofordringsraten nærmere 50 prosent, jf. figur 4.1. Dette er en betydelig økning siden slutten av 1980-årene, da nettofordringsraten var negativ, og også betydelig høyere enn i begynnelsen av 1980-årene, da nettofordringsraten var omkring 15-20 prosent.

Husholdningenes nettofordringer er beregnet til 270 milliarder kroner ved utgangen av første halvår i år, en økning på knapt 21 prosent siste år. Veksten i de finansielle fordringene i inneværende år skyldes dels at husholdningene opprettholder en betydelig sparing i form av finansielle plasseringer. Netto finansinvesteringer i første halvår 1997 er beregnet til knapt 26 milliarder kroner, én milliard kroner høyere enn i første halvår i fjor. Ser en på finansinvesteringene de fire siste kvartalene fram til utgangen av første halvår i år, er det en svak økning sammenlignet med finansinvesteringene gjennom 1996. I tillegg økte markedsverdien på husholdningenes beholdninger av verdipapirer og forsikringskrav med 17 milliarder kroner i første halvår, noe som bidrog til at husholdningenes finansielle formue økte merkbart sterkere enn i de foregående kvartalene.

Det lave rentenivået kombinert med en lang oppgangsperiode i aksjemarkedet har gjort investeringer i aksjer, særlig via andeler i fond, mer attraktivt. Figur 4.2 viser husholdningenes finansaktiva ved utgangen av annet kvartal 1997. Aksjer, obligasjoner og verdipapirfondandeler utgjorde

drøyt 17 prosent av husholdningenes finansaktiva – en økning på knapt 3 prosentpoeng siden utgangen av annet kvartal 1996. Verdipapirfondsandeler økte relativt mest i denne perioden, og utgjorde om lag 5 prosent av husholdningenes finansielle fordringer ved utgangen av annet kvartal 1997. Husholdningenes eksponering for markedsrisiko har økt noe som følge av at en større andel av de finansielle fordringene plasseres i verdipapirmarkedet. Verdipapirandelen av norske husholdningers finansielle aktiva er likevel liten etter internasjonal målestokk, og en del av økningen i verdipapirandelen skyldes kursoppgang i aksjemarkedet.

4.2 Sterk prisvekst på boliger øker husholdningenes boligformue

Kredittrisikoen på bankenes utlån til husholdningssektoren er i første rekke bestemt av låntakernes gjeldsbetjeningsevne som vurderes i avsnitt 4.3. Ettersom disse utlånene i vesentlig grad er gitt med sikkerhet i bolig, er det dessuten av interesse å følge utviklingen i boligmarkedet.

Prisene på brukte boliger er nå inne i det femte året på rad med markert vekst. Ifølge foreløpige tall fra SSBs prisindeks var veksten på landsbasis 9 prosent i tolv månedersperioden fram til utgangen av tredje kvartal 1997, jf. figur 4.3. Det var noe svakere vekst fra andre til tredje kvartal enn tidligere på året. Den sterke prisveksten i boligmarkedet har bidratt til at husholdningenes realformue har økt, og de sikkerheter som er stilt for bankenes utlån i form av bolig og eiendom har steget i verdi.

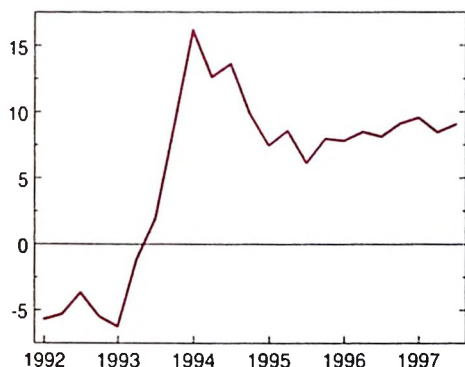
Gjennom de siste fem årene har prisveksten på brukte boliger jevnt over vært høyere enn veksten i byggekostnadene og prisen på nye boliger, jf. figur 4.4. Noe av denne forskjellen skyldes at tomtekostnader kun reflekteres av bruktboligindeksen. En annen årsak er at prisnivået på brukte boliger i forhold til nye boliger var lavt tidlig på 1990-tallet. En vesentlig økning i igangsettingen av nye boliger så langt i 1997 peker i retning av at nivåforskjellen er i ferd med å forsvinne. For 1997 og 1998 ventes boliginvesteringene å øke med noe over 10 prosent. På sikt vil den økte boligbyggingen virke dempende på prisveksten i bruktboligmarkedet.

Den lange perioden med høy prisvekst på brukte boliger har enkelte fellestrekk med utviklingen midt på 1980-tallet. Selv om hovedbildet fortsatt er klart gunstigere enn den gang, er det viktig at finansinstitusjonene i sin låneutmåling fremover tar hensyn til faren for at det igjen kan oppstå ubalanser i eiendomsmarkedene.

4.3 Fallende gjeldsrentebelastning for ulike grupper av husholdninger

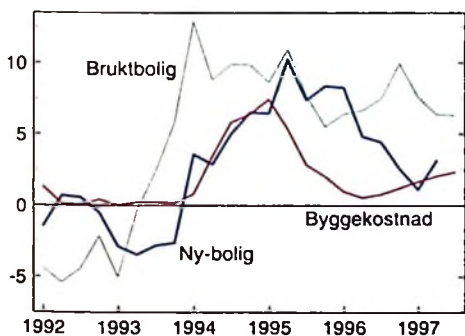
Selv om husholdningenes finansielle stilling generelt er bedret på 1990-tallet, kan enkelte grupper av husholdninge-

Figur 4.3 Bruktboligpris. Hele landet. Tolvmånedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.4 Byggekostnad, brukt- og nypris for eneboliger. Tolvmånedersvekst. Prosent.

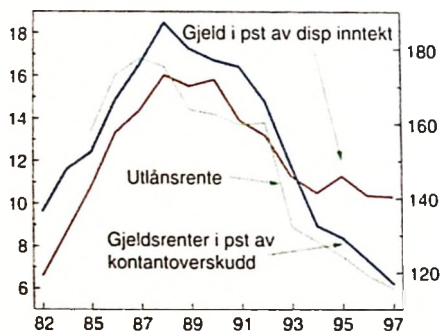


Kilde: Statistisk sentralbyrå

ne være mer utsatt. Gjennomsnittstall for en hel sektor kan skjule spesielle utviklingstrekk i enkeltgrupper. I dette avsnittet ses det på utviklingen i indikatorer for gjelds- og gjeldsrentebelastning i husholdningene oppdelt i alders- og sosioøkonomiske grupper. Indikatorene er basert på data for et utvalg av husholdningene, og må derfor tolkes med en viss forsiktighet. Indikatoren for gjeldsrentebelastningen sier noe om hvor mye av husholdningenes likvide inntjening som går til å betjene gjeldsrenter. Tallmaterialet viser at gjeldsrentebelastningen har blitt mindre gjennom 1990-tallet for alle de gruppene vi har informasjon om. Gjeldsraten, som sier noe om husholdningenes evne til å betale avdrag på gjeld, utviklet seg i positiv retning for de fleste gruppene fra slutten av 1980-tallet fram til 1994, for deretter å flate ut.

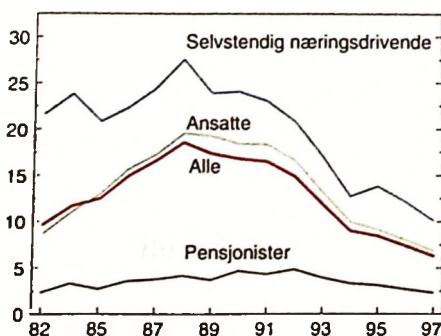
Gjeldsrentebelastning - gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd

Figur 4.5 Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd, gjeld i prosent av disponibel inntekt (høyre akse) og utlånsrente. Anslag for 1996 og 1997. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.6 Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Fordelt på sosioøkonomiske grupper. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

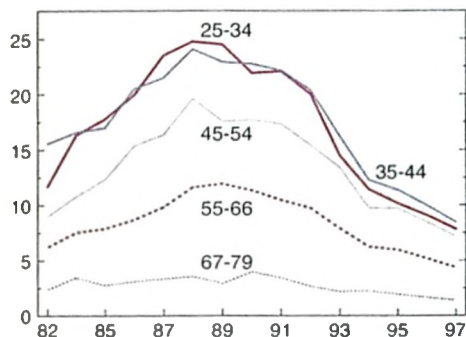
Figur 4.5 viser utviklingen i husholdningenes gjeldsrentebetalinger som andel av kontantoverskuddet i perioden 1982–1997, for et utvalg av husholdninger (se appendikset for en beskrivelse av tallmaterialet og nøkkelstørrelsene som benyttes). Tallene for 1996 og 1997 er anslag, og er derfor beheftet med usikkerhet. Figuren illustrerer også i hvilken grad utviklingen i lånerenter og husholdningenes gjeld, her illustrert ved gjeldsraten, har bidratt til utviklingen i gjeldsrentebelastningen. Fra slutten av 1980-årene og fram til 1994 bidrog både reduksjonen i gjeldsraten og fallet i rentenivået til å redusere gjeldsrentebelastningen. Etter 1994 er det først og fremst reduserte lånerenter som har bidratt til å bedre gjeldsrentebelastningen.

Vi har anslått gjeldsraten til om lag 140 prosent både i 1996 og 1997, det vil si om lag det samme som i 1994, men noe lavere enn i 1995. Anslagene er basert på antakelser om en noe større økning i disponibel inntekt enn i gjeld fra 1995 til 1996, mens forholdet anslås å være omtrent uforandret fra 1996 til 1997.

Utlånsrentene falt betydelig fra tidlig på 1990-tallet til sommeren 1997. Dette fallet har, sammen med høyere inntekter, bidratt til at husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, målt ved gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd, gjennomgående er bedret på 1990-tallet. For husholdningssektoren samlet utgjorde gjeldsrenter 8,4 prosent av kontantoverskuddet i 1995. For 1996 og 1997 er denne andelen beregnet til henholdsvis 7,3 og 6,2 prosent. Gjeldsrentebelastningen for sektoren samlet har falt gjennomgående siden toppåret 1988, da andelen var om lag 18 prosent.

Den økte gjelden har ført til at gjeldsrentebelastningen i husholdningssektoren er blitt mer følsom for renteøkninger. En situasjon med stigende renter vil derfor kunne snu utviklingen. Som en illustrasjon av de kortsiktige effektene av en renteøkning, har vi beregnet gjeldsrentebelastningen i 1997 i

Figur 4.7 Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd. Fordelt på alder. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

en tenkt situasjon der innskudds- og utlånsrentene ville ligget om lag 2 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet hittil i år. Alt annet likt ville dette medføre at gjeldsrentebelastningen ville øke fra 6,2 til vel 8 prosent i 1997. Den isolerte effekten av en renteøkning ville således ikke ført til noen dramatisk forverring av gjeldsbetjeningsvevnen på helt kort sikt.

Gjennomsnittstallene for husholdningssektoren samlet kan skjule store forskjeller mellom ulike grupper. Nedenfor er tallene delt opp etter sosioøkonomiske grupper og aldersgrupper.

Figur 4.6 viser utviklingen i gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd for ulike sosioøkonomiske grupper og for husholdninger totalt. Anslag for 1996 og 1997 er også vist i figuren. Av de ulike sosioøkonomiske gruppene har *selvstendig næringsdrivende* hele tiden hatt høyest gjeldsrentebelastning. Rentenedgangen førte til en sterk reduksjon i gjeldsrentebelastningen i perioden 1992–1994. Gjeldsrentene utgjorde om lag 28 prosent av kontantoverskuddet i toppåret 1988 og 14 prosent i 1995. Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskuddet har for denne gruppen falt helt siden 1988, med unntak av 1995. Forverringen i gjeldsbetjeningsvevne fra 1994 til 1995 kom til tross for en rentenedgang, og skyldtes høyere gjeldsoptak i forhold til inntekt. Dette illustreres også av figur 4.11. Våre anslag for 1996 og 1997 viser en reduksjon i gjeldsrentebelastningen for denne gruppen. Reduksjonen skyldes økt kapital- og yrkesinntekt kombinert med fallende utlånsrente. Økt gjeld trekker i motsatt retning, men ikke nok til at gjeldsrentebelastningen har økt med det fallet som har vært i rentenivået.

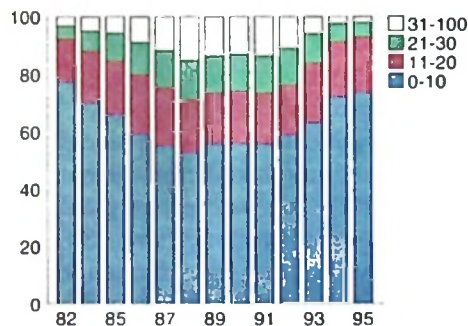
Ansattes gjeldsrentebelastning har falt gjennomgående i hele perioden fra 1988 til 1995. Rentebelastningen har i hele perioden vært mindre for ansatte enn for selvstendig næringsdrivende. I 1988 utgjorde gjeldsrentebelastningen om lag 20 prosent for denne gruppen, for 1997 har vi beregnet den til om lag 7 prosent.

Utviklingen i ulike aldersgruppers gjeldsbetjeningsvevne har vært entydig positiv i perioden 1988–1995, jf. figur 4.7. Alle aldersgruppene har bedret gjeldsbetjeningsvevnen i denne perioden. Våre anslag viser ytterligere bedret gjeldsbetjeningsvevne for alle aldersgruppene også i 1996 og 1997, målt ved denne indikatoren.

Andeler husholdninger fordelt etter gjeldsrenter i prosent av inntekt etter skatt

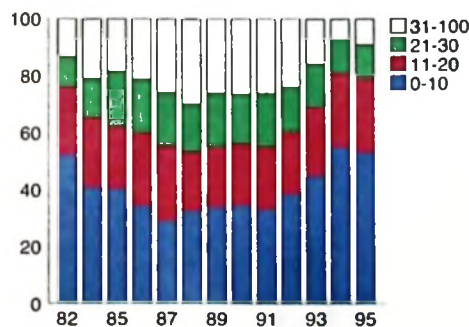
Figurene 4.8 - 4.10 viser hvor stor andel av husholdningene som har gjeldsrenter på mindre enn 10 prosent av kontantoverskuddet, og tilsvarende andeler for intervallene 11-20, 21-30 og 31-100 prosent. De tre figurene viser disse andelen for husholdningene samlet, og for de to gruppene «ansatte» og «selvstendig næringsdrivende». Det er særlig en svekkel-

Figur 4.8 Andel husholdninger etter forholdet mellom gjeldsrenter og inntekt etter skatt. Alle husholdninger. Prosent



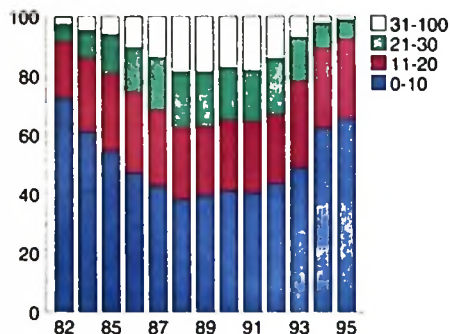
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.9 Andel husholdninger etter forholdet mellom gjeldsrenter og inntekt etter skatt. Selvstendig næringsdrivende. Prosent



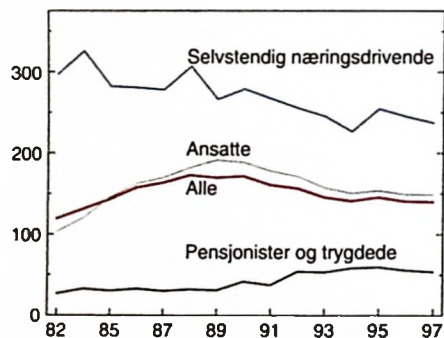
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.10 Andel husholdninger etter forholdet mellom gjeldsrenter og inntekt etter skatt. Ansatte. Prosent



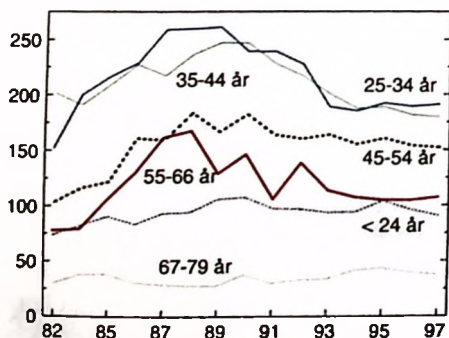
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.11 Gjeld i prosent av disponibel inntekt. Sosioøkonomisk fordeling. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.12 Gjeld i prosent av disponibel inntekt. Fordeling på alder.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

se av gjeldsbetjeningsevnen i de svakeste gruppene som vil øke tapspotensialet i finansinstitusjonene.

I perioden fra 1982 til 1988 ble andelen husholdninger med gjeldsrenter på mer enn 30 prosent av inntekt etter skatt stadig høyere, jf. figur 4.8. Andelen i de ulike intervallene var relativt uforandret i perioden fra 1988 til 1992. I årene 1993–1995 var det bedring.

Selvstendig næringsdrivende er den sosioøkonomiske gruppen som hele tiden har hatt størst andel med høy gjeldsrentebelastning, jf. figur 4.9. Toppnivået ble nådd i 1988, da hele 30 prosent av husholdningene i gruppen hadde gjeldsrentebelastning på over 30 prosent. I 1995 var andelen redusert til 9 prosent. I 1982 hadde under 3 prosent av *ansatte* gjeldsrenter over 30 prosent av inntekt etter skatt, jf. figur 4.10. Denne andelen steg til 18 prosent i 1988, og falt til under 2 prosent i 1995.

Gjeldsrate – brutto gjeld i prosent av disponibel inntekt

I figur 4.11 er gjeldsraten disaggregert på de ulike sosioøkonomiske gruppene. *Selvstendig næringsdrivende* har hele perioden hatt høyest gjeldsrate. I 1988 hadde denne gruppen en gjeldsrate på 307 prosent. Dette bedret seg fram til 1994, da gjeldsraten var 227 prosent. Anslagene for 1996 og 1997 tyder på at gjeldsraten har falt noe igjen etter en viss økning i 1995. Gruppen *ansatte* har hatt en tilsvarende utvikling. I 1994 var gjeldsraten for denne gruppen 151 prosent.

Figur 4.12 viser utviklingen i gjeldsrate for ulike aldersgrupper. Husholdninger der hovedinntektstakeren tilhører aldersgruppene 25–34 år og 35–44 år har hatt høyest gjeldsrate gjennom hele perioden vi ser på. Fra slutten av 1980-tallet fram til 1994 var det en jevn bedring i gjeldsraten for disse gruppene. Andelen økte igjen fra 1994 til 1995, som den også gjorde for alle de øvrige aldersgruppene. Våre anslag for 1996 og 1997 viser at de fleste aldersgruppene har hatt en svak bedring i gjeldsraten fra 1995. For de yngste, det vil si gruppene *under 24 år* og *25–34 år*, har gjeldsraten vært om lag uforandret de siste tre årene.

Konjunkturoppgangen på 1990-tallet har vært gunstig for store deler av norsk næringsliv. Utviklingen i de ikke-finansielle foretakene har vært en viktig årsak til den hurtige konsolideringen av norske banker etter bankkrisen. En viktig forutsetning for en fortsatt positiv resultatutvikling i bankene er at foretakssektorens finansielle utsatthet ikke øker vesentlig. Den senere tids sterke gjeldsvekst i foretakssektoren stiller økte krav til fremtidig inntjening for å kunne betjene gjelden. I dette avsnittet analyseres kredittrisikoen knyttet til bankenes utlån til foretakene.

5.1 Tegn til økende kredittrisiko i bankenes utlån til foretakssektoren

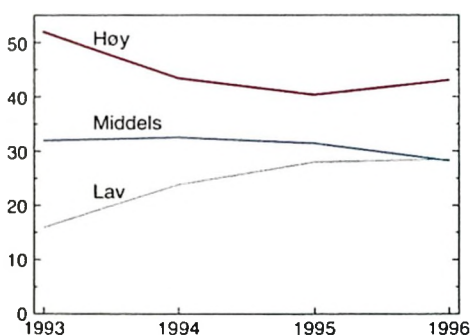
Våre beregninger viser at risikoen ved foretakssektorens gjeld økte noe fra 1995 til 1996, etter flere år med finansiell konsolidering. Norges Banks modell for risikoklassifisering av foretakene tegner et bilde der en økende andel av gjelden tas opp av såkalte høyrisikoforetak⁶. Videre finansierte ny langsiktig gjeld en større andel av investeringene i 1996 enn i de to foregående år, og det var blant høyrisikoforetakene at økningen i gjeldsfinansieringen var størst. Låneopptaket i nyetablerte foretak kan være en årsak til denne utviklingen. Selv om foretakene generelt sett har en tilfredsstillende finansiell stilling, innebærer denne utviklingen at finansinstitusjonenes kredittrisiko har økt noe.

Figur 5.1a viser andel langsiktig gjeld fordelt på foretak i tre risikokategorier. Ved inngangen til nåværende konjunkturoppgang var om lag halvparten av foretakssektorens gjeld tatt opp av høyrisikoforetak. Andelen ble klart redusert i løpet av de to neste årene og var på 40 prosent i 1995. Risikoklassifiseringen for 1996 viser imidlertid en økning til 43 prosent. Andel gjeld tilhørende lavrisikoforetak økte markant i perioden fra 1993 til 1996.

Figuren beskriver utviklingen når alle foretakene i data-materialet inkluderes. Et alternativ er å vurdere utviklingen for et panel av foretakene. Panelet består av foretak som er registrert i databasen med regnskap for alle fire år, og gir derfor mulighet til å vurdere effekten av blant annet nyetableringene som har fulgt konjunkturoppgangen. Det er naturlig nok knyttet relativt stor risiko til mange nyetablerte foretak.

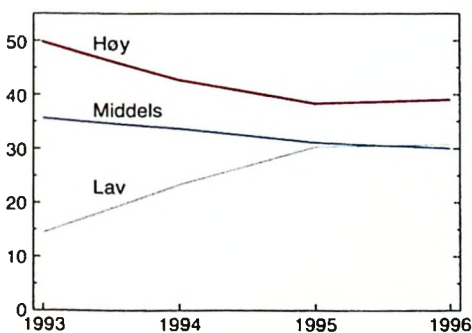
Risikoklassifiseringen av gjelden til foretakene i panelet viser om lag det samme bildet fra 1993 til 1995 som for gjelden i alle foretakene. Andelen gjeld tatt opp av høyrisikofore-

Figur 5.1a Risikoklassifisering av langsiktig gjeld. Alle næringer. Alle foretak. Prosent



Kilde: Norges Bank

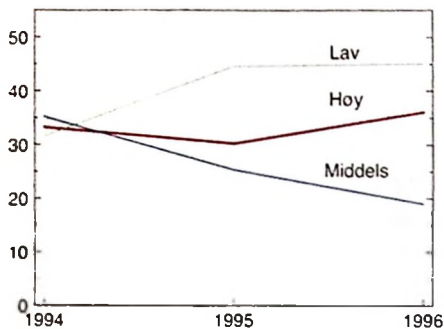
Figur 5.1b Risikoklassifisering av langsiktig gjeld. Alle næringer. Panel av foretak. Prosent



Kilde: Norges Bank

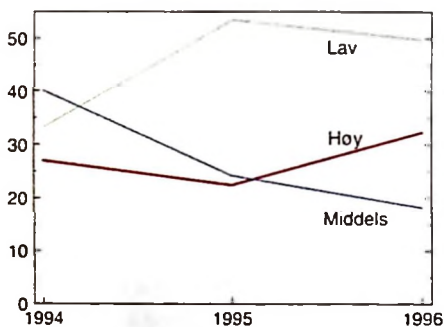
⁶ Modellen og datagrunnlaget er omtalt i eget appendiks.

Figur 5.2 Risikoklassifisering av ny langsiktig gjeld. Alle næringer. Alle foretak. Prosent



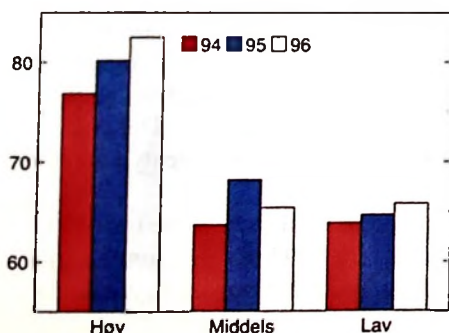
Kilde: Norges Bank

Figur 5.3 Risikoklassifisering av investeringer. Alle næringer. Alle foretak med ny gjeld. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 5.4 Gjeldsandel av investeringer. Alle næringer. Median. Prosent



Kilde: Norges Bank

retak i panelet var på 50 prosent i 1993, og gikk klart ned i løpet av de to påfølgende år, jf. figur 5.1b. Utviklingen i panelet fra 1995 til 1996 viser imidlertid om lag uendret andel gjeld i panelets høyrisikoforetak, noe som indikerer at økningen i kredittrisiko kan ha sammenheng med utviklingen i de nyetablerte foretakene.

5.2 Foretak med relativt høy risiko øker belåningsgraden

Nye låneopptak i form av langsiktig gjeld har ofte sammenheng med gjennomføring av investeringsprosjekter. Dersom foretaket for prosjektet igangsettes har svak inntjening fra eksisterende virksomhet i tillegg til svak likviditet og soliditet, vil sannsynligheten for at selskapet får problemer øke. Slike foretak kjennetegnes gjerne ved svært høy gjeldsandel i finansiering av investeringer, og de vil ofte ha begrensede muligheter til å få tilført ny egenkapital fra eksterne kilder. Ved å analysere foretak som har hatt netto økning i langsiktig gjeld, vil en også kunne få en indikasjon på bankenes praksis i kredittyttingen.

Figur 5.2 viser opptak av ny langsiktig gjeld i foretak klassifisert etter risiko året forut for låneopptaket. Det er tatt utgangspunkt i foretakets økonomiske situasjon året før låneopptaket fant sted, da denne informasjonen i de fleste tilfeller må antas å danne en vesentlig del av grunnlaget for kredittbeslutningen.

Av figuren fremgår det at gruppen høyrisikoforetak sto for en høyere andel av låneopptaket i 1996 enn i tidligere år. Til sammen var det en økning i langsiktig gjeld på om lag 54 milliarder kroner i 1996 – i den del av foretaksmassen som har hatt gjeldsøkning. Av dette fant 36 prosent sted i foretak som fikk klassifiseringen høy risiko året før. Dette er markert høyere enn i 1995 hvor 30 prosent av låneopptaket fant sted i høyrisikoforetak. En vesentlig del av låneopptaket i 1996 fant sted i næringen eiendomsdrift. Her stod høyrisikoforetak for et låneopptak på 11 milliarder tilsvarende 53 prosent av klassifisert låneopptak i næringen. Nærmere 14 prosent av alle næringenes låneopptak i 1996 fant sted i foretak med negativ inntjening og negativ eller svakt positiv egenkapital.

Panelet av foretak viser en noe annen tendens. Andelen høyrisikoforetak er stabil på rundt 30 prosent og andelen lavrisikoforetak er klart økende. I 1996 var økningen i langsiktig gjeld i panelet på 22 milliarder kroner. Sammenholdt med resultatene for hele foretaksmassen indikerer dette at utviklingen i retning økt kredittrisiko i noen grad har sammenheng med utviklingen i nyetablerte foretak.

Høyrisikoforetak har stått for en økende andel av låneopptaket i bankene. Dette henger sammen med at de såkalte høyrisikoforetakene har stått for en økende andel av investeringene. Dessuten har disse foretakene brukt relativt mer gjeld til finansiering av investeringene, jf. figur 5.3 og 5.4.

Appendiks: Om datagrunnlaget og nøkkelstørrelser som benyttes i analysen av husholdnings- og foretakssektorene

Husholdningssektoren

Analysen i avsnitt 4.2 er basert på Statistisk sentralbyrås inntekts- og formuesundersøkelser, som primært er basert på opplysninger fra skatteligningen. For en del formuesobjekter er dermed ligningskurser brukt i verdifastsettelsen slik at de registrerte formuestallene er lave. I tillegg til disse dataseriene, som omfatter årene 1982 og 1984–1995, har vi beregnet enkelte av nøkkelstørrelsene for årene 1996 og 1997. Anslagene er beheftet med en del usikkerhet.

Nøkkelstørrelser i analysen:

- *Gjeldsrenter i prosent av kontantoverskudd - gjeldsrentebelastningen*

Husholdningenes kontantoverskudd gir uttrykk for evnen til å betale for varer og tjenester og betjene lånegjeld i form av renter og avdrag. Kontantoverskuddet er summen av yrkesinntekt, renteinntekt, aksjeutbytte, andre kapitalinntekter og overføringer minus skatt. Et høyt nivå på forholdstallet betyr at en stor del av kontantoverskuddet går med til å dekke gjeldsrenter. Da blir det mindre igjen til kjøp av varer og tjenester og betaling av avdrag. De finansielle fordringene til husholdningene representerer også en likviditetsreserve som kan realiseres, slik at kontantoverskuddet ikke gir et fullgodt bilde av gjeldsbetjeningsevnen.

- *Gjeld i prosent av «disponibel inntekt» - gjeldsraten*

Denne indikatoren sier noe om husholdningenes gjeld i forhold til kontantoverskudd minus gjeldsrenter. Kontantoverskudd minus gjeldsrenter er tilnærmet lik disponibel inntekt. Et stigende nivå betyr at gjelda er voksende i forhold til hva husholdningene har til å betale avdrag på lån med.

Foretakssektoren

Datagrunnlaget for risikoklassifiseringen i avsnitt 5 er Brønnøysund-registrenes tall for

alle norske aksjeselskap. Det er benyttet tall for regnskapsårene 1993 til og med 1996. Totalt sett er gjelden til foretakene i datagrunnlaget vårt på 415 milliarder kroner i 1996. Vi har utelatt foretak i næringen «utvinning av råolje og naturgass» fordi utenlandsfinansieringen av disse foretakene antas å være høy.

I risikoklassifiseringsmodellen blir hvert foretak tilordnet en risikoklasse avhengig av foretakets score på indikatorer for inntjening, soliditet og likviditet. Modellen har 18 risikoklasser som defineres av ulike kombinasjoner av indikatorene. Regnskapsstørrelsene som benyttes er:

- Selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld. Selvfinansiering defineres som resultat før ekstraordinære poster etter betalte skatter men før av- og nedskrivninger.
- Soliditet er definert ved egenkapital i prosent av sum gjeld og egenkapital.
- Likviditet er definert ved betalingsmidler minus kortsiktig gjeld i prosent av driftsinntekter.

Til fremstillingen i kapittel 5 er de 18 risikoklassene inndelt i 3 kategorier

- *Høy risiko:* Denne gruppen består av alle foretak med negativ selvfinansiering. I tillegg inngår foretak der selvfinansieringen er positiv men mindre enn 20 prosent av langsiktig gjeld, og der egenkapitalandelen er lavere enn 20 prosent.
- *Middels risiko:* I gruppen for foretak med middels risiko inngår foretak med selvfinansiering som er positiv men mindre enn 20 prosent av langsiktig gjeld, og der egenkapitalandelen er større enn 20 prosent. Dessuten inngår foretak der selvfinansieringen er større enn 20 prosent av langsiktig gjeld, og egenkapitalandelen er lavere enn 20 prosent.
- *Lav risiko:* Gruppen består av foretak der selvfinansieringen er større enn 20 prosent av langsiktig gjeld og egenkapitalandelen er på over 20 prosent.

Utviklingen i gjeld som andel av investeringer målt ved medianverdi, har vist sterkest økning blant høyrisikoforetakene. Også i lavrisikoforetakene var det en viss økning i gjeld som andel av investeringene, men fra et lavere nivå. Næringene med sterkest økning i gjeldsandelen blant høyrisikoforetak er industri og bergverk, utenriks sjøfart og rørtransport, samt bygg og anlegg.

Samlet sett er det grunn til å stille spørsmål om kredittgiverne – herunder norske banker – i noe større grad har vært villige til å eksponere seg for kredittrisiko. Analysen synes å vise at så er tilfellet. Det er ingen vesentlige endringer i situasjonen, men det er grunn til å følge utviklingen videre. Med mindre engasjementene er godt sikret, vil økt grad av långivning til høyrisikoforetak isolert sett bidra til økende tap.

ETTERPRØVING AV NORGES BANKS ANSLAG FOR 1994 TIL 1996

*Anne Sofie Jore, seniorrådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank **

Formålet med denne artikkelen er å se nærmere på årsakene til prognosefeil i de modellbaserte anslagene til Norges Bank. Etter å ha sammenliknet Norges Banks og andre institusjoners anslag, ser vi spesielt på anslagene for 1996. Vi foretar en dekomponering av Norges Banks anslag, der vi skiller ut bidragene fra endringer i forutsetningene for den økonomiske politikken og upresise anslag på de øvrige eksogene variable. Analysen viser at endrede forutsetninger for den økonomiske politikken bidrog til å forklare en betydelig del av prognosefeilene. For å belyse prognosefeilene ytterligere, har vi sett på bidragene fra feil anslag på noen sentrale endogene variable. Det fremgår at feil anslag på produktivitetsutviklingen, arbeidstilbudet og importprisene var viktige årsaker til feil anslag blant annet på sysselsettingen.

Hovedinntrykket fra analysen er at Norges Bank, og også andre institusjoner som publiserer anslag for den økonomiske utviklingen, har undervurdert styrken i den nåværende konjunkturøppgangen, særlig i 1994 og i 1996. Det er spesielt privat konsum som har vokst mer enn ventet. Sysselsettingsveksten har vært vesentlig undervurdert de tre siste årene. Konsumprisveksten er anslått for høyt, mens lønnsveksten i gjennomsnitt er anslått for lavt. Den økte reallønnsveksten dette innebærer, sammen med høyere sysselsetting enn ventet, er viktige forklaringsfaktorer bak prognosefeilen for privat konsum.

Innledning

I en artikkel i Penger og Kreditt 1996/1 (Madsen 1996) etterprøves Norges Banks anslag for årene 1987 til 1994. Analysen videreføres nå ved å se nærmere på anslagene for perioden 1994 til 1996. I denne perioden har Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI vært et viktig verktøy for Norges Banks anslag. Ved siden av den økonomiske modellen, bygger anslagene på forutsetninger om forhold som ikke er modellert, blant annet internasjonal økonomisk utvikling, forhold som har med oljesektoren å gjøre, økonomisk politikk og andre eksogene variable.

Norges Bank tar sikte på å lage best mulige anslag. For å oppnå dette, er det flere faktorer som er av betydning. Det er for det første nødvendig med god kjennskap til økonomiens virkemåte, representert ved relasjonene i en makroøkonomisk modell. Det er viktig med en god forståelse av økonomiske forhold som ikke er modellert, for å få gode anslag på eksogene variable. Forhold som ikke er tilstrekkelig ivaretatt i modellen, for eksempel på grunn av et høyt aggregeringsnivå, vil også ha betydning for vurderingen av modellsimuleringene. For å lage best mulig kortsiktige anslag, er det også viktig å tolke den løpende korttidsstatistikken.

I første del av artikkelen redegjøres det for prognosefeil generelt, og vi tar opp noen problemer forbundet med hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet. I andre del diskuteres prognosefeilene i Norges Banks anslag for perioden 1994 til 1996. Dette avsnittet baserer seg delvis på en ramme i Penger og Kreditt 1997/2. Her vil vi også sammenlikne våre prognoser med prognoser fra Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet. I neste del ser vi nærmere på prognosefeilene i 1996, og i siste del oppsummeres diskusjonen.

Generelt om prognosefeil

Det er ikke åpenbart hva en skal forstå med gode prognoser. Til en viss grad vil dette avhenge av hva som er formålet med prognosene. I statistisk forstand er en god prognose kjennetegnet ved at prognosenes avvik fra realiserte tall er tilfeldige og ligger innenfor et estimert intervall for «normal» usikkerhet. For å undersøke dette trengs det tidsserier av en viss lengde, og en benytter økonometrisk analyse for å teste om prognosen og den faktiske verdien på variabelen er like i

* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer

statistisk forstand. Deretter kan en gå videre og se nærmere på ulike kilder til feil. En mer summarisk måte å måle prognosefeil på, er å se på gjennomsnittlige feil.

Det finnes flere kilder til prognosefeil. Feilene kan skyldes

- tilfeldige forstyrrelser i de stokastiske atferdslikningene.
- feil og ustabilitet i de estimerte parametrene og
- gale anslag på eksogene variable.

Feilene kan analyseres ved stokastiske simuleringer. En får da et uttrykk for hvor stort usikkerhetsintervallet for prognosene er, gitt modellen. Denne type analyse tar imidlertid ikke hensyn til at prognoser blir til ved at modellbrukeren foretar subjektive korreksjoner av modellen, for eksempel for å ta hensyn til strukturelle brudd i atferdsrelasjonene. Slike analyser er derfor ikke nødvendigvis noen stor hjelp i bestrebelsene på å forbedre prognosene. For å lage bedre prognoser bør en analysere både størrelsen og årsakene til tidligere feil, for så å dra nytte av dette ved senere prognosearbeid. En nærmere analyse av prognosefeilene kan gjøres ved å dele årsakene til feil i to:

- Feil som skyldes gale anslag på eksogene variable. Ved å sette inn korrekte verdier og simulere modellen, får en fram hvor mye av prognosefeilene som skyldes eksogene forutsetninger. Her kan en skille videre mellom forutsetninger om den økonomiske politikken og øvrige eksogene variable.
- Feil som skyldes utilstrekkelighet ved eller feil bruk av modellen. Økonomiske modeller er forenklinger av virkeligheten, bygget på et teoretisk grunnlag som er testet mot historien. Forenklingene kan være mer eller mindre gode eller treffende, og man kan ha oppfatninger om at fremtiden vil bli forskjellig fra historien. I prognosearbeid vil en forsøke å kompensere for utilstrekkelighet ved modellen ved å korrigere atferdslikningene. Dette gjøres ved å innføre et eksogent tillegg til likningenes konstantledd, såkalte addfaktorer. Addfaktorene er i utgangspunktet satt lik null, men gis verdi dersom prognosemakeren mener dette vil forbedre prognosene. Bakgrunnen kan være at en har informasjon som

en vet ikke kan ivaretas av modellens likninger, av forbigående eller varig karakter. Ved å sette alle addfaktorene til null og simulere modellen på ny, får en rene modellprognoser uten noen form for subjektive justeringer.

Dersom en ikke kan bruke statistiske metoder, blir det en vurderingssak hva en skal forstå med en god prognose. Det er for eksempel ikke likegyldig hvordan prognosefeilene utvikler seg gjennom konjunktursyklusen. De gjennomsnittlige feilene kan fremstå som store, men en kan likevel ha lyktes i å identifisere vendepunkter i konjunkturutviklingen. Det kan også være relevant å vurdere hvor gode prognosene er ut fra en sammenlikning med andre institusjoners prognoser. Dersom andre jevnlig publiserer bedre prognoser, for eksempel definert ved gjennomsnittlig prognosefeil, er det klart at det er rom for forbedringer.

I en artikkel i Penger og Kreditt 1996/1 analyseres prognosefeilene i Norges Banks anslag fra 1987 til 1994. I artikkelen beregnes blant annet mål på gjennomsnittlige prognosefeil og i hvilken grad anslagene traff med hensyn til å forutsi tiltakende og avtakende vekst. Hovedkonklusjonene i artikkelen er at Norges Banks prognoser treffer om lag like bra som anslag fra andre institusjoner gjør, at det er stor usikkerhet knyttet til prognosene, og at prognosene gir et bedre bilde av den økonomiske situasjonen enn såkalte naive anslag der veksten neste år antas å bli den samme som veksten i inneværende år.

Prognosefeilene må også ses i sammenheng med hvilke eksplisitte betingelser de hviler på. Anslagene for de modellbestemte variablene avhenger alltid av eksogene forutsetninger. De aller fleste eksogene variable kan i prinsippet modelleres. Slike variable tallfestes i en viss forstand basert på andre modeller. Internasjonal prisvekst tallfestes for eksempel med utgangspunkt i anslag gitt av andre institusjoner på grunnlag av modeller der prisveksten er modellbestemt. Det finnes også viktige eksogene variable som i prinsippet kan modelleres, men der det kan være mer hensiktsmessig å betinge prognosene med hensyn på variabelen. Dette kan for eksempel gjelde forutsetninger om den økonomiske politikken. Norges Bank har brukt anslag fra Finansdepartementet som forutsetninger for offentlig etterspørsel, mens det er lagt inn tekniske

forutsetninger for pengemarkedsrente og valutakurs. Våre prognoser er dermed betinget med hensyn på forutsetningene om den økonomiske politikken.

For å kunne lage best mulige prognoser, er det nødvendig å lære av tidligere feil. Den beste måten å angripe dette på, er å studere tidligere anslag og metoder, herunder bruken av modellen, systematisk. Dette har en verdi i seg selv, for å sjekke egne anslag mot målet om å lage best mulig prognoser. Dessuten er det en hjelp i arbeidet med å identifisere områder der enten modellen eller bruken av modellen kan forbedres.

Da Norges Bank begynte å bruke RIMINI som hovedverktøy bak anslagene, ble modellgrunnlaget beskrevet, og de viktigste modellkorreksjonene, eller overstyringene, ble omtalt enten ved hjelp av tabeller eller illustrert i figurer som viste utviklingen i sentrale størrelser med og uten de foretatte korreksjonene. Hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet fra 1995 gjorde det imidlertid vanskelig å fortsette med dette. I det nye nasjonalregnskapet ble nivået (og til dels vekstratene) til en del størrelser endret, og noen fikk nytt innhold. I løpet av 1996 og 1997 ble det årlige nasjonalregnskapet revidert tilbake til 1978, men det kvartalsvise nasjonalregnskapet er i skrivende stund ennå ikke revidert historisk. Hovedrevisjonen medførte at det ikke lenger er fullt samsvar mellom nasjonalregnskapet og den historien atferdsrelasjonene i RIMINI er basert på. Det ble også et problem at vi ikke lenger fikk en oppdatert historie etter 1994 som grunnlag for anslagene. Modellkorreksjonene har dermed fått et nytt innhold, siden korreksjonene nå også må omfatte overgangen fra gammelt til nytt nasjonalregnskap og tilpasning til historien etter 1994. Etter Penger og Kreditt 1995/4 sluttet vi derfor å publisere overstyringer av modellen. Når nytt kvartalsvist nasjonalregnskap foreligger som tilbakegående tallserier, vil modellen bli reestimert. Vi vil da ta sikte på regelmessig å redegjøre for både endringer i modellen og de foretatte korreksjonene av modellens relasjoner, sammen med en analyse av kvaliteten på anslagene.

Selv om en kommer et stykke på vei ved å se på den totale størrelsen av prognosefeilene, er det nødvendig å se nærmere på årsakene til feilene for å få hjelp til å bedre fremtidige anslag. I denne artikkelen vil vi se nærmere på årsakene til prognosefeilene i Norges Banks anslag for

1996. På grunn av den vanskelige datasituasjonen omtalt ovenfor, vil vi begrense analysen til å skille ut de feilene som skyldes de gamle forutsetninger om den økonomiske politikken og de feilene som skyldes at de øvrige eksogene anslagene ikke traff den historiske utviklingen. De feilene som da gjenstår, skyldes en kombinasjon av flere faktorer, blant annet feil og mangler ved modellen, feilaktige korreksjoner av modellens atferdsrelasjoner, galt historisk utgangsnivå som følge av revisjonen av nasjonalregnskapet og ordinære datarevisjoner.

I en normal datasituasjon ville vi gått videre og skilt ut den restfeilen som skyldes feil og mangler ved modellen, etter å ha skilt ut feilen som skyldes politikketforutsetninger og eksogene variable. En slik analyse er viktig for å forbedre anslagene, og vi tar sikte på å gjennomføre dette så snart det er anledning til det. I denne omgang går vi isteden videre i dekomponeringen ved å «rette opp» noen feil som har vesentlig betydning for anslagene på de øvrige variablene, som et ledd i en nærmere forklaring på noen viktige prognosefeil.

Prognosefeil i anslagene for 1994 til 1996

Norges Banks anslag for perioden 1994 til 1996 er omtalt i en ramme i Penger og Kreditt 1997/2. Vi viste i rammen hvordan anslagene har endret seg etter hvert som mer informasjon er blitt tilgjengelig. En del av prognosefeilene kunne forklares med at forutsetningene for anslagene ikke holdt, men feilaktige korreksjoner av atferdslikningene i modellen spilte også en rolle. I rammen viste vi utviklingen i anslagene for en del størrelser, fra anslaget blir gitt første gang i juni året før til anslagene fra desember samme år - fire anslag på ulike tidspunkt. Vi beskrev hovedårsakene til at vi undervurderte den økonomiske veksten, særlig for 1994 og 1996 som følger:

«Undervurderingen av veksten i etterspørselen og BNP for Fastlands-Norge i 1994 og 1996 har i grove trekk kommet som resultat av følgende forhold:

- *Vi har gjennomgående undervurdert de langsiktige virkningene av rentenedgangen i første halvår 1993. Dette har blant annet slått ut i en kraftig oppjustering av anslaget for bo-*

ligprisene og privat konsum både i 1994 og i 1996. Den sterke veksten i konsumet i 1996 må også ses i sammenheng med at bilavgiftene ble satt ned, noe som bidro til en svært høy vekst i bilkjøpene.

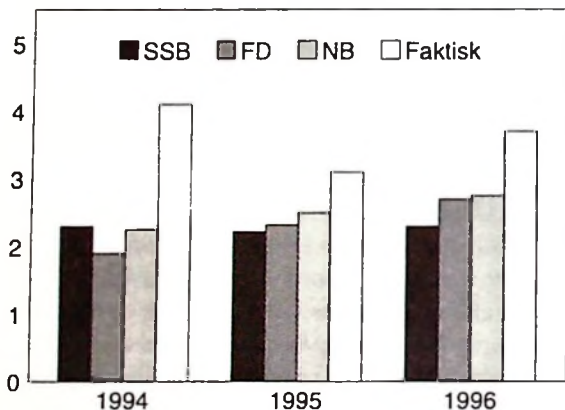
- Anslagene for veksten i offentlig konsum i 1996 ble undervurdert i budsjett dokumentene som Norges Bank legger til grunn for sine anslag.
- Eksportanslaget måtte også justeres opp i 1994 og 1996. Dette reflekterte blant annet større markedsandeler og større gjennomslag i nye eksportmarkeder enn antatt.

- Oljeinvesteringene for 1996 var for lavt anslått de første gangene anslag ble publisert.»

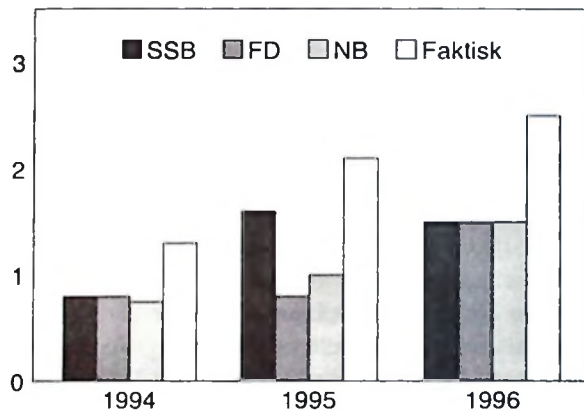
I figurene 1 til 10 ser vi anslag på veksten i en del makroøkonomiske størrelser for årene 1994 til 1996. Prognoser fra Norges Bank (NORGES BANK) vises her sammen med prognoser fra Statistisk sentralbyrå (SSB) og Finansdepartementet (FIN) og veksten i foreløpige nasjonalregnskapstall publisert høsten 1997 (Faktisk). Anslagene er publisert i ulike utgivelser av henholdsvis Penger og Kreditt, Økonomiske analyser og Salderingsproposisjonen.

Figur 1 - 10 Anslag på vekst fra Statistisk sentralbyrå (SSB), Finansdepartementet (FD) og Norges Bank (NB), sammenlignet med faktisk vekst. 1994 til 1996

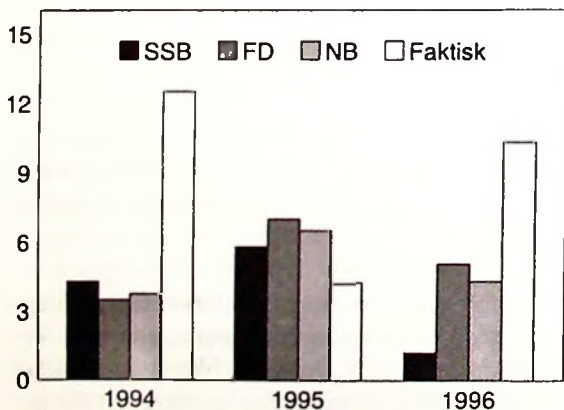
Figur 1. BNP Fastlands-Norge



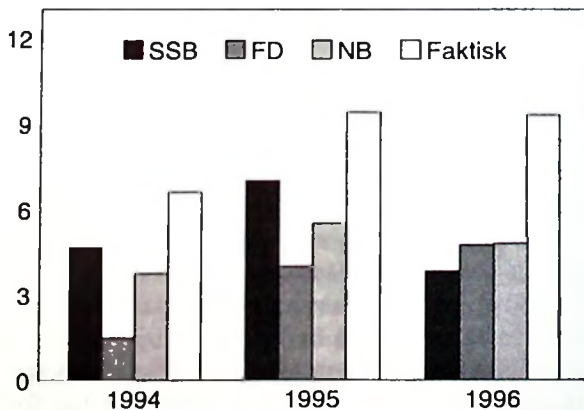
Figur 2. Sysselsettingsvekst



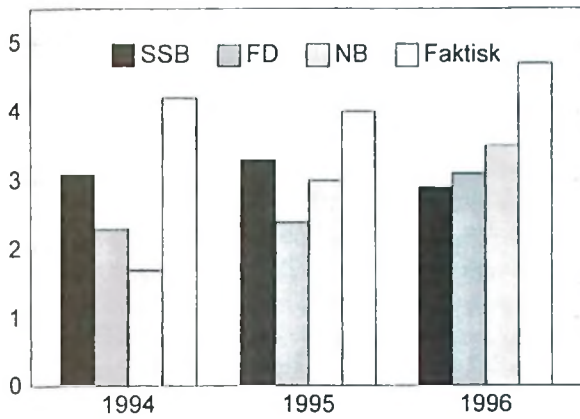
Figur 3. Eksport av tradisjonelle varer



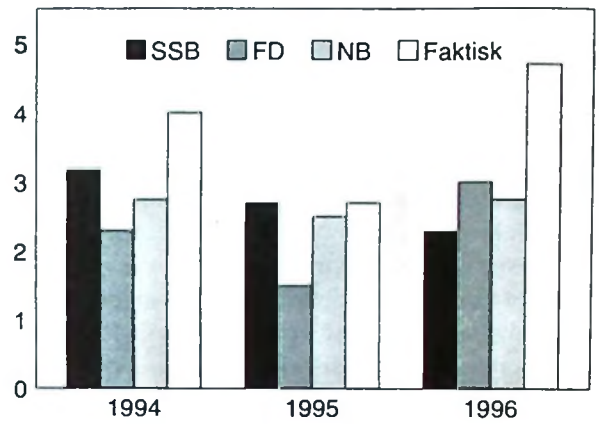
Figur 4. Import av tradisjonelle varer



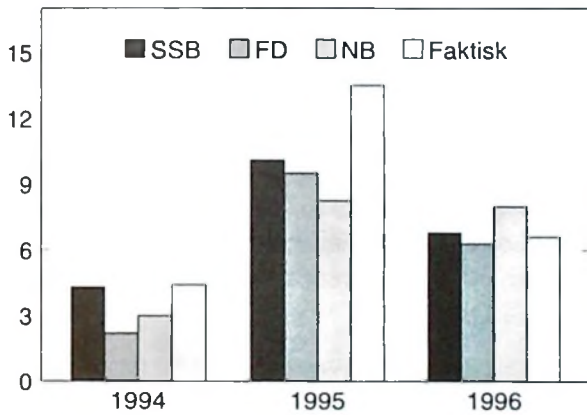
Figur 5. Etterspørsel fra Fastlands-Norge



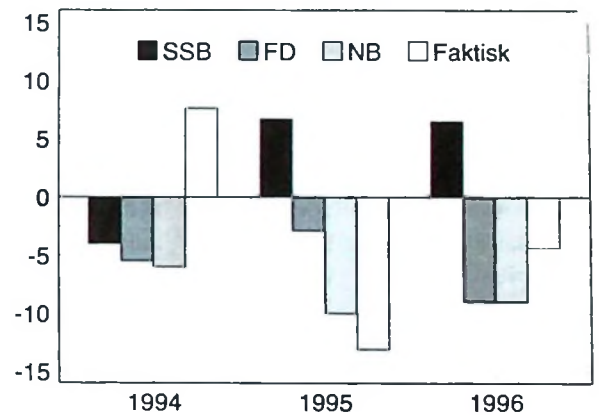
Figur 6. Privat konsum



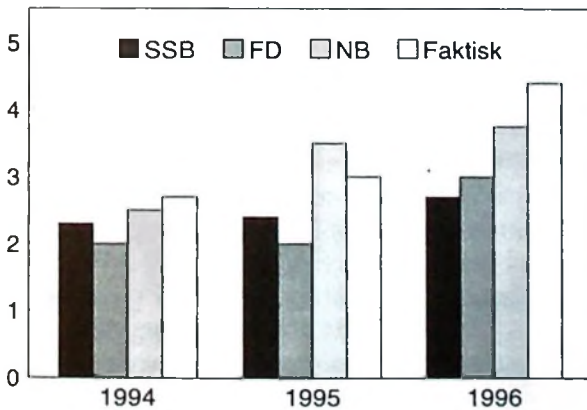
Figur 7. Realinvesteringer i Fastlands-Norge



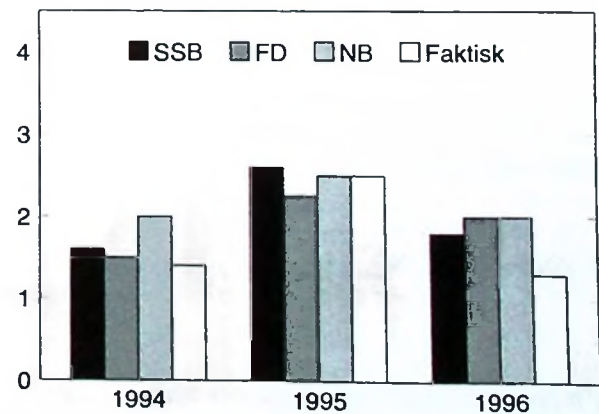
Figur 8. Oljeinvesteringer



Figur 9. Årslønnsvekst*



Figur 10. Konsumprisvekst



* For disse årene gav SSB anslag på timelønnsvekst. Her er dette regnet om til anslag på årslønnsvekst.

Kilder: Økonomiske analyser, Salderingsproposisjonen og Penger og Kredit

De tre institusjonene har hatt ganske sammenfallende anslag for den økonomiske utviklingen i disse årene, men prognosefeilene har vært relativt store. Alle institusjonene undervurderer etterspørselen fra Fastlands-Norge og tradisjonell eksport. For lave anslag på etterspørselen gjenspeiles i for lavt anslått vekst både for BNP for Fastlands-Norge, sysselsetting og import av tradisjonelle varer. Feilene har vært mindre for anslagene på lønns- og prisveksten.

I 1994 skyldtes undervurderingen av den økonomiske veksten først og fremst for lavt anslag på veksten i privat konsum, men for lavt anslått netto eksport og investeringer i oljesektoren bidrog også. Prognosefeilene for BNP og etterspørsel var mindre i 1995. For lavt anslåtte realinvesteringer i fastlandsøkonomien ble i noen grad oppveid av for høyt anslag på netto eksport, samtidig som oljeinvesteringene ble lavere enn antatt. I 1996 undervurderer alle institusjonene igjen etterspørselen fra Fastlands-Norge og BNP betydelig. Nå er det først og fremst for lavt anslått privat konsum som bidrar, samtidig som offentlig konsum øker mer enn ventet.

Konsumprisveksten blir også overvurdert i de tre årene, med unntak av anslagene til Finansdepartementet og Norges Bank for 1995. Feilene er imidlertid ikke store, og de kan et stykke på vei forklares med uforutsette avgiftsendringer. Prognosefeilene på lønnsveksten er også forholdsvis små. For 1994 og 1996 undervurderes lønnsveksten av de tre institusjonene, mens anslagene for 1995 er blandet. Norges Bank gir noe for høyt anslag på lønnsveksten, mens anslagene til Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet ligger for lavt også for 1995.

For å få et mål på hvor store prognosefeilene har vært, kan en beregne ulike mål på gjennomsnittlige feil. Et mye brukt mål er kvadratrotten av gjennomsnittlige kvadrerte feil (Root Mean Squared Error, RMSE).

$$RMSE = \sqrt{(1/N \sum_{n=1}^N (y_n - \hat{y}_n)^2)}$$

y representerer den realiserte vekstraten, mens \hat{y} er anslaget på vekstraten. Det er $N = 3$ ulike anslag for hver variabel.

Størrelsen på RMSE vil avhenge av størrelsen på variabelens veksttakt. For å kunne sammen-

likne prognosefeil på ulike variable, kan en alternativt se på den relative feilen. Vi kan få et uttrykk for den relative feilen ved å se på kvadratrotten av gjennomsnittlige kvadrerte relative feil (RRMSE).

$$RRMSE = \sqrt{(1/N \sum_{n=1}^N ((y_n - \hat{y}_n)/y_n)^2)}$$

I tabell 1 vises de to målene RMSE og RRMSE for de ti prognosene vist i figurene samt for offentlig konsum. Siden vi bare har 3 observasjoner, kan det ikke trekkes slutninger om størrelsen på prognosefeilene utover de tre årene som er

Tabell 1 Kvadratrotten av gjennomsnittlig kvadrert avvik (RMSE) og kvadratrotten av gjennomsnittlig kvadrert relativt avvik (RRMSE), 1994 til 1996

		SSB	FIN	NB
BNP Fastlands-Norge	RMSE	1,4	1,5	1,2
	RRMSE	0,37	0,38	0,32
Sysselsetting	RMSE	0,7	1,0	0,9
	RRMSE	0,35	0,48	0,45
Eksport tradisjonelle varer	RMSE	7,1	6,2	6,3
	RRMSE	0,67	0,64	0,62
Import tradisjonelle varer	RMSE	3,6	5,0	3,8
	RRMSE	0,41	0,62	0,45
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	RMSE	1,3	1,7	1,7
	RRMSE	0,29	0,40	0,40
Privat konsum	RMSE	1,5	1,6	1,3
	RRMSE	0,32	0,41	0,30
Realinvesteringer	RMSE	2,0	2,6	3,2
	RRMSE	0,15	0,34	0,31
Offentlig konsum	RMSE	1,3	1,4	1,4
	RRMSE	1,61	2,15	2,15
Oljeinvesteringer	RMSE	14,7	9,9	8,5
	RRMSE	1,89	1,25	1,20
Årslønn	RMSE	1,1	1,1	0,5
	RRMSE	0,27	0,31	0,14
Konsumpriser	RMSE	0,3	0,4	0,5
	RRMSE	0,24	0,32	0,40

Kilde: Egne beregninger

med i beregningene. RMSE viser hvordan prognosefeilene til de ulike institusjonene varierer, mens RRMSE i tillegg gir et grunnlag for å sammenlikne hvor store prognosefeilene er på tvers av variablene. Ingen av institusjonene utmerker seg ved store avvik i prognosefeilene, men noen forskjeller er det. RMSE viser for eksempel at Statistisk sentralbyrå (SSB) i gjennomsnitt gav de beste prognosene på etterspørselen fra Fastlands-Norge, konsumprisvekst og sysselsettingsvekst, mens Norges Bank gav de beste prognosene for BNP- og lønnsvekst. Sammenlikner vi prognoser på de ulike variablene, gav alle institusjonene dårligst anslag på veksten i oljeinvesteringene, offentlig konsum og utenriksøkonomien. De beste anslagene ble i hovedsak gitt på lønns- og prisvekst, noe som ikke er overraskende siden veksttaket til nominelle variable gjennomgående varierer mindre enn veksttaket til realvariable.

Prognosefeilene på BNP og etterspørselen fra Fastlands-Norge ligger på samme nivå. SSB treffer etterspørselen fra Fastlands-Norge best, men feilen i anslaget på BNP er på linje med de to andre institusjonene. Hovedårsaken til dette er at SSB bommer mer enn de andre på nettoeksporten, siden de i gjennomsnitt har lavest anslag på eksportveksten og høyest på importveksten.

Nærmere om Norges Banks prognosefeil i 1996

Vi har ikke lange nok tidsserier til å undersøke de statistiske egenskapene til våre modellbaserte prognoser, siden vi bare har 3 observasjoner, men det er likevel mulig å analysere årsakene til prognosefeilene for hvert enkelt år. Som omtalt tidligere skaper hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet imidlertid problemer også for en slik analyse. Det finnes for tiden ikke tilbakegående kvartalsvise nasjonalregnskapstall. Hittil har Norges Bank basert sine prognoser på det gamle nasjonalregnskapet, med historiske data til og med 1994. Vi har korrigert addfaktorene for å få mest mulig korrekte kvartalsvise vekstrater for nasjonalregnskapstallene etter 1994.

En analyse der addfaktorene settes til null vil derfor ikke identifisere bidragene til feil fra selve modellen, siden addfaktorene er brukt til å fange opp effekten av bruddet i datagrunnlaget. Vi vil derfor i denne omgang begrense analysen til å se nærmere på bidragene fra feil anslag på

Tabell 2 Anslag for 1996 gitt i desember 1995 og faktiske tall for 1996. Prosentvis vekst fra året før der ikke annet er oppgitt

	Anslag	Faktisk	Prognosefeil
Etterspørsel fra			
Fastlands-Norge	3.4	4.7	1.3
Privat konsum	2.8	4.7	1.9
Offentlig konsum	1.3	3.3	2.0
Realinvesteringer	8.1	6.6	-1.5
Oljeinvesteringer	-9	-4.4	4.6
Eksport	7.8	10	2.2
Olje, gass og rørtransport	14.4	15.5	1.1
Tradisjonelle varer	4.3	10.3	6.0
Import	4.1	6.5	2.4
Tradisjonelle varer	4.8	9.3	4.5
BNP	4.1	5.3	1.2
BNP Fastlands-Norge	2.7	3.7	1.0
Sysselsetting	1.4	2.5	1.1
Årslønn	3.8	4.4	0.6
Konsumpris	2.1	1.3	-0.8
AKU-ledighet, nivå	4.5	4.9*	-

Kilder: Økonomiske analyser 6/97 og Penger og Kreditt 1995/4

eksogene variable. De prognosefeilene som gjenstår etter at riktig veksttakt er lagt inn for de eksogene variablene, kan skyldes flere forhold. Foruten feil og mangler ved og feil bruk av modellen, kan avvikene skyldes prognosefeil for 1995, ordinær revisjon av nasjonalregnskapstallene og den spesielle datasituasjonen vi nå har.

I tabell 2 finner vi Norges Banks prognoser for 1996 for en del sentrale størrelser.

Prognosene er fra desember 1995, basert på tilgjengelig korttidsstatistikk, inkludert kvartalsvist nasjonalregnskap for 3.kvartal 1995, Salderingsproposisjonen for 1996 og simuleringer av RIMINI.

Som tidligere omtalt, undervurderte vi veksten i etterspørsel og produksjon. Både privat konsum og eksport av tradisjonelle varer ble anslått for lavt, noe som bidro til for lavt anslag på sysselsetting og produksjon. Mens lønnsveksten ble anslått for lavt, overvurderte vi veksten i konsumprisene.

* Arbeidskraftundersøkelsen ble lagt om fra 1.kvartal 1996. Den nye beregningsmetoden hevet nivået på ledighetsraten med rundt ½ prosentpoeng. Anslaget på ledighetsraten i 1996 er derfor på linje med det realiserte nivået.

Tabell 3 Prognosefeil. Virkningen av endrede forutsetninger. Positivt tall betyr at anslaget er for lavt. Prosentpoeng

	BNP Fastlands- Norge	Sysse- lsetting	Lønns- vekst	Konsum- prisvekst	Privat konsum	Real- investeringer Fastlands-Norge
Samlet feil	1,0	1,1	0,6	-0,8	1,9	-1,5
Feil etter endring av politikkforutsetninger - og etter at også riktige anslag på øvrige eksogene variable er tatt med	0,1 0,2	0,5 0,7	0,5 0,6	-0,5 -0,6	1,2 1,4	-3,0 -0,2
Feil etter at dessuten faktisk vekst i produk- tivitet og arbeidstilbud er satt inn	0,0	-0,2	-0,3	-1,1	1,2	-1,7
- og med faktisk import- prisvekst inkludert	0,0	-0,2	0,0	-0,9	1,2	-1,5

Kilde: Egne beregninger

I desember 1995 tegnet vi et bilde der styrken i konjunkturoppgangen ville avta. Vi ventet lavere vekst i både innenlandsk etterspørsel og eksport og dermed lavere produksjons- og sysselsetningsvekst. Det viste seg at veksten ble betydelig sterkere enn ventet, ikke bare av Norges Bank men også av andre institusjoner. Årsakene til at veksten ble undervurdert var flere. Viktige forutsetninger for prognosene viste seg ikke å holde:

- Finanspolitikken ble mer ekspansiv enn ventet på prognosetidspunktet. Sysselsettingen i offentlig sektor økte med 1,5 prosentpoeng mer enn forutsatt.
- Pengepolitikken ble også mer ekspansiv enn forutsatt, gjennom nedsettelse av Norges Banks dagslån- og foliorente med $\frac{3}{4}$ prosentpoeng i løpet av 1996.

I tillegg ble det gitt feil anslag på en rekke andre eksogene variable. Blant annet ble nedgangen i oljeinvesteringene ikke så stor som lagt til grunn, og prisveksten i utlandet ble svakere enn antatt.

Ved å legge inn historiske vekstrater for de eksogene anslagene, får en fram hvor mye av prognosefeilene som skyldes at forutsetningene ikke holdt. Tabell 3 viser bidragene til feil på en del variable. Den øverste linjen i tabellen viser prognosefeilen i de publiserte anslagene for noen sentrale variable. Som i tabell 2 betyr positivt tall at anslaget var for lavt. Dersom vi erstatter forutsetningene om den økonomiske politikken med

det som faktisk ble utfallet, får vi skilt ut den delen av prognosefeilen som skyldes feil politikkforutsetninger. Vi legger inn faktiske vekstrater for offentlig etterspørsel og riktig nivå på pengemarkedsrente og valutakurs. Det samlede avgiftsopplegget er forsøkt tatt hensyn til ved å justere addfaktoren i konsumprislikningen direkte. Det gjenstår da en restfeil som dels skyldes feil anslag på andre eksogene variable og dels forhold ved modellen og datasituasjonen, som er omtalt ovenfor. Det fremgår at dersom den økonomiske politikken i 1996 hadde vært forutsatt, ville BNP-veksten i Fastlands-Norge blitt anslått 0,9 prosentpoeng høyere. Etterspørsels- og sysselsetningsveksten ville også vært anslått høyere, og prisveksten 0,3 prosentpoeng lavere. Reduksjonen av prisstigningen har sammenheng med avgiftsopplegget for 1996, da bilavgiftene ble redusert.

Korrekte forutsetninger for den økonomiske politikken forklarer altså deler av prognosefeilen på alle variablene i tabell 3, med unntak av realinvesteringene i Fastlands-Norge. Forklaringensbidragene er størst for BNP og sysselsettingen og lavest for lønnsveksten. Prognosefeilen på realinvesteringene øker.

Etter å ha lagt inn riktige verdier på alle eksogene variable¹, fremkommer et nytt sett med prognosefeil, se tredje linje i tabellen. De fleste

¹ Her er det også lagt inn riktig vekstrate for eksport fra Fastlands-Norge. Dette er en modellbestemt variabel, men den har vært behandlet som en eksogen variabel i prognosearbeidet ved korrigerende av addfaktoren.

av disse nye bidragene til forklaring av prognosefeil er små og går i motsatt retning av bidragene fra riktige politikkforutsetninger. Unntaket er realinvesteringene i Fastlands-Norge. Korrekte forutsetninger om eksogene variable bidrar til å redusere vekstanslaget med 2,8 prosent, og prognosefeilen forsvinner nesten helt. Hovedårsaken er at veksten i boliginvesteringene, som var eksogen i den modellversjonen som ble brukt i 1995, var anslått for høyt for 1996.

Prognosefeilene er fortsatt betydelige etter at endrede politikkforutsetninger og anslag på de øvrige eksogene variablene er tatt hensyn til. Som omtalt tidligere, er det ikke mulig å dekomponere prognosefeilene videre til feil som skyldes modellens relasjoner og bruk av modellen. En slik dekomponering vil vi komme tilbake til når datasituasjonen tillater det. I denne omgang vil vi isteden se på bidragene fra feil anslag på noen sentrale endogene variable, produktiviteten og arbeidsstyrken. Dette gjøres ved å korrigere addfaktorene slik at de historiske² vekstratene gjenskapes. Denne analysen kan ikke erstatte en dekomponering av prognosefeilene basert på modellens relasjoner og bruk av modellen, men vi kan få belyst noen av årsakene til prognosefeilene. Det må understrekes at en slik korrigering av addfaktorene ikke har noen metodisk forankring, men må ses som en illustrasjon av hvilke følger feilvurderinger av noen sentrale størrelser kan få.

Produktivitetsveksten og veksten i arbeidsstyrken er variable som har store ringvirkninger i modellen. I våre anslag for 1996 var produktivitetsveksten anslått for høyt, mens veksten i arbeidsstyrken var anslått for lavt. Disse feilene har stor betydning for de øvrige anslagene i tabellen. Lavere produktivitetsvekst og høyere arbeidstilbud gir samlet sett en betydelig økning i sysselsettingen og en viss nedgang i ledigheten, mens lønnsveksten øker. Investeringene øker klart, på grunn av et strammere arbeidsmarked og dyrere arbeidskraft. Virkningen på privat konsum er mer moderat. Realdisponibel inntekt for husholdningene øker mindre enn det den høyere veksten i lønninger og sysselsetting kunne tilsi, i hovedsak på grunn av økt prisvekst og høyere inntektsskatt, samtidig som spareraten går noe opp.

Fra fjerde linje i tabellen fremgår at vi har «forklart» mye av prognosefeilene når vi justerer produktiviteten og arbeidstilbudet. Vi står

imidlertid igjen med relativt betydelige uforklarte prognosefeil for konsumprisvekst, privat konsum og realinvesteringer i Fastlands-Norge. Siden importprisene - som er endogene i RIMINI - har stor betydning for pris- og lønnsveksten, ser vi til slutt på bidraget fra prognosefeilen på denne variabelen. Importprisveksten var anslått for høyt, og vekstanslaget er fortsatt for høyt etter at riktige vekstrater for de eksogene variablene er lagt inn. Ved å korrigere addfaktoren slik at prognosefeilen på importprisveksten elimineres, reduseres investerings-, lønns- og prisvekstanslagene noe.

Fra siste linje i tabellen ser vi at privat konsum fortsatt er anslått for lavt, investerings- og prisveksten er anslått for høyt, mens veksten i BNP, sysselsetting og lønnsnivå ligger på historisk noenlunde riktig nivå. Prognosefeilene på prisveksten og realinvesteringene er om lag som i de publiserte anslagene for 1996, mens deler av prognosefeilen på privat konsum er forklart. Det er mulig å identifisere årsakene til en del av de gjenværende prognosefeilene. Privat konsum var sterkt preget av et høyt nivå på bilkjøpene i 1996. Vi har tatt hensyn til den generelle nedgangen i prisvekst som følge av avgiftsnedsettelse, men vi har ikke tatt hensyn til den midlertidige økningen i vrakpanten. Videre anslo vi for høy privat konsumvekst for 1995. Det kan dels tilskrives en forskyvning av bilkjøpene fra 4.kvartal 1995 til 1.kvartal 1996, siden bilavgiftsendringen var kjent før årsskiftet. På usikkert grunnlag kan dette tallfestes til $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentpoeng av samlet privat konsum på årsbasis. Den gjenstående prognosefeilen kan dels ha sammenheng med at rentenedgangen gjennom 1996 har stimulert privat konsum mer enn det modellens relasjoner tilsier. En mulighet er at husholdningene prioriterte bilkjøp fremfor boliginvesteringer i 1996. Dette kan i så fall forklare hvorfor privat konsum ble anslått for lavt, mens boliginvesteringene ble anslått for høyt. For lavt anslag på realdisponibel inntektsvekst som følge av for høyt anslag på konsumprisveksten spiller også en rolle.

I hovedsak treffer vi nedgangen i investeringsveksten fra 1995 til 1996. I en så aggregert mo-

² Det finnes foreløpig bare offisielle historiske vekstrater for produktiviteten på årsbasis. Her har vi benyttet oss av foreløpige kvartalsvise beregninger.

dell som RIMINI skaper store enkeltprosjekter som raffinieret på Tjeldbergodden og Gardermo-utbyggingen problemer. Slike prosjekter må forsøkes tatt hensyn til ved å styre addfaktorene i investeringsrelasjonene. Prognosefeilen på realinvesteringene kan ha sammenheng med slike forhold.

Feilen i anslaget på konsumprisveksten har derimot ingen umiddelbar forklaring. Avviket er egentlig enda større enn vist her, siden økningen i elektrisitetsprisene gjennom 1996 ikke var forutsatt, og anslaget dermed burde vært for lavt. En mulig forklaringsfaktor er at importprisenes betydning for konsumprisene er undervurdert i RIMINI. Det kan også være at korrigeringen for avgiftsendringer ikke er tilstrekkelig. Det kan heller ikke utelukkes at vi ikke har fått tatt tilstrekkelig hensyn til den sterke økningen av konkurransen i særlig dagligvarehandelen på 1990-tallet, som delvis er kommet etter estimeringsperiodens slutt i 1993.

Avsluttende merknader

Hovedinntrykket fra denne analysen er at Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank har gitt noenlunde den samme beskrivelsen av norsk økonomi for årene 1994 til 1996, og at prognosefeilene til de tre institusjonene har vært relativt store. Styrken i konjunkturoppgangen er blitt undervurdert. Spesielt har sysselsettingsveksten og veksten i arbeidsstyrken vært større enn ventet. Analysen av Norges Banks anslag for 1996 viser at en betydelig del av prognosefeilene dette året skyldes endrede forutsetninger for den økonomiske politikken. Det fremgår også at feilvurderingen av produktivitetsutviklingen bidro til for lavt anslag på sysselsettingsveksten.

Prognosefeilene for privat konsum og realinvesteringer ser ut til å henge sammen, og disse feilene kan skyldes at husholdningene i 1996 prioriterte kjøp av varige konsumgoder fremfor

investeringer i bolig. Hvis dette var en tidsforskyvning, blant annet på grunn av nedgangen i bilavgiftene og den forhøyde vrakpanten, skulle vi forvente at denne prioriteringen ble reversert i 1997. Undervurderingen av veksten i privat konsum har også sammenheng med overvurderingen av prisstigningen.

En grundig analyse av prognosefeil innebærer blant annet en analyse av bidragene til feil fra eksogene variable og feil som skyldes utilstrekkelighet ved eller feil bruk av modellen. I denne artikkelen har vi bare sett på den første delen av en slik analyse. En nærmere studie av modellens prognoseegenskaper og vår bruk av modellen vil bli presentert når datasituasjonen tillater en slik analyse. Norges Bank tar sikte på å regelmessig presentere analyser av kvaliteten på anslagene og årsakene til prognosefeil.

Referanser:

- Madsen, Robert (1996): «Norges Banks prognoser 1987-94: hvor godt traff de?», *Penger og Kreditt 1996/1*, ss. B58-B64
- Wallis, Kenneth F. (1989): «Macroeconomic Forecasting: A Survey», *The Economic Journal*, vol. 99, ss. 28-61
- Pain, Nigel and Britton, Andrew (1992): «The Recent Experience of Economic Forecasting in Britain: Some Lessons from National Institute forecasts.», *NIESR Discussion Paper no. 20*.
- Zarnowitz, Victor and Braun, Phillip (1993): «Twenty-two Years of the NBER-ASA Quarterly Economic Outlook Surveys: Aspects and Comparisons of Forecasting Performance», *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, The University of Chicago Press, ss. 11-93

TAP OG GEVINSTER PÅ VALUTAUROEN I DESEMBER 1996 OG JANUAR 1997

Knut Kobberstad, konsulent i Markedsoperasjonsavdelingen, og Terje Åmås, konsulent i Statistikkavdelingen i Norge Bank

Rundt årsskiftet 1996/1997 ble norske kroner utsatt for et sterkt appresieringspress. Norges Bank kjøpte valuta for om lag 75 milliarder kroner i løpet av fjerde kvartal 1996 og de første dagene i 1997 for å begrense appresieringen. Den 9. og 10. januar valgte Norges Bank å senke de offentlige administrerte rentene med til sammen 0,75 prosentpoeng. Den 10. januar trakk Norges Bank seg midlertidig ut av valutamarkedet. I denne artikkelen forsøker vi å se hvilke aktører som var aktive i markedet, og hvordan tap og gevinster i kjølvannet av appresieringen fordelte seg mellom de ulike aktørene

Innledning og sammendrag

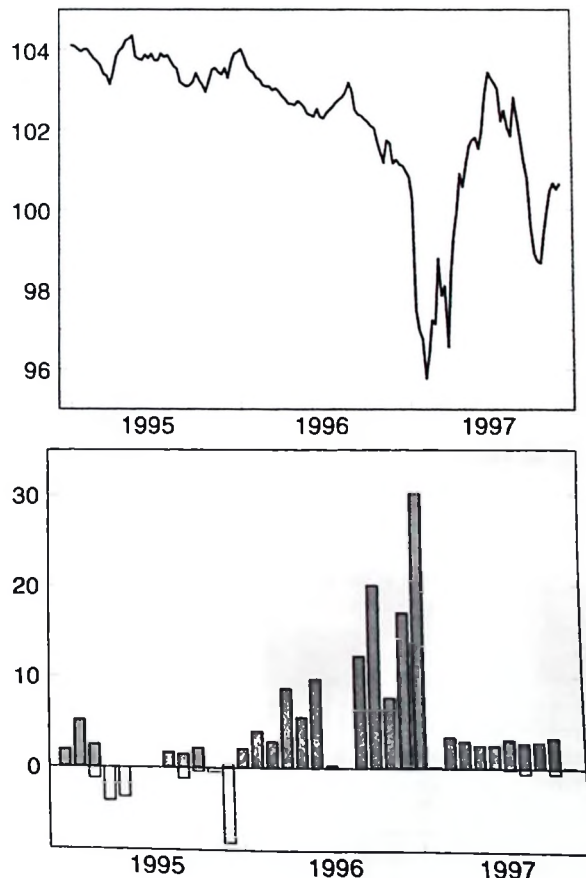
Forskriften for kronens kursordning av 6. mai 1994 fastslår at den operative retningslinjen for pengepolitikken er at den skal innrettes mot å videreføre en stabil valutakurs overfor europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Det er ikke fastsatt særskilte svingningsmarginer, og det er ikke aktuelt å benytte så sterke virkemidler som innen et fastkursregime for å holde kronkursen stabil. I løpet av fjerde kvartal 1996 og de to første ukene av 1997 kjøpte Norges Bank valuta for til sammen om lag 75 milliarder kroner. For 1996 totalt kjøpte Norges Bank valuta for til sammen om lag 90 milliarder kroner, hvorav om lag 45 milliarder kroner ble satt av til Statens petroleumsfond.

I perioden etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992, var kronen stabil helt fram til slutten av 1996. Stabiliteten ble opprettholdt med stort sett beskjedne intervensjoner eller rentendringer. Dette bildet endret seg imidlertid mot slutten av 1996, noe som fremgår av figur 1, som viser valutakursutviklingen og Norges Banks intervensjoner. Appresieringen av norske kroner mot slutten av 1996 og første del av 1997 var for en stor del særnorsk, da valutamarkedene ellers i Europa var forholdsvis rolige.

Store overskudd på statsbudsjettet og driftsbalansen og høy oljepris bidrog gjennom 1996 til forventninger om at kronen ville appresiere. Norge syntes å være kommet langt inn i oppgangskonjunktoren i forhold til de fleste land på kontinentet. Dette indikerte at norske renter ville forbli forholdsvis høye og at kronen ville holde seg sterk. Gjennom 1995 og 1996 foretok mange europeiske sentralbanker, anført av Deutsche

Bundesbank, lettelser i pengepolitikken ved å sette ned rentene. I Norge ble de pengepolitiske styringsrentene i mindre grad redusert. I de tre første kvartalene av 1996 lå for eksempel tremåneders pengemarkedsrenter i Norge gjennom-

Figur 1. Utviklingen i kronkursen (ECU-indeksen) og Norges Banks valutaintervensjoner (milliarder kroner, positive søyler angir valutakjøp)



snittlig 0,45 prosentpoeng høyere enn ECU-renten, og 1,65 prosentpoeng høyere enn tremånedersrenten på tyske mark, mens norske tremånedersrenter i 1995 gjennomgående var lavere enn tilsvarende ECU-rente.

Norges Bank besluttet den 9. og 10. januar 1997 å senke rentene på bankenes innskudd og utlån med til sammen 0,75 prosentpoeng, til henholdsvis 3,25% og 5,25%. I tillegg besluttet Norge Bank for en periode å ikke intervensere i valutamarkedet i vesentlig grad.

Ettersom kronen fortsatte å appresiere etter 10 januar, hadde Norges Bank et valutakurstap på valutaen som ble kjøpt i forsøket på å unngå at kronen styrket seg. I analysen som følger, forsøker vi å tallfeste tap og gevinster for ulike aktører som følge av utviklingen i kronekursen i ukene som fulgte etter valutauroen. Analysen baserer seg på tallmaterialet fra den ukentlige statistikken over valutastrømmer som Norges Bank utarbeider, samt valutakurs- og rentenoteringer fra Norges Banks databaser.

Hovedbildet i analysen er at norske kunder og utlendinger fikk en gevinst som følge av valu-

tauroen i desember og januar. Norges Bank og de norske valutabankene hadde til sammen et tilsvarende tap. Norges Banks andel av tapet er imidlertid langt større enn valutabankenes andel.

I motsetning til under valutauroen i desember 1992, hvor en analyse¹ viste at rentene også spilte en viktig rolle for tap og gevinst, er denne faktoren langt mindre viktig i perioden desember 1996 til januar 1997. Dette har sammenheng med at de norske pengemarkedsrentene konvergente mot de tyske, og de var nesten like i januar 1997.

Etter valutauroen i 1992 sikret utlendingene i noe større grad enn innenlandske kunder mye av gevinsten før kronen igjen styrket seg. Etter uroen rundt årsskiftet 96/97 var det imidlertid norske kunder som i hovedsak realiserte mye av valutakursgevinsten før kronen igjen svekket seg.

De ulike aktørenes gevinst og tap avhenger imidlertid betydelig av tidshorizonten for beregningene. I juni var for eksempel den norske kronen svakere enn rundt årsskiftet. Med dette som beregningstidspunkt ville Norges Bank hatt en gevinst på valutaen som ble kjøpt rundt årsskiftet.

Nærmere om valutastrømmene

En analyse av hvem som har tapt og vunnet på valutauroen og kroneappresieringen fordrer en

¹ «Tap og gevinster på valutauroen i november og desember 1992» av Ole Bjørn Røste og Bjarne Gulbrandsen, Penger og Kreditt 1993.

Tabell 1. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner overfor bankene. Milliarder kroner

	Uke 49-52	Uke 1-2	Uke 3-5	Uke 6-10	Hele perioden
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-14,95	-30,99	0,00	1,38	47,32
1. Spot	-14,95	-30,99	0,00	1,38	47,32
2. Termin					
Anvendt til å dekke opp, dvs. motposter:					
B. Utlandet *	3,14	-18,16	-18,34	2,05	-31,31
1. Spot	1,60	-10,27	-17,43	5,75	-20,35
2. Termin	1,55	-7,89	-0,91	-3,7	-10,95
C. Norske sektorer utenom bankene*	-23,36	-15,01	23,63	-7,2	-21,94
1. Spot	-14,16	-12,38	27,21	3,02	3,69
2. Termin	-3,53	0,74	1,21	-9,03	-10,61
3. Nedbygging av bankenes netto valutafordringer overfor kunder	-5,67	-3,37	-4,79	-1,19	-15,02
D. Annet	5,27	2,18	-5,31	3,74	5,88
4. Økning i bankenes totalposisjon	2,00	0,15	-2,52	-1,22	-1,59
Spesifikasjon					
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:					
VPS-registrerte sertifikater	0,94	-6,6	-13,93	-0,78	-20,37

* Positive tall innebærer valutasalg fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta

oversikt over fordelingen av balanseposter i valuta fordelt på ulike aktører. Datamateriale er tilgjengelig for fire hovedgrupper: Norges Bank, de private valutabankene, utlendinger og norske sektorer utenom bankene. I analysen ser vi på transaksjoner med utgangspunkt i valutauroen i desember 1996 og januar 1997, og kronene Norges Bank tilførte fra uke 49 gjennom intervensjoner i valutamarkedet. Tallmaterialet er hentet fra den ukentlige statistikken over valutastrømmer som Norges Bank utarbeider.

Tabell 1 gir en oversikt over de viktigste motpostene til Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet i perioden 2. desember 1996 til 7. mars 1997. Tabellen viser at Norges Bank i perioden 2. desember til 27. desember (ukene 49-52) kjøpte valuta fra bankene tilsvarende 15,0 milliarder kroner. Bankene solgte i denne perioden valuta til utlendinger for 3,1 milliarder kroner og kjøpte valuta fra norske sektorer for 23,4 milliarder kroner. Bankene kjøpte valuta spot for 14,2 milliarder kroner, mens deres netto valutaforordringer overfor kunder økte med 5,7 milliarder kroner. I tillegg til dette økte bankene sin totalposisjon med 2 milliarder kroner. Tallene indikerer dermed at det var de norske sektorene som var mest aktive kjøpere av kroner i den første delen av perioden vi undersøker.

I perioden 30. desember til 10. januar kjøpte Norges Bank valuta fra bankene for 31 milliarder kroner. Motstykket til dette er at bankene kjøpte valuta fra utlendingene for 18,2 milliarder kroner og 15,0 milliarder kroner fra norske sektorer. I begynnelsen av januar var altså både utenlandske og norske sektorer betydelige kjøpere av kroner. Det meste av kronekjøpene de norske sektorene foretok, var i spotmarkedet, mens utlendingene kjøpte kroner jevnt fordelt på termin og spot.

I ukene 3 til 5 1997 foretok ikke Norges Bank noen intervensjoner i valutamarkedet. Bankene kjøpte valuta fra utlendinger for 18,3 milliarder kroner. Det meste av denne handelen skjedde spot. Bankene solgte valuta til norske sektorer tilsvarende 23,6 milliarder kroner og reduserte sin totalposisjon med 2,5 milliarder kroner. Norske sektorer var altså de første til å selge seg ut av kroner igjen.

I ukene 6 til 10 kjøpte Norges Bank valuta fra bankene for 1,4 milliarder kroner. Utlendingene kjøpte valuta fra de norske valutabankene og gikk dermed ut av kroner totalt sett. De norske

sektorene kjøpte kroner for 7,2 milliarder kroner.

For perioden som helhet kjøpte bankene valuta fra utlendinger for 31,3 milliarder kroner, og 21,9 milliarder kroner fra norske sektorer. Utlاندets salg av valuta er fordelt med 20,4 milliarder kroner spot og 11,0 milliarder kroner på termin. Tilsvarende kjøpte norske sektorer valuta spot tilsvarende 3,7 milliarder kroner og solgte valuta på termin tilsvarende 10,6 milliarder kroner. Norske aktører økte sin valutagjeld til bankene med 15,0 milliarder kroner.

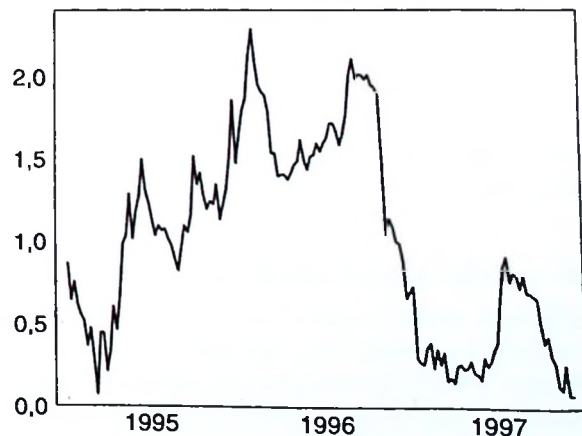
Faktorer som bidrog til gevinst og tap

Etter at Norges Bank midlertidig besluttet å stoppe å intervenere appresierte norske kroner med om lag 4% mot tyske mark. Dette medførte et umiddelbart tilsvarende stort valutakurstap eller en gevinst avhengig av aktørens nettoposisjon i norske kroner etter 10. januar 1997.

Rentegevinst og -tap kan også være en viktig faktor for beregningen av tap eller gevinst på valutahandelen. I tilfeller med forholdsvis store rentedifferanser mellom land vil avkastningen på ulike valutaer divergere mye. Under valutauroen i desember 1992 økte rentedifferansen mellom Norge og Tyskland betydelig, og renteffekten var en viktig komponent. I januar 1997 konvergente derimot rentedifferansene mot 0, og effekten fra forskjellen i renter var svært liten. Figur 2 viser utviklingen i rentedifferansen mellom Tyskland og Norge.

For å kunne tallfeste de forskjellige effektene har analysen i dette notatet basert seg på en del forenkling forutsetninger. En viktig forutset-

Figur 2. Differansen mellom norske og tyske tremånedersrenter. Prosentpoeng



ning er at all handel er foregått mellom norske kroner og tyske mark. Vi betrakter derfor utelukkende valutakursen mellom tyske mark og norske kroner. Vi har anvendt gjennomsnittet av daglig midtkurs mellom norske kroner og tyske mark innenfor hver uke. Renteeffekten beregnes ut fra ukentlig gjennomsnitt for differansen mellom den norske og tyske tremånedersrenten i swapmarkedet.

I perioden 2. til 20. januar emitterte staten statssertifikater for om lag 41 milliarder kroner for å trekke inn kronelikviditeten som ble tilført ved valutaintervensjonene. Dette påførte staten betydelige rentekostnader. Statssertifikater pålydende 17 milliarder kroner ble emittert før Norges Bank senket sine administrative renter 9. og 10. januar. Rentene på disse to sertifikatene lå henholdsvis 1,05 og 0,75 prosentpoeng høyere enn tilsvarende tyske renter. Rentene på to siste emisjonene var imidlertid kun henholdsvis 0,35 og 0,30 prosentpoeng høyere enn tilsvarende tyske renter. Ifølge Norges Banks valutastatistikk nettokjøpte utlendinger sertifikater for nesten 21 milliarder kroner i løpet av ukene 1 til 4. Dette impliserer at norske kunder og valutabankene nettokjøpte sertifikater til sammen for om lag 20 milliarder kroner i samme periode. I analysen nedenfor er statens rentekostnader tillagt Norges Bank, mens den motsvarende rentegevinnt for de andre aktørene ikke er tatt hensyn til.

I perioder med uro i valuta- og rentemarkedene øker tradisjonelt bankene forskjellen mellom kjøps- og salgspriser på valuta. I forhold til i rolige perioder vil således bankene kunne få en transaksjonsgevinst. Omsetningen i norske kroner rundt årskiftet var i tillegg forholdsvis stor. Trolig har valutabankene fått en transaksjonsgevinst både som følge av det økte volumet som ble omsatt, og på noe videre marginer. I januar ble forskjellen mellom kjøps- og salgpris i interbankmarkedet økt fra 10 øre til 50 øre pr. 100 tyske mark, men senere redusert til 30 øre. Sannsynligvis har dette også medført en økning i forskjell mellom kjøps- og salgspriser som ble tilbudt valutabankenes kunder.

De enkelte aktørers tap og gevinst

I tabellene nedenfor ser vi på utviklingen i tap og gevinster for valuta solgt og kjøpt i perioden fra uke 49 i 1996 til tre ulike beregningstidspunkter. I tabell 2 vises tap og gevinster for Norges Bank

Tabell 2. Norges Banks tap og gevinst som følge av valutauroen i januar 1997 (millioner kroner). Valuta omsatt fra uke 49/96

Gevinst på:	13.-17. jan. 1997	3.-7. feb. 1997	3.-7. mars 1997
Valutakurs	- 1 570	- 2 310	- 1 220
Rente	- 80	- 95	- 95
Sum	- 1 650	- 2 405	- 1 315

beregnet pr. utgangen av uke 3, 6 og 10 på valutaen Norges Bank omsatte fra uke 49. I tabell 3 ser vi på tap og gevinst beregnet pr. uke 3, 6 og 10 i 1997 på valutaen innenlandske kunder omsatte, og tabell 4 og 5 viser tilsvarende tall for utlendinger og de norske valutabankene.

Norges Banks tap som følge av kroneappresieringen i januar 1997

Ved å betrakte ukene 3, 6 og 10 viser beregningene at det urealiserte valutakurstapet på Norges Banks valutakjøp fra uke 49 var på henholdsvis 1,6, 2,3 og 1,2 milliarder kroner. I hele perioden var i tillegg norske renter høyere enn tyske renter. I tabell 1 er rentetapet beregnet samlet for Norges Bank og staten. Det meste av rentetapet skyldes utstedelsen av statssertifikater tidlig i januar. I perioden var i tillegg norske renter høyere enn tyske renter. Rentetapet er beregnet til om lag 80-95 millioner kroner, da det ble solgte høyt forrentede norske kroner og kjøpt lavt forrentede tyske mark. Rentetapet til Norges Bank og staten utgjorde imidlertid kun 4-7% av det totale tapet. Det urealiserte valutakurstapet økte fram til uke 6, da det var kommet opp i om lag 2,3 milliarder kroner. I midten av mars var imidlertid kronen svakere, og det urealiserte valutakurstapet var bortimot halvert fra tidlig i februar.

En viktig årsak til det store valutakurstapet var at Norges Bank kjøpte forholdsvis store valutabeløp i ukene 49 til 52 i 1996. Etter dette styrket kronen seg betraktelig, og valutaen Norges Bank kjøpte i desember var således relativt dyr. Da norske renter var høyere tidlig i perioden, bidrog kronene Norges Bank tilførte gjennom intervensjoner tidlig i perioden i tillegg til en noe større renteulempe for Norges Bank sett i forhold til kronene som ble tilført senere.

Fra 3. til 7. februar hadde kronen sine sterkeste noteringer siden Norges Bank sluttet å inter-

venere 10 januar 1997. Dette er bakgrunnen for den forholdsvis store økningen i Norges Banks urealiserte valutakurstap fra januar til februar. I mars begynte imidlertid kronen igjen å svekke seg, og Norges Banks urealiserte valutakurstap ble bortimot halvert. I slutten av februar begynte dessuten Norges Bank å gjenoppta valutakjøpene, og kjøpte valuta på nivåer hvor kronen var sterk.

Det er viktig å merke seg at denne analysen ikke gir noe helt korrekt bilde av tap og gevinster for Norges Bank. I periodene som analyseres i dette notatet, kjøpte Norges Bank også andre valutaer enn tyske mark. Mange av disse valutaene har hatt høyere renter enn norske kroner. I tillegg har noen av valutaene appresiert mot kronen. Det gjelder for eksempel amerikanske dollar og engelske pund, som veier tungt i fordelingen av både Norges Banks valutareserver og i Statens petroleumsfond. Norges Banks urealiserte valutakurstap og rentetap som fremgår av denne analysen, er derfor trolig noe overvurdert.

Innenlandske kunders gevinst som følge av kroneappresieringen i januar 1997

Gjennom hele 1996 kjøpte de innenlandske aktørene utenom bankene nesten tilsvarende kronebeløp som Norges Bank solgte gjennom intervensjoner. Kronen appresierte jevnt gjennom hele 1996, og de norske kundenes valutakursgevinst økte jevnt med appresieringen. Ser vi spesielt på valutaen de solgte fra uke 49, er valutakursgevinsten på 1,4, 1,7 og 1,2 milliarder kroner beregnet på henholdsvis uke 3, 6 og 10. Valutakursgevinsten ble forholdsvis lite redusert i ukene etter at kronen begynte å svekke seg i mars. Det innebærer at kundene solgte forholdsvis mye mer av sine norske kroneposisjoner før kronen svekket seg i forhold til for eksempel utlendingene. I hele perioden var renteeffekten

forholdsvis liten i forhold til effekten fra valutakursendringene. Det er imidlertid viktig å merke seg at en del av kronebeholdningene til de norske kundene sannsynligvis ble plassert i statssertifikatene som ble emittert i januar. Rentegevinsten var derfor trolig noe større enn analysen indikerer.

Utlendingers gevinst som følge av kroneappresieringen i januar 1997

Utlendingers valutahandel fra uke 49 medførte en valutakursgevinst på om lag 0,5, 1 og 0,3 millioner kroner beregnet ved henholdsvis uke 3, 6 og 10. Fram til 7 februar hadde utlendinger ennå ikke gått ut av norske kroner i den grad for eksempel norske kunder hadde. De hadde således en stor gevinst på den sterke kronen. Da kronen svekket seg i mars hadde utlendinger fortsatt ikke realisert gevinsten på sine kroneposisjoner, og valutakursgevinsten ble mer enn halvert fra uke 6 til 10. Valutakursgevinsten for utlendinger ble begrenset av at de begynte å kjøpe kroner sent, og at de faktisk var netto selgere av kroner tidlig i perioden.

Beregnete rentegevinster for utlendingene fremstår som forholdsvis små. Norges Banks valutastatistikk viser imidlertid at utlendingene var store nettokjøpere av statssertifikater tidlig i januar. I løpet av de fire første ukene i 1997 kjøpte utlendinger statssertifikater for til sammen nesten 22 milliarder kroner. Dette er det ikke tatt hensyn til i beregningene, så rentegevinsten kan derfor trolig oppjusteres fra det analysen antyder.

Valutabankenes tap og gevinst som følge av kroneappresieringen i januar 1997

Analysen antyder at norske valutabanker tapte på valutahandelen fra uke 49. Valutakurstapet

Tabell 3. Innenlandske kunders tap og gevinst som følge av valutauroen i januar 1997 (millioner kroner). Valuta kjøpt fra uke 49/96

Gevinst på:	13.-17. jan. 1997	3.-7. feb. 1997	3.-7. mars 1997
Valutakurs	1 400	1 740	1 180
Rente	30	30	30
Sum	1 430	1 770	1 210

Tabell 4. Utlendingers tap og gevinst som følge av valutauroen i januar 1997 (millioner kroner). Valuta kjøpt fra uke 49/96

Gevinst på:	13.-17. jan. 1997	3.-7. feb. 1997	3.-7. mars 1997
Valutakurs	450	950	280
Rente	30	30	30
Sum	580	980	310

varierer fra 380 millioner kroner i februar til 240 millioner norske kroner i mars. Dette indikerer at tapet kom tidlig i perioden. De norske valutabankene var nettoselgere av norske kroner tidlig i perioden. Renteeffekten for bankene var om lag null. I likhet med Norges Bank, økte tapet til valutabankene i uke 6. Tapet gikk imidlertid noe tilbake som følge av svekkelsen av kronen fram til uke 10.

Tabell 5. Valutabankenes tap og gevinst som følge av valutauroen i januar 1997 (millioner kroner). Valuta kjøpt fra uke 49/96

Gevinst på:	13.-17. jan. 1997	3.-7. feb. 1997	3.-7. mars 1997
Valutakurs	- 280	- 380	- 240
Rente	0	0	0
Sum	- 280	- 380	- 240

EURO-INNFØRINGEN - KONVERTERINGSSCENARIET OG RETTSLIGE KONSEKVENSER FOR FINANSIELL FORMUE I EU-VALUTAER

Andreas Sand, spesialrådgiver i Juridisk avdeling, og Anders Svor, spesialrådgiver i Internasjonal avdeling i Norges Bank

Opprettelsen av en økonomisk og monetær union og innføringen av euro vil ha en rekke konsekvenser for Norges Bank. Ett tema er rettslige spørsmål i forbindelse med en norsk, offentlig eid finansformue i utlandet. I denne artikkelen vil vi først gi en oversikt over de ulike faser ved innføringen av euro og deretter se på relevante rettslige sider av konverteringen.

Innledning

Det er to hovedspørsmål som har vært drøftet inngående under forberedelsen av EUs lovgivning for euro-konverteringen:

1. *Kontinuitet for langsiktige finansielle kontrakter:* Kan endring fra nasjonal til felles valuta i et langsiktig låneforhold i form av f. eks. statsobligasjoner, påberopes som en bristende forutsetning for avtalen dersom kurs- og renteforholdene for en fellesvaluta utvikler seg negativt sammenliknet med en rimelig begrunnet prognose for den nasjonale valutaen isolert sett?
2. *Omregning av såkalte «privat ECU»-fordringer:* Når det ikke foreligger en klar felles oppfatning mellom to avtaleparter om hva de sikter til med en kortfattet henvisning til begrepet «ECU», hvordan skal konverteringen av fordringen til euro gjennomføres?

Det har også vært drøftet hva konsekvensene av euro-innføringen vil være for enkelte derivat typer. Vil for eksempel en avtale som gjelder kursutviklingen for to valutaer som erstattes av euro (valutaswapper) bortfalle, når hovedformålet - sikring mot kurssvingninger mellom to valutaer over en periode - er uaktuelt?

Prosessen fram mot ØMU

Maastricht-traktaten, som ble undertegnet i februar 1992, åpnet for at innføringen av en felles valuta i EU kunne finne sted fra 1. januar 1997 gitt at et flertall av medlemsstatene oppfylte de

såkalte konvergenskravene. Det ble imidlertid tidlig klart at dette ikke ville skje, og Det europeiske råd¹ bestemte allerede i desember 1995 i Madrid at tredje fase skal iverksettes den 1. januar 1999. På dette møtet ble også referansescenariet for innføring av den felles valuta fastlagt.

På de fleste områder er det en betydelig fremgang å spore når det gjelder de praktiske forberedelser til tredje fase. På Det europeiske råds møte i Amsterdam i juni i år kom man fram til endelig enighet om stabilitets- og vekstpakten, som skal sikre finanspolitisk disiplin etter iverksettelsen av den monetære union². Man ble også enige om å etablere ERM2, en frivillig valutakursordning mellom euro og valutaene til de medlemsland som (i en overgangsperiode) blir stående utenfor den monetære union. Videre gav Det europeiske råd sin tilslutning til de to rådsforordninger vedrørende euroens legale status.

Også på politisk hold synes uttalelsene å bli mer forpliktende når det gjelder iverksettelse i henhold til timeplanen. De utvetydige politiske signalene fra medlemslandene og den betydelige fremgangen i de praktiske forberedelsene tilsier at man må planlegge ut fra den forutsetning at den monetære union blir realisert i 1999.

I den offentlige debatten er oppmerksomheten derfor i større grad blitt rettet mot hvilke land

¹ Det europeiske råd består av medlemsstatenes stats- eller regjeringsjefer og presidenten i EU-kommisjonen, assistert av utenriksministrene og et annet medlem av EU-kommisjonen. Det europeiske råd møtes vanligvis to ganger i året.

² Stabilitets- og vekstpakten ble omtalt i artikkelen «EUs monetære union og kravene til offentlige finanser» i Penger og Kredit 1997/3.

som vil, bør, eller får lov til å delta. Beslutningen om hvilke land som er kvalifisert til deltakelse i den monetære union, vil bli fattet den første helgen i mai 1998. Det som allerede synes klart, er at verken Danmark, Storbritannia, Sverige eller Hellas vil delta fra begynnelsen av når den felles valutaen innføres. Danmark erklærte for flere år siden at de ville benytte seg av den såkalte «opt out»-klausulen som ble fremforhandlet i forbindelse med Maastricht-traktaten, og som gir landet rett til ikke å delta i den monetære union. Også Storbritannia forhandlet seg fram til en slik rettighet, og den britiske regjeringen inntok i oktober 1997 det standpunkt at Storbritannia ikke går med i den monetære union fra januar 1999. Selv om Sverige formelt sett i henhold til traktaten ikke har rett til å reservere seg mot deltakelse,

er det klart at Sverige ikke innfører den felles valuta in 1999. Hellas skulle nok ønske deltakelse, mens innser at avstanden til konvergenskravene er for stor.

Referansescenariet for innføring av euro

Det europeiske råd vedtok i desember 1995 det scenariet for innføring av den felles valuta som var trukket opp av Ecofin (Rådet av økonomi- og finansministrene), basert på EU-kommisjonens «grønnbok» om innføringen av den felles valuta (fremlagt i slutten av mai 1995) og tilråding fra EMI.

Tredje fase skal iverksettes den 1. januar 1999 med en ugjenkallelig fastlåsing av de deltakende

Referansescenariet for innføring av euro

Desember 1995	Det europeiske råd vedtar scenariet for innføringen av euro.
Juni 1997	Rådet gir sin tilslutning til forordninger vedrørende euroens legale status.
Mai 1998	Rådet (i sammensetningen av stats- og regjeringssjefene) avgjør hvilke land som er kvalifisert til å delta i den monetære union fra 1. januar 1999.
Snarest råd etter mai 1998	i) Den europeiske sentralbank (ESB) etableres ved at dens hovedstyre oppnevnes av Rådet (i sammensetningen av stats- og regjeringssjefene). ii) Fastleggelse av datoen for innføring av sedler og mynt i euro. iii) Produksjonen av sedler og mynter i euro påbegynnes.
Fram til 1. januar 1999	Avsluttende forberedelser for ESB, herunder vedtak om pengepolitisk strategi og instrumenter.
1. januar 1999	Ugjenkallelig fastlåsing av omregningskursene mellom de deltakende valutaene og mot euro, samt ikrafttredelse av lovgivning om innføringen av euro (rettslig status, kontraktskontinuitet, avrunding, mv.)
Fra 1. januar 1999	i) Fastleggelse og gjennomføring av den felles pengepolitikk i euro. ii) Gjennomføring av valutatransaksjoner i euro. iii) Drift av TARGET-betalingssystemet iv) Utstedelse av ny statsgjeld i euro.
1. januar 1999 til senest 1. januar 2002	i) Omveksling av pengesedler med pålydende i ugjenkallelige fastlåste valutaer til pari-kurs. ii) Overvåke overgangen til euro i bank- og finanssektoren. iii) Bistand til alle økonomiske sektorer med henblikk på en velordnet overgang til euro.
Senest 1. januar 2002	Sedler og mynter i euro settes i omløp, og inndragning av nasjonale sedler og mynter påbegynnes.
Senest 1. juli 2002	i) Overgangen til euro innen offentlig forvaltning fullføres. ii) De nasjonale sedler og mynter mister sin status som lovlig betalingsmiddel.

medlemsstatenes valutakurser innbyrdes og mot euro. Den europeiske sentralbank (ESB) skal opprettes i så god tid at den kan avslutte alt forberedende arbeid og starte sin virksomhet fullt ut fra 1. januar 1999. Fra denne dag skal pengepolitikken og valutapolitikken gjennomføres i euro.

Nye statslån vil bli utstedt i euro fra første dag av den monetære union. Sammen med en felles pengepolitikk i euro er det ventet at dette vil føre til at en stor del av aktivitetene i penge-, kapital- og valutamarkedene fra første dag vil bli gjennomført i euro. Flere land har uttalt at de tar sikte på å konvertere utestående statsgjeld denominert i nasjonal valuta til euro når den monetære union iverksettes. Strengt tatt behøver ikke landene å gjøre dette før 1. januar 2002, da innføringen av euro skal være endelig gjennomført. Hensynet til så raskt som mulig å utvikle store og likvide kapitalmarkeder i euro tilsier imidlertid at en slik redenominering foretas så fort som praktisk mulig.

I scenariet er det lagt opp til at konvertering fra nasjonal valuta til euro i seg selv ikke skal påvirke kontinuiteten i ulike kontraktsforhold. Beløp skal konverteres fra nasjonal valuta til euro etter den omregningskurs som er fastsatt av Rådet. Når det gjelder fastforrentede verdipapirer og lån, skal ikke konverteringen medføre endringer i den pålydende rente, med mindre dette fremgår av avtalene. Kontrakter utformet på basis av den offisielle ECU skal i overensstemmelse med traktaten konverteres til euro i forholdet 1:1, gitt at ikke annet følger av kontrakten.

Senest den 1. januar 2002 vil sedler og mynt i euro settes i sirkulasjon parallelt med de nasjonale valutaer. I løpet av maksimalt seks måneder skal de nasjonale sedler og mynter trekkes ut av sirkulasjon, og euro blir eneste lovlige betalingsmiddel.

I overgangsperioden inntil 1. juli 2002 må det sikres at euro og de nasjonale valutaer er juridisk likestilt. I denne perioden kan euro fritt anvendes av private økonomiske beslutningstakere, men samtidig skal det ikke være noen plikt til å anvende den.

Rådsforordninger om euroens legale status

I Kommisjonens «grønnbok» ble det pekt på at nødvendige lovgivningstiltak utenom de som

gjelder selve konverteringen til euro, måtte forberedes i god tid før 1. januar 1999. Det europeiske råd anmodet under sitt møte i desember 1995 om at det tekniske forarbeidet knyttet til euroens legale status måtte være avsluttet innen utgangen av 1996.

Bestemmelsene om en innføring av euroen som en felles valuta for medlemmene av den monetære union er hjemlet i Maastrichttraktatens artikkel 109L(4). Beslutninger etter denne paragrafen kan imidlertid kun fattes av medlemmene av den monetære union når tredje fase iverksettes den 1. januar 1999, og vil gjelde kun for de landene som deltar i tredje fase.

Hensynet til stabilitet i de finansielle markeder fram mot iverksettelsen av tredje fase tilsa at deler av euroens legale status ble avklart så tidlig som mulig. I og med at innføringen av den felles valuta også vil berøre de medlemslandene som ikke deltar i tredje fase (om lag 1600 rettsforskrifter mv. berøres av innføringen), var det også viktig å finne et hjemmelsgrunnlag som sikrer euroens legale status i disse landene.

Dette er bakgrunnen for at Kommisjonen i oktober 1996 fremmet to forslag til forordninger, som må sees i sammenheng. De tar blant annet sikte på å gi klare rettslige løsninger i spørsmålet om videreføring eller innfrielse av langsiktige kontrakter og for omregning av fordringer i ECU. Den ene forordningen er hjemlet i traktatens artikkel 235, som vedrører tiltak som synes nødvendige for å virkeliggjøre Fellesskapets mål når det gjelder det felles marked. Vedtak med hjemmel i denne artikkelen vil gjelde alle medlemsstatene i EU. Den andre forordningen er hjemlet i artikkel 109L(4) og vil gjelde kun for de landene som deltar i ØMU. Det europeiske råd gav i juni i år sin tilslutning til forslagene. Rådet vedtok deretter artikkel 235-forordningen, mens artikkel 109L(4)-forordningen formelt sett først kan vedtas når det er bestemt hvilke land som skal delta i ØMU³.

Som grunnlag for Kommisjonens arbeid med forslagene til rådsforordninger ble det i løpet av 1996 gjennomført omfattende drøftinger mellom Kommisjonen, EMI og representanter for de sentrale finansielle markedsplassene i EU om problemstillingen «legal status for euro».

Hovedspørsmål har for det første vært hvordan konverteringen av ECU-fordringer - private og offisielle - skal skje, og særlig hva som må gjøres for å sikre euroens legale status i land som ikke

deltar i den monetære unionen. For det andre har spørsmålet vært om det er påkrevet med særskilte rettslige tiltak for å avverge at investorer benytter endringen av pengeenhet i langsiktige finansielle fordringer som påskudd til å kreve innfrielse før rentjustering eller forfall. Søksmål på et slikt grunnlag ville generere en usikkerhet i finansmarkedene som kunne være skadelig for iverksettelsen av pengeunionen. En måte å beskytte seg mot slik usikkerhet ville være å innføre lovregler som fastsatte at kontraktene skulle videreføres.

Forordningen med hjemmel i artikkel 235 («Rådets forordning om visse bestemmelser vedrørende innføringen av euro», heretter kalt forberedelsesforordningen), som altså vil gjelde for alle medlemsstatene i EU, omhandler bestemmelser om:

- at alle referanser til ECU i kontrakter og andre legale instrumenter skal erstattes med euro i forholdet 1 euro for 1 ECU.
- kontinuitet i kontraktsforhold denominert i nasjonal valuta eller ECU og som forfaller etter 1. januar 1999. Betingelser knyttet til rentebetalinger, forfall mv. skal ikke påvirkes som følge av innføringen av den felles valuta. Spesielt pekes det på at innføringen av euro i seg selv ikke skal gi en part i et kontraktsforhold rett til ensidig å endre eller avslutte kontraktsforholdet med mindre det er gjort særskilt avtale om dette.
- at de ugjenkallelige fastsatte omvekslingskursene skal uttrykkes med seks signifikante sifre.
- avrundingsregler.

Forslaget med hjemmel i artikkel 109L(4) («Rådets forordning om innføringen av euro», heretter kalt konverteringsforordningen) vil gjelde kun for de medlemsstater som deltar i tredje fase, og har som siktemål å sikre en rask

³ Forordningen med hjemmel i artikkel 235 (Rådets forordning (EF) nr. 1103/97 av 17. juni 1997) er gjengitt i EFT nr. L162 av 19. juni 1997, mens forslaget til forordning med hjemmel i artikkel 109L(4) er publisert i EFT nr. C236 av 2. august 1997. Dokumentene finnes også på EUs Internett-sider (<http://euro.pa.eu.int/euro/>).

innføring av euroen som felles valuta for disse medlemsstatene. Rådsforordningen vil gi bestemmelser om at:

- euroen er valutaen for deltakerne i den monetære union, og at den skal erstatte de nasjonale valutaer til de ugjenkallelige fastsatte omvekslingskursene.⁴
- i overgangsperioden fram til senest 1. januar 2002 (det tidspunkt sedler og mynt i euro foreligger) skal de nasjonale valutaer betraktes som denominasjoner av euro.
- i overgangsperioden kan alle økonomiske beslutningstakere som ønsker det, benytte euro (i stedet for den nasjonale valuta), men det skal samtidig ikke være noen plikt til å benytte den (prinsippet om «no compulsion, no prohibition»). De nasjonale valutaer beholder således fullt ut sin status som lovlig betalingsmiddel.
- senest 1. januar 2002 skal det foreligge sedler og mynt i euro, og disse skal ha status som lovlig betalingsmiddel fra første dag.
- etter overgangsperioden kan de nasjonale valutaer beholde sin status som lovlig betalingsmiddel i inntil seks måneder.

Rettslige problemstillinger i valuta- og finansmarkedene

Bakgrunn

Ifølge tall fra EU-kommisjonen var 37 % av internasjonale obligasjoner utstedt i europeiske valutaer pr. desember 1995. Disse valutaene hadde nesten samme andel av porteføljeinvesteringene (privat sektor) på verdensbasis. I et slikt perspektiv og ut fra andelen av europeiske valu-

⁴ Formelt sett innføres euro som valutaenhet fra første dag i de landene som deltar i den monetære union, og de nasjonale valutaer vil opphøre å eksistere i legal forstand. I og med at det på dette tidspunkt ennå ikke foreligger sedler og mynter i euro, må man imidlertid av rent praktiske årsaker i «dagliglivet» fortsatt benytte de nasjonale valutaer. De nasjonale valutaer vil derfor bli benevnt som denominasjoner eller under-enheter av euro. Selv om man således i overgangsperioden vil beholde de nasjonale valutaer, har man i legal og økonomisk forstand inngått en monetær union.

Bestemmelsene om kontraktskontinuitet, mv

Bestemmelsene om at euro skal erstatte ecu og prinsippet om kontraktskontinuitet er nedfelt i henholdsvis artikkel 2 og 3 i Rådets forordning (EF) nr. 1103/97 «om visse bestemmelser vedrørende innføringen av euro».

I dansk oversettelse lyder artiklene:

Artikkel 2

1. Enhver henvisning i et retligt instrument til ecuen som angivet i traktatens artikkel 109G og som definert i forordning (EF) nr 3320/94 erstattes af en henvisning til euroen i forholdet 1 EURO : 1 ECU. Henvisninger i et retligt instrument til ecuen uden en sådan definition skal formodes at være henvisninger til ecuen som angivet i traktatens artikkel 109G og som definert i for-

ordning (EF) nr. 3320/94, idet en sådan formodning kan avkræftes under hensyntagen til partenes hensigter.

2. Forordning (EF) nr. 3320/94 opphæves.

3. Denne artikkel anvendes fra den 1. januar 1999 i overensstemmelse med afgørelsen i medfør av traktatens artikkel 109J, stk. 4.

Artikkel 3

Inførelsen av euro ændrer ikke betingelserne i et retligt instrument, fritager ikke for opfyldelse av betingelserne i et retligt instrument og giver ikke nogen af parterne ret til ensidigt at ændre eller bringe et sådant retligt instrument til ophør. Denne bestemmelse gjelder med forbehold af parternes eventuelle aftaler.

taer i norsk offentlig formue utenlands er det viktig å få avklart om euro-innføringen - ut fra ulovfestede rettsprinsipper om endrede forutsetninger i langsiktige kontrakter og enkelte avtalers formål - kan ha slike virkninger at finansielle fordringer kan kreves innfridd eller reforhandlet. Dersom euro-konverteringen rettslig sett skulle få slike effekter, ville det i høy grad øke den usikkerhet de europeiske finansmarkedene, deltakerlandene og større institusjonelle investorer må håndtere i forbindelse med EUs monetære union.

Land som kommer til å delta i valutaunionen, de øvrige medlemslandene i EU og utenforstående tredjeland har i utgangspunktet forskjellig tilknytning til den endelige beslutning om innføringen av euro. De tre hovedspørsmålene vil derfor i det følgende bli behandlet for seg for euroområdet, rest-EU og tredjeland.

Kontraktskontinuitet generelt

Læren om bristende forutsetninger går (i Norge) ut på at en part kan kreve seg løst fra avtalen eller kreve dens innhold endret dersom

- det inntreffer uventede forhold økonomisk sett som ikke kunne forutsettes ved inngåelsen av avtalen,

- den annen part måtte forstå at nettopp det forhold som har utviklet seg uventet, var motiverende og
- det dessuten er rimelig at vedkommende kan få justert eller komme ut av avtalen.

Det stilles svært strenge krav til graden av urimelighet før en avtale kan revideres eller falle bort. De europeiske jurisdiksjoner som er viktige i finansmarkedene (Tyskland, Storbritannia og Frankrike) har lignende avtalerettslige prinsipper med noe ulik utforming. Et fellestrekk er det likevel at når begrunnelsen for å kansellere avtalen er at utviklingen i markedet etter avtaleinngåelsen bare gir vedkommende en redusert fortjeneste, er det ikke mulig å vinne fram med et krav om avvikling eller omlegging av avtalen. Virkningen av de uforutsette forhold må være drastisk for den part som vil avvikle eller revidere avtalen.

Et hovedpoeng er under enhver omstendighet hva den part som ønsker seg løst fra avtalen, kunne forutse ved avtaleinngåelsen. Dersom en finansiell avtale er inngått etter at det ble klart at EU-landene forpliktet seg til å opprette en økonomisk og monetær union, kan ikke euro-innføringen være en bristende forutsetning. En investor som for eksempel har kjøpt et tysk

statspapir etter 1. november 1993, kan ikke kreve papiret innfridd dersom markedsverdien utvikler seg sterkt negativt på grunn av ØMU. Det var på denne dato Maastricht-traktaten trådte i kraft.

Euro-området

Uansett tidspunktet for inngåelse av en avtale som berøres av euro-innføringen, slås det i den vedtatte forordningen artikkel 3 fast som et generelt prinsipp at dersom partene ikke har avtalt noe annet, skal konverteringen til euro ikke gi en part rett til å kreve justeringer i bestående avtaler eller påberope dette som grunnlag for innfrielse straks. Dette betyr at alle forhold i en finansiell avtale i utgangspunktet består uendret, med unntak av selve angivelsen av beløp og pengeenhet. Dette omgjøres, i kraft av den kommende konverteringsforordningen, til et beløp i euro. Uansett hva som skjer i markedene til ugunst for en investor, kan ikke vedkommende kreve rentejustering eller innfrielse før forfall. At den nominelle rente ikke kan kreves endret i et fastrente-instrument, er særskilt nevnt i preambelen til juni-forordningen.

Unntak kan gjøres når partene har avtalt noe annet, for eksempel når det er avtalt at det som et alternativ kan kreves betaling i en gangbar tredjelandsvaluta, som sveitsiske franc, amerikanske dollar eller japanske yen.

Det har i kommentarer til artikkel 3 i forberedelsesforordningen vært pekt på at det kan tenkes at det finnes langsiktige avtaler som har en såvidt romslig *force majeure*-klausul at denne med rette kan påberopes som et grunnlag for oppsigelse eller reforhandling av avtalen.

Prinsippet om kontraktskontinuitet løser ikke problemet med eventuelle avtaler som viser til en flytende rente som ikke lenger vil bli notert. Den europeiske bankforeningen (Fédération Bancaire Européenne) og den britiske bankforeningen (British Banker's Association) har begge kunngjort at de vil beregne en interbankrente for euro-sonen, benevnt henholdsvis Euribor og Eurolibor. Men i hvilken grad disse skal erstatte en henvisning til nasjonale interbankrenter som beregnes i dag (som for eksempel Libor i London, Pibor i Paris og Fibor i Frankfurt), vil måtte avgjøres gjennom reforhandling av avtaler eller et eventuelt søksmål.

Rest-EU

For Kommisjonen (i 1996) besluttet å utforme regelsettet om euro-innføringen på en slik måte at nødvendige deler av konverteringsreglene har vanlig gjennomslagskraft i samtlige medlemsland, ble det avgitt betenknninger som rimelig klart konkluderte med at alminnelige folkerettslige regler isolert sett ville innebære at kontraktskontinuitet ved konverteringen av valutaer til euro også ville bli lojalt håndhevet av domstolene i Storbritannia i tilfelle søksmål. Regelen kalles gjerne prinsippet om monetær suverenitet. Den Internasjonale Domstol i Haag har uttalt at det hører under en stats suverenitet å treffe beslutninger om sin pengeenhet, så som å endre dens eksterne verdi eller innføre en helt ny pengeenhet. Andre staters myndigheter innbefattet domstolene plikter å respektere slike beslutninger og medvirke til å håndheve dem i søksmål som gjelder vedkommende valuta. Søksmål i tredjeland om kompensasjon ved devaluering vil regelmessig ikke føre fram. Prinsippet om monetær suverenitet suppleres av en ulovfestet lovvalgsregel - *lex monetae* - for selve avtalen mellom partene, som innebærer at det er lovgivningen om pengevesenet i den kontraktfestede valutas hjemland som avgjør hvordan en fordring skal oppfylles.

For å fjerne enhver tvil omkring kontraktskontinuitet for finansielle kontrakter i bl. a. Londonmarkedet, tok imidlertid Kommisjonen hensyn til utspill fra representanter for City. Forordningen av juni 1997 er utformet slik at euro-innføringen og gjennomføringstiltakene får lovs kraft også i Storbritannia og rest-EU generelt.

Tredjeland

Enkelte stater i USA (New York, Illinois/Chicago og California) har i løpet av 1997 vedtatt lovregler som skal sikre kontraktskontinuitet ved euro-innføringen. Dette er de delstatene som har betydelige finansmarkeder internasjonalt sett. Ved forberedelsen av lovgivningen for New York hadde det avgjørende vekt at det forelå et stort tilfang av finansielle kontrakter som gjaldt tyske mark og franske franc og som uttrykkelig var underlagt New York-rett i kraft av partenes avtaler. I forarbeidene ble det lagt til grunn at det folkerettslige prinsippet om såkalt «monetær suverenitet» ikke gjaldt innenfor jurisdiksjonen New York. Det ble også pekt på at spørsmål som

internasjonal gjennomslagskraft for 1:1-omregningen av «privat ECU» ikke ble omfattet av denne folkerettsregelen, idet en slik valutakurv ikke er valutaenhet for en suveren stat.

Rettsstillingen i Japan er dokumentert av jurister fra finansdepartementet, sentralbanken og større advokatfirma i Tokyo ut fra en momentliste utformet av Financial Law Panel i London.⁵ Det foreligger ikke forslag om lovgivning for Japan, eller for kontrakter som følger japansk rett.

Hovedkonklusjonen i rapporten er at utfallet av et søksmål om en eventuell avtale i en tidligere euro-valuta i siste instans vil ligge under domstolens skjønn. Tradisjonelt har disse vært lite villige til å gi medhold i krav om kontraktsrevisjon ut fra bristende eller endrede forutsetninger. Men dersom man ut fra Japans ståsted mener at EU ved konverteringen ikke følger alminnelige prinsipper om «transparency and economic logic», er det mer sannsynlig at japanske domstoler likevel ikke vil respektere EU-organenes gjennomføringsregler. Det er ikke uten videre klart hva de japanske rapportørene kan ha ment med et slikt forbehold.

For Sveits foreligger ingen rapport som for Japan. Det er ikke planer om å gi lovregler om kontraktskontinuitet i forbindelse med euro-konverteringen. Sveitsiske myndigheter legger til grunn at bare et meget beskjedent antall derivatavtaler kan gi opphav til rettslig tvist.

Avtaler i «privat ECU»

Det har lenge vært klart at enkelte av de valutaene som er med i EUs offisielle avregningsenhet ECU ikke vil gå inn i euro pr. 1. januar 1999. Det vil altså være et avvik mellom euro og den ECU-enhet man har kjent til ved inngåelse av langsiktige kontrakter. Men et slikt avvik har altså vært mulig å forutse. For økonomiske transaksjoner mellom EU og (samtlige) medlemsland innebærer artikkel 2 (første setning) i forberedelsesforordningen at 1 «gammel» ECU skal omregnes til euro i forholdet 1:1.

Dersom en part i en finansiell avtale skulle hevde at begrepet «ECU» betyr et beløp regnet ut slik den «gamle» enheten i sin tid var sammensatt av 12 valutaer, er det i artikkel 2 (annen

setning) bestemt at enhver henvisning til «ECU» skal presumeres å være en referanse til den interne EU-enheten slik den til enhver tid defineres av EUs organer. Dette vil innebære at også «privat ECU» vil bli omregnet til euro i forholdet 1:1. En rettslig presumsjon av denne art vil imidlertid måtte vike for avtale mellom partene som måtte innebære en annen løsning (annen setning, in fine).

På samme måte som artikkel 3 om kontraktskontinuitet, vil omregningsregelen for «privat ECU» gjelde også i rest-EU. En parallell regel inngår i de vedtatte lovbestemmelser for New York, Illinois og California som er nevnt ovenfor.

Derivat-avtaler

En swap mellom to valutaer som begge erstattes av euro pr. 1. januar 1999, blir en helt annen type avtale etter konverteringen. Når de to valutastrømmene bortfaller, blir nettoforpliktelsen fra en av partene regelmessige, men like store overføringer i euro. Dette er nærmest en annuitet. Det er vanskelig av juni-forordningen å utlede en praktisk løsning om et slikt tilfelle. Prinsippet om kontraktskontinuitet i artikkel 3 gjelder fullt ut med mindre partene har avtalt noe annet i tilknytning til euro-innføringen. Hvis man imidlertid vurderer å diskontere annuiteten til nåtidsverdi og innfri swappen straks, forutsetter det at partene i ettertid blir enige om en rente for beregningen av denne.

Enkelte derivater er utformet slik at en flytende rente eller en indeks er avgjørende for verdien av avtalen, jfr. omtalen av rente-klausuler ovenfor. ISDA (International Swap and Derivatives Association) har nå utformet en euro-klausul for fremtidige avtaler (fra sommeren 1997) som klargjør at bortfall av notering av flytende rente eller indekser ikke skal gi grunnlag for kontraktsrevisjon eller innfrielse før avtalens utløp.

Aksjer

Børsene innenfor EU har varslet at de vil gå over til kursnotering og handel i euro fra 1. januar 1999. Det vil ikke være nødvendig for børsnoterte aksjeselskap å fatte vedtak om redenominering av eksisterende aksjekapital. Aksjenes nominelle, pålydende verdi er bare en faktor aktørene tar i betraktning ved aksjehandel. Notering av kurs og oppgjør for aksjekjøp vil foregå i eu-

⁵ En frittstående juristgruppe initiert av Bank of England med sikte på å analysere forhold som innebærer rettslig risiko for aktører i City og fremme forslag for å redusere slik risiko.

ro, uansett om selskapets kapital ikke er besluttet konvertert. Regnskap vil også bli ført og rapportert i euro. Ny aksjekapital vil bli fastsatt i euro. Tidligere aksjekapital vil bare være en beregningsfaktor ved tildeling av nye aksjer og ved fastsettelse av forholdet mellom gammel og ny aksjekapital ved stemmegivning.

Avslutning

Gjennomgangen ovenfor viser at det rettslig sett

er lagt mye omtanke i å forberede konverteringen til euro i de deler av valuta-, penge- og finansmarkedene der norsk offentlig utenlandsformue er plassert.

Med unntak av enkelte spesielle typer av kontrakter og klausuler, som krever en nærmere analyse i den grad man har plassert midler i slike instrumenter, må det videre arbeid når det gjelder rettslige spørsmål i forbindelse med ØMU for utenlandsformuens del kunne karakteriseres som en informasjonsoppgave.

EUROENS ROLLE I DET INTERNASJONALE MONETÆRE SYSTEM

*Heidi Lohrmann, konsulent i Internasjonal avdeling, Norges Bank**

Gjennomføringen av tredje og siste fase i EUs økonomiske og monetære union (ØMU) ved inngangen til 1999 leder til etableringen av en ny felles valuta, euro. Det skapes et nytt stort valutaområde, og dette vil få konsekvenser for det internasjonale monetære system. Et hovedspørsmål er om euroen vil spille en større rolle i det internasjonale monetære system enn det den tyske marken gjør i dag, og i så fall hvorvidt euroen vil bli en mer likeverdig konkurrent til den amerikanske dollaren som den dominerende internasjonale valuta.

Innføringen av en felles valuta i ØMU forutsetter en felles pengepolitikk i euro-området. Det europeiske system av sentralbanker (ESSB), bestående av den europeiske sentralbank (ESB) og de nasjonale sentralbanker, vil bli opprettet i 1998.

I artikkelen sammenlignes først størrelse og åpenhet for økonomien i det fremtidige euro-området med tilsvarende data for USA og Japan, og det pekes så på en del momenter som vil være av betydning for utviklingen i de finansielle markeder i ØMU. Videre diskuteres mulige implikasjoner som innføringen av euro kan få for størrelsen på og sammensetningen av sentralbankenes valutareserver. Det gis også en kort drøfting av i hvilken utstrekning private aktører vil etterspørre euro. Deretter diskuteres i hvilken grad euro vil bli benyttet som oppgjørsvaluta, fulgt av en drøftelse av problemstillinger knyttet til utformingen av pengepolitikken, herunder hvilken betydning valg av styringsmål i pengepolitikken har for euroens rolle i det internasjonale monetære system. Før en oppsummering pekes det på momenter som er av betydning for om etableringen av et nytt stort valutaområde vil føre til endringer i stabiliteten til det internasjonale monetære system.

Artikkelen er først og fremst en litteraturstudie, og siden tallmaterialet er hentet fra ulike kilder, er det en viss uoverensstemmelse mellom tall referert i ulike avsnitt. Forskjellene skyldes hovedsakelig at det er brukt ulike valutakurs i de ulike kildene.

Innledning

Fra 1999 vil den nyetablerte fellesvalutaen i EU, euro, kunne benyttes som oppgjørsvaluta i euro-området. Dette innebærer at gjeld, fordringer, bankkonti og verdipapirer kan denomineres i euro. I løpet av første halvår i 2002 skal sedler og mynt denominert i euro erstatte eksisterende nasjonale sedler og mynt hos alle deltakere i euro-området. Det er flere faktorer som avgjør hvilken rolle euroen vil få i det internasjonale monetære system. Gjennomgangen i det følgende viser at det er betydelig usikkerhet knyttet til euroens rolle.

Størrelsen på økonomien bak euroen, og EUs andel av verdenshandelen indikerer at euroen har et potensial til å etablere seg som en valuta på størrelse med dollaren. I tillegg vil utviklingen i de finansielle markeder i ØMU ha betydning for euroens rolle i det internasjonale monetære sys-

tem. Det kan også være av betydning i hvilken grad euroen blir benyttet som oppgjørsvaluta i handel mellom tredjeland, og i hvilken grad den benyttes som denominator for finansielle forpliktelser. Endelig vil politikktutformingen i ØMU være avgjørende for både etterspørselen etter og tilbudet av euro.

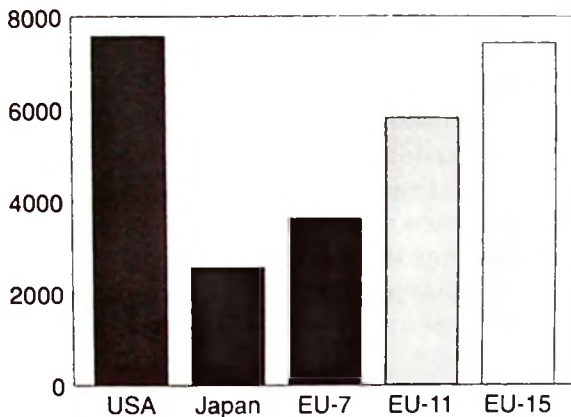
Størrelsen på økonomien og graden av økonomisk åpenhet

Størrelsen på euro-området har betydning for etterspørselen etter euro. Som en illustrasjon er det i figur 1 tatt utgangspunkt i tre mulige størrelser på den monetære unionen sammenlignet med USA og Japan. Inndelingen er ikke en antakelse om hvilke land som vil delta i ØMU på ulike tidspunkt, men er valgt fordi det foreligger ferdig tallmateriale fra OECD inndelt på disse områdene:

- Tyskland, Frankrike, Belgia, Nederland, Luxemburg, Østerrike og Irland danner den monetære union (EU-7).

* Takk til Arne Jon Isachsen og kolleger i Norges Bank for nyttige merknader til tidligere utkast.

Figur 1. Bruttonasjonalprodukt i USA, Japan og EU. Milliarder USD



Kilde:

- I tillegg til EU-7 slutter Italia, Spania, Portugal og Finland seg til unionen (EU- 11).
- Alle 15 EU-land blir med, dvs. også Storbritannia, Danmark, Hellas og Sverige.

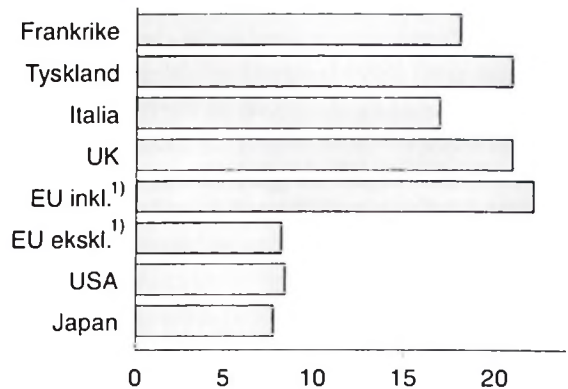
Størrelsene på BNP i figur 1 er basert på kjøpekraftparitetsjusterte vekslingskurser. En ser fra figuren at selv om bare den minste gruppen tilsluttes unionen fra starten i 1999, vil valutaområdet være større enn Japan. En monetær union som inkluderer alle de 15 EU-landene, vil bli om lag på størrelse med USAs økonomi.

EU står for en noe større andel av utenrikshandelen i verden enn USA. Ser en bort fra handelen mellom de europeiske land, var verdien av den totale handelen (eksport og import) for EU 1,9 billioner amerikanske dollar i 1996. Den sammenlignbare totalen for USA var 1,7 billioner amerikanske dollar.

Figur 2 viser åpenheten¹ av økonomien i et utvalg land. Fra figuren ser en at det er en markert forskjell i åpenheten for EU sett under ett og for enkeltland i Europa. For EU-området eksklusive intra-EU handel og for USA og Japan er andelen om lag 8 prosent.

Det vil ta tid før alle av dagens EU-land deltar i tredje fase av ØMU. Den monetære union vil derfor ikke være på størrelse med USAs økonomi den første tiden. Størrelsesforholdet mellom

Figur 2. Åpenhet av økonomien i utvalgte industriland. (Gjennomsnitt av eksport og import i prosent av BNP)



1) Intern EU-handel

Kilde: World Economic Outlook, oktober 1997

USA og EU vil naturlig nok også avhenge av vekstratene i de to økonomiene fremover. Graden av økonomisk åpenhet sammen med størrelsen på utenrikshandelen, antyder imidlertid at euroen har et potensial til å etablere seg som en internasjonal hovedvaluta på linje med dollaren.

Finansielle markeder

For at en valuta skal inneha en rolle som internasjonal hovedvaluta må det være god dybde i markedene der valutaen handles. Fremveksten av store finansielle markeder der det aktivt blir handlet i euro-denominerte verdipapirer, og der det er mulig å skaffe til rådighet store midler til en lav kostnad, vil styrke euroens rolle som internasjonal hovedvaluta. Det er imidlertid store forskjeller internt i Europa på hvor godt de finansielle markedene er utviklet. Eksempelvis har Storbritannia et stort og velfungerende kapitalmarked, mens Tyskland ikke i samme grad har ønsket at et slikt marked skulle etableres. Denne forskjellen skyldes blant annet ulik utforming av og målsetting for pengepolitikken.

Hvor raskt det etableres ett stort felles europeisk kapitalmarked kan derfor avhenge av når Storbritannia velger å bli med i ØMU. Per i dag er imidlertid det amerikanske innenlandske verdipapirmarkedet langt større enn tilsvarende markeder innenfor EU. Tabell 1 gir en indikasjon på størrelsesforskjellen på kapitalmarkedene i Europa og USA.

¹ Åpenheten av økonomien er målt som gjennomsnittet av eksport og import av varer og tjenester i prosent av BNP.

Tabell 1. Kapitalmarkedsindikatorer for EU og USA, 1995. Milliarder US dollar

	EU	USA
Markedskapitaliseringsverdi av aksjer	2 828	5 136
Markedsverdi av innenlandske rentebærende verdipapirer	6 314 ¹⁾	10 725
Innenlandske aksjeemisjoner	49 ²⁾	73
Innenlandske nettoemisjoner av rentebærende verdipapirer	329 ¹⁾	763

¹⁾ Omfatter Frankrike, Tyskland, Italia og Storbritannia

²⁾ Omfatter Frankrike, Tyskland og Storbritannia

Kilde: Bergsten (1997)

I EU-kommisjonens rapport «One Market, One Money» (1990) pekes det på at ØMU vil føre til økt konkurranse i kapital- og kredittmarkedene internt i unionen og bidra til å øke effektiviteten i disse. I så tilfelle kan dette bidra til økt konkurranse også globalt, og kan derfor være en pådriver for effektivisering av finansiell sektor globalt.

Finansmarkedene i Europa er imidlertid fortsatt segmenterte, og det er nødvendig med strukturelle endringer for at det skal etableres ett stort marked for euro i ØMU. Fortsatt er det både juridiske og skattemessige forskjeller mellom de enkelte EU-land. I tillegg skaper ulikheter i språk, kultur og tekniske standarder skiller også i de finansielle markedene. Schinasi og Prati (1997) mener at hovedproblemet ligger i at Europa er «over-banked». I motsetning til amerikanske foretak, tenderer kontinental- europeiske bedrifter til å finansiere sine aktiviteter gjennom banklån heller enn gjennom obligasjons- og aksjemarkedet. De peker på at skal gevinstene ved ØMU kunne høstes, må de finansielle markedene i Europa bli mer integrerte

Hvorvidt det raskt etableres et effektivt finansielt marked i Europa, vil derfor blant annet avhenge av hvor lett dagens kapitalmarked lar seg restrukturere, samt i hvilken grad Den europeiske sentralbank (ESB) legger vekt på at rammebetingelsene legges til rette for en slik utvikling. Samtidig vil bruk av euro-denominerte papirer kunne bidra til en rask utvikling av kapitalmarkedet i euro.

Introduksjonen av euro kan bli en katalysator for utviklingen av mer effektive verdipapirmarkeder i Kontinental-Europa fordi den vil medføre økt gjennomsiktighet gjennom bortfall av valutakursrisiko. Samtidig gjør størrelsen på valu-

taområdet i seg selv markedet mer likvid ved at risikoen for at enkelttransaksjoner skal påvirke valutakursen, reduseres. På den annen side vil ulikheter i landrisiko synliggjøres, og dette kan bidra til en større grad av segmentering i de finansielle markedene.

Euro som verdiopbevarer

Innføringen av euro kan gi betydelige porteføljeskift som følge av endringer i sammensetningen av valutareservebeholdningene til sentralbankene, men særlig som følge av endret etterspørsel blant private aktører.

Sentralbankenes valutareserver

Data over sammensetningen av offisielle internasjonale reserver viser at andelen av amerikanske dollar i offisielle reserver, selv om denne er fallende, er høyere enn andelen av alle andre valutaer til sammen. Andelen av amerikanske dollar falt fra 76 prosent av de samlede offisielle reserver i 1973 til 63 prosent i 1994. Andelen av europeiske hovedvalutaer har økt fra 14 prosent i 1973 til 22 prosent i 1994, mens japanske yen i samme periode har hatt en økning fra nær null til 9 prosent av totalen².

Behovet for å kunne foreta intervensjoner i valutamarkedet og behovet for kjøpekraftreserver er to hovedgrunner til at sentralbanken sitter med en beholdning av valutareserver.

Ved etableringen av ESB skal de nasjonale sentralbankene overføre midler for en verdi av inntil 50 milliarder ECU til ESB, et beløp som er betydelig lavere enn summen av valutareservene til de nasjonale sentralbankene i EU. Av dagens reserver er om lag 25 prosent i valutaer som vil erstattes med euro. De resterende 75 prosent er i hovedsak i amerikanske dollar. Etter opprettelsen av ESB vil det ikke være fritt fram for de nasjonale sentralbankene til å veksle om sine beholdninger av valuta. Dette kan da kun skje i tråd med retningslinjer utformet av ESB. I disse retningslinjene vil hensynet til den felles pengepolitikk og euroens internasjonale stilling bli tillagt betydelig vekt.

Det er flere momenter som tilsier at behovet for valutareserver blir mindre for ESB enn det

² Kilde: Alogoskoufis og Portes

som er tilfellet for de nasjonale sentralbanker i Europa i dag.

En felles faktor for USA, Japan og euro-området er at utenrikshandelen har relativt liten betydning for den økonomiske utviklingen innenfor hver enkelt region. De individuelle EU-landene har en høy importandel, men importen kommer i hovedsak fra andre EU-land. Andelen import relativt til BNP innenfor EU-området vil derfor bli vesentlig lavere, og valutareservene til Det europeiske system av sentralbanker (ESSB) vil initialt være høye sammenliknet med reservene til den amerikanske sentralbanken. EUs sentralbanker har i dag to og en halv gang så mye reserver som den månedlige importen, mens tilsvarende tall for USA er 1,1³.

Det kan imidlertid diskuteres hvorvidt størrelsen på importen er av vesentlig betydning for beholdningen av valutareserver i industriland. Valutakurspolitikken er av avgjørende betydning. I et system med helt flytende valutakurs, vil en ikke ha behov for valutareserver til intervensjonsformål. Blir valutakursutviklingen tillagt betydelig vekt, vil valutareservene i hovedsak bestemmes av behovet for reserver til intervensjonsformål. I fravær av kontroll av kapitalbevegelser vil størrelsen på valutareservene til ESSB i større grad bli bestemt av kapitalstrømmer og valutakurspolitikken til ESB enn av handelsstrømmer.

Det kan være stordriftsfordeler knyttet til å samle valutareservene, slik at ESB kan redusere sine reserver sammenliknet med hva som er tilfellet for de nasjonale sentralbanker sett under ett i dag. I tillegg har kursforpliktelsene knyttet til ERM i seg selv generert en etterspørsel etter andre EU-valutaer for intervensjonsformål. Denne etterspørselen vil elimineres ved inntreden i ØMU.

For de landene som deltar i ØMU, vil valutareserver holdt i valutaene til andre land i unionen ikke lenger være valutareserver, men reserver i innenlandsvaluta. Rent bokføringsmessig skjer det derfor et negativt skift i de nasjonale sentralbankers valutareserver.

Etterspørselen etter euro som reservevaluta vil avhenge av i hvilken grad andre lands myndig-

heter ønsker å holde sine reserver i euro og euro-denominerte verdipapirer. Land som i dag har en stor andel av sin handel med Europa, vil kunne erstatte andelen av valutareservebeholdningen i EU-valutaer med euro. Imidlertid kan en slik utskifting føre til at en svært stor andel av valutareserven blir i euro. Eksempelvis ville Norge gjennom en slik teknisk endring av valutareserven sitte med 75 prosent av reservene i euro. Det ville i så fall føre til en svært ensidig eksponering. Et stort og likvidt finansielt marked for euro i Europa kan på den andre siden for land med store dollar-andeler gjøre det mer attraktivt å benytte euro for å spre valutakursrisikoen.

Eksistensen av det likvide statspapirmarkedet i USA er en av hovedgrunnene til dollarens dominerende rolle som reservevaluta. De kortsiktige statspapirmarkedene i Tyskland og Japan er mindre likvide. Euro-statspapirmarkedet vil ikke nødvendigvis oppnå samme grad av likviditet som tilsvarende marked i USA, siden det ikke vil eksistere en føderal utsteder i ØMU. Derimot vil hvert deltakerland utstede sine egne statspapirer i euro, som ikke nødvendigvis vurderes å ha samme kredittrisiko.

Det kan være rimelig å anta at eventuelle endringer i dollarbeholdningen i reservene og endringer i bruken av euro som reservevaluta vil skje gradvis. Blant annet Kenen (1993) argumenterer for dette. Han peker på at sammensetningen av valutareservene endret seg langsomt i tiden etter sammenbruddet av Bretton Woods-systemet i 1973.

Private porteføljer

Endringer i private aktørers porteføljer vil kunne bli betydelige som følge av innføringen av euro, og være langt større enn porteføljeskift som skyldes endringer i sammensetningen og størrelsen av sentralbankenes valutareserver. I hvilken grad etableringen av euro-området gjør det europeiske markedet mer attraktivt for private investorer, avhenger av om det utvikles finansielle markeder med bedre likviditet og større grad av dybde og bredde enn det som er tilfellet i dag.

Tall for porteføljediversifiseringer til investeringsfond viser at de tre største EU-valutaene utgjør om lag 27 prosent av obligasjonsbeholdningen, mot 36 og 14 prosent for henholdsvis dollar og yen⁴. Ifølge Bank for International Settlements (BIS) var om lag en tredjedel av be-

³ Kilde: OECD. Importtall er basert på månedlig gjennomsnitt i 1996.

⁴ Kilde: OECD

holdningen av utestående internasjonale verdipapirer denominert i europeiske valutaer. Beholdningen denominert i amerikanske dollar utgjorde i underkant av 40 prosent, og for japanske yen var tilsvarende tall rundt 15 prosent. Selv om EU-valutaene står for en vesentlig andel av utestående verdipapirer, og er nær opp til USAs andel av utestående internasjonale verdipapirer, var 45 prosent av de utestående internasjonale verdipapirene i EU-valutaer utstedt av EU-landene selv.

Elimineringen av valutakursrisiko mellom de europeiske landene vil trolig medføre høyere grad av synkronisering av priser i finansielle markeder og dermed større likhet i avkastningen på verdipapirer mellom land som deltar i euroområdet. Dette reduserer isolert sett etterspørselen etter euro til diversifiseringsformål og bidrar til at investorer vil ha en mindre andel av sine beholdninger i euro enn det de i dag har i europeiske valutaer. Isolert sett tilsier dette en lavere etterspørsel etter euro enn dagens samlede etterspørsel etter europeiske valutaer.

Diversifiserte økonomier er mer motstandsdyktige overfor økonomiske sjokk. Hvis ØMU blir et økonomisk stabilt område, kan euroen komme til å konkurrere med dollaren om rollen som «nødhavn» i valutamarkedet («safe-haven» valuta). Sterkere konkurranse på de europeiske finansmarkeder, så vel som økt dybde og likviditet, vil trolig høyne interessen for verdipapirer utstedt i euro.

Schinasi og Prati (1997) peker på at det kan være rimelig å anta at en økning i porteføljestrømmer inn i euro-obligasjonsmarkedet, vil bli mer markert enn innstrømmingen av kapital til egenkapitalmarkedet. Begrunnelsen er markedssegmenteringen som eksisterer mellom hjemmemarkedene, og at markeds kapitaliseringsgraden i Kontinental-Europa fortsetter å være lav sammenlignet med USA, jf. tabell 1.

Euro som oppgjørsv valuta

Flere faktorer er av betydning for i hvilken grad euroen velges som oppgjørsv valuta, deriblant stabiliteten til valutaen, vekten av valutaen i verdenshandelen og preferansene til importører og eksportører. Etterspørselen etter euro for oppgjørsv formål vil også avhenge av i hvilken utstrekning valutaen benyttes til å denominere finansielle forpliktelser.

Tabell 2. USA, Japan og Europa: Relativ økonomisk størrelse og relativ bruk av valutaer. Prosent

	USA	Japan	EU15
Relativ økonomisk størrelse:			
Andel av verdens BNP, (1996)	20,7	8,0	20,4
Andel av verdens eksport (ex intra-EU), (1996)	15,2	6,1	14,7
Internasjonaliserings-koeffisient (1992)	3,6	0,6	1 ¹
			1,4 (Tyskland)
Relativ bruk av valutaen²:			
Verdenshandel, 1992	48,0	5,0	31,0
Verdens gjeldspapirer, sept. 1996	37,2	17,0	34,5
Utviklingslands gjeld, utg. 1996	50,2	18,1	15,8
Globale valutareserver, utg. 1995	56,4	7,1	25,8
Valutatransaksjoner, april 1995 ³	41,5	12,0	35,0

1) Inkluderer følgende valutaer: Tyske mark, franske franc, italienske lire, britiske pund og nederlandske gylden.

2) Andeler denominert i valuta (eller valutaer) til land (eller EU)

3) Andeler justert for dobbelttelling som oppstår fordi transaksjonene involverer to valutaer.

Kilde: World Economic Outlook, Oktober 1997

Tabell 2 gir en oversikt over den relative økonomiske størrelsen til USA, Japan og Europa og den relative bruken av de respektive valutaene. Internasjonaliseringskoeffisienten i tabell 2 viser forholdet mellom andelen av verdens eksport denominert i en bestemt valuta mot eksporten regnskapsført av landet som utsteder den. Er koeffisienten større enn 1, viser det at bruken av valutaen overstiger vekten i verdenshandelen til landet som utsteder valutaen. Internasjonaliseringskoeffisienten til de fem europeiske landene som inngår i tabellen, er blitt beregnet ved å summere eksporten til disse landene. Fra tabellen ser en at den amerikanske dollaren innehar en klart ledende posisjon som oppgjørsv valuta både innenfor handel og finansmarkeder.

Størrelsen på økonomien bak euroen, muligheten for fremveksten av finansielle markeder med større grad av bredde, dybde og likviditet i Kontinental-Europa tilsier at euroen har potensial til etter hvert å konkurrere med dollaren om rollen som ledende oppgjørsv valuta. Det er imidlertid en del momenter som taler for at dollaren vil fortsette å dominere internasjonalt i lang tid. Det tok dollaren et halvt århundre å ta over det britiske punds rolle som den viktigste internasjo-

nale valuta, selv etter at USA hadde vært den ledende økonomiske makten siden begynnelsen av dette århundre. Historien er av stor betydning: «Once an exchange structure is established, it will persist unless the structure of payments shifts enough to make it untenable, or unless the system experiences a shock large enough to shift from one equilibrium to another.» (Krugman, 1980).

Tendensen til at det etableres én dominerende internasjonal hovedvaluta kan forklares ved at det er klare stordriftsfordeler i valutamarkedet. Store markeder vil være mer likvide enn små markeder. Det er også grunn til å anta at transaksjonskostnadene som andel av transaksjonsvolumet reduseres når markedet for valutaene vokser (Krugman, 1990). I tillegg gjør eksistensen av en dominerende internasjonal valuta det enkelt å innhente informasjon.

I lys av tregheter hos markedsaktører når det gjelder å endre adferd, kan det ta lang tid før euroen eventuelt utfordrer dollaren som oppgjørsv valuta, gitt den dominerende rollen dollaren har i dag innen det internasjonale betalingssystem, størrelsen og likviditeten i de amerikanske kapitalmarkeder og de lave transaksjonskostnadene til dollarpapirer. Likevel kan slike endringer skje raskere i dag enn det man tidligere har opplevd sett i lys av den informasjonstilgangen som nyere teknologi muliggjør, og den globalisering av handel og finansmarkeder som har funnet sted.

Pengepolitikk

Innføringen av en felles valuta i ØMU forutsetter en felles pengepolitikk. Det europeiske system av sentralbanker (ESSB), bestående av ESB og de nasjonale sentralbanker, vil bli opprettet i 1998 med en gang det er klart hvilke land som vil delta i ØMU.

Målsettingen for ESB vil være prisstabilitet. Hvilken strategi og hvilke instrumenter som skal benyttes for å oppnå målsettingen, avgjøres av ESB når den etableres. Det vil derfor bare være de land som deltar i ØMU fra starten av som vil ha mulighet til å delta i denne prosessen.

I rapporten «The Single Monetary Policy in Stage Three» fra European Monetary Institute (EMI) drøftes fem mulige strategier for valg av styringsmål for pengepolitikken for tredje fase: valutakursstyring, rentestyring, styring etter nominelt BNP, pengemengdestyring og direkte inflasjonsstyring. To mulige målstyringsvariable peker seg ut: pengemengdestyring og inflasjonsstyring. Et argument for pengemengdestyring er at målsettingen er transparent på den måten at utviklingen i pengemengden er observerbar og er underlagt sentralbankens direkte kontroll. Hvis pengemengdestyring velges, vil dette også være en videreføring av pengepolitikken som har vært ført av ankerlandet Tyskland i ERM-samarbeidet før oppstarten av tredje fase. Samtidig er det klart at graden av langsiktig stabilitet i pengeetterspørselen i euro-området vil

Organiseringen av ESBs besluttede organer

ESB vil ha tre beslutningsorganer. Det ene er ESBs hovedstyre, som skal bestå av ESBs direksjon sammen med sentralbanksjefene fra de landene som deltar i den monetære unionen. Hvert medlem får en stemme i pengepolitiske spørsmål. Den primære oppgaven til hovedstyret vil være å formulere pengepolitikken på bakgrunn av utviklingen i euro-området og uavhengig av nasjonale interesser. Beslutningene tatt av hovedstyret vil så bli implementert av direksjonen i ESB bestående av lederen og nestlederen i ESB og mellom to og fire andre medlemmer som ifølge Maastricht-traktaten skal bli oppnevnt «blant personer hvis dyktighet og erfaring i penge- og valutaspørsmål eller bankspørsmål er alminnelig anerkjent». Med-

lemmene i direksjonen sitter for en periode på 8 år og kan ikke gjenoppnevnes. Den lange tidsperioden er ment å fremme ESBs uavhengighet. ESBs utvidede råd omfatter sentralbanksjefene i alle EU-land, samt lederen og nestlederen i ESB, og vil eksistere så lenge det finnes medlemsland som ikke deltar i tredje fase av ØMU. Det utvidede råd har som oppgave å forberede EU-medlemmer som står utenfor euro-området for tilslutning til unionen. De vil derfor involveres i arbeid på en rekke områder som vil berøre dem når de blir medlemmer, men vil ikke få delta i beslutninger, eller kunne influere på utformingen av pengepolitikken i euro-området.

være helt avgjørende for hvorvidt pengemengdestyring vil være det riktige valget av målstyringsvariabel. Muligheten for at troverdigheten til ESB vil undergraves ved stor volatilitet i de monetære aggregater, i alle fall i en tidlig fase, kan ikke utelukkes ved valg av et pengemengdemål.

Når det gjelder inflasjonsstyring, kan det argumenteres med at dette direkte understøtter ESSBs målsetting om prisstabilitet. Videre vil politikkhandlinger under en slik strategi kunne relateres direkte til fremtidig utvikling i priser. Gitt at strategien er troverdig, vil dette påvirke forventningene til publikum på en fordelaktig måte. Styring etter et inflasjonsmål stiller imidlertid også krav til stabile sammenhenger mellom økonomiske og finansielle indikatorer på den ene siden og fremtidig inflasjon på den annen side.

I EMIs rapport konkluderes det med at selv om det på teoretisk grunnlag kan sies å være stor forskjell mellom disse to pengepolitiske strategiene, er de i praksis ikke så ulike. Under alle omstendigheter må ESB ved gjennomføringen av pengepolitikken vurdere et bredt sett av økonomiske indikatorer.

Utformingen av pengepolitikken kan ha betydning for i hvilken grad det etableres finansielle markeder med større grad av bredde, dybde og likviditet enn det som er tilfellet i dag, og dermed være med på å bestemme hvilken rolle euroen får i det internasjonale monetære system. En stor og varierende etterspørsel etter euro internasjonalt vil kunne gi store svingninger i monetære aggregater, uten at svingningene avspeiler forhold i innenlandsk økonomi. I så tilfelle vil det vanskeliggjøre en pengepolitikk med pengemengden som målvariabel.

Bevegelser i kursen på euro mot amerikanske dollar vil trolig ha liten virkning på prisdannelsen i ØMU gitt den relativt sett begrensede andelen som utenrikshandelen utgjør av BNP totalt. I tillegg er produksjonen av varer i EU bredt diversifisert og substituerbarheten mellom varer produsert innenlands og varer produsert i utlandet er derfor stor. Hvis ESB velger å styre direkte mot et inflasjonsmål, er det derfor ikke nødvendigvis slik at svingninger i valutakursen vil tillegges stor vekt.

Schinasi og Prati (1997) peker på at ulikhetene i utformingen av pengepolitikken mellom Europa (spesielt Tyskland) og USA er en årsak til at

det er blitt etablert et effektivt kapitalmarked i USA, mens dette ikke i samme grad er tilfellet for Europa. I USA har sentralbanken tradisjonelt spilt en sentral rolle i verdipapirmarkedene gjennom daglige operasjoner i markedet. Den tyske modellen for å utøve penge- og kredittpolitikk baserer seg i stor grad på krav til minstereserver og mindre hyppige markedsintervensjoner. Dette har ifølge Schinasi og Prati (1997) motvirket utviklingen av private verdipapirmarkeder og bidratt til at banklån er den dominerende finansieringskilden i Tyskland.

Volatilitet eller stabilitet?

For å unngå en situasjon der det ikke tas gjensidig hensyn til valutakurssvingninger, kan innføringen av euro gjøre det viktigere med internasjonal politikk-koordinering mellom USA og Europa. Det er imidlertid noe uklart hvilke insentiver landene selv vil ha for slike koordineringer, og hvor store gevinster det eventuelt vil være mulig å hente, siden regionene bare i begrenset grad er eksponert for handel. På denne bakgrunn er det mulig at svingninger i bilaterale valutakurser vil tillegges liten vekt i politikktutformingen. En slik form for «godartet neglisjering» (benign neglect) indikerer at ØMU kan bidra til økt volatilitet i de bilaterale vekslingskursene.

På den annen side kan det hende at ESB, spesielt i en tidlig fase av ØMU, også vil vektlegge utviklingen i valutakursen. Blant andre Masson og Turtelboom (1997) argumenterer med at ESB kan bli mer opptatt av valutakursen enn det som er tilfellet for Bundesbank i dag, fordi valutakursen til euro vil oppfattes som en indikator for den økonomiske politikken som føres i Europa, og derfor være av betydning for troverdigheten til den europeiske sentralbank. De legger også vekt på at uansett valg av mål for pengepolitikken vil ØMU eksponeres for usikkerhet gjennom muligheten for ustabil pengeetterspørsel og uforutsette endringer i transmisjonsmekanismen for pengepolitikken. Dette medfører etter deres syn at endringer i valutakursen vil måtte tillegges betydelig vekt i ESBs utforming av pengepolitikken. Under slike forhold vil koordinering med USA og Japan for å begrense fluktuasjoner i valutakursen vokse fram av seg selv.

Gjennom å fjerne volatiliteten i valutakurser internt i ØMU kan en tenke seg at den monetære

unionen kan resultere i større volatilitet i valutakursene mellom Europa og resten av verden. Årsaken er at ved å låse vekslingskursene mellom de europeiske land vil en forhindre at de oppfyller sin buffer-rolle slik at sjokk overføres til rentene i euro-området og til slutt til valutakursen mellom euro og dollar. Med andre ord kan det skje en overføring av volatilitet fra intra-europeiske valutakurser og til valutakurser mellom euro og andre valutaer. I en egen ramme vises det til noen empiriske studier som er foretatt for å belyse problemstillingen rundt hvorvidt det å etablere et nytt stort valutaområde vil føre til mer volatilitet mellom hovedvalutaene. I analysene konkluderes det med at etableringen av en monetær union trolig ikke gir opphav noen nevneverdig økning i volatiliteten.

Faktorer som vil være av betydning for den relative stabiliteten til renter i euro relativt til renter i tyske mark, er drøftet av blant annet Masson og Turtelboom (1997). De peker på at hvis sjokk i nasjonal pengeetterspørsel i de fremtidige ØMU-landene er negativt korrelert, for eksempel på grunn av substitusjon mellom valutaer, kan overgangen til ØMU føre til mindre aggregert variabilitet i pengeetterspørselen og dermed

i europeiske renter. På den annen side kan andre land i euro-området tendere til å bli utsatt for større sjokk i pengeetterspørselen enn Tyskland, noe som trekker i retning av større variabilitet i den kortsiktige renten. Asymmetri i utviklingen i BNP og priser (som antas å være variable som bestemmer pengeetterspørselen) mellom ØMU-landene kan bidra til mindre variabilitet i pengeetterspørsel i euro-området enn for enkeltland. I den grad bevegelse i valutakurser fører til asymmetriske etterspørselssjokk eller sjokk i pengeetterspørselen, kan eliminering av valutakursvingninger innen ØMU føre til at produksjonen i Europa blir mer variabel, alt annet likt. Med en felles valuta vil EU bli mindre sårbar overfor dollarfluktasjoner, som hittil har tendert til å legge press på tyske mark relativt til de andre valutaene i ERM når dollaren har vært svak.

Oppsummering

Etableringen av et nytt stort valutaområde fører til at flere av dagens sentrale europeiske valutaer blir ersatt med euro. Tyske mark er i dag en av de tre internasjonale hovedvalutaene, men amerikanske dollar har en klart dominerende rolle.

Gir euroen opphav til større volatilitet mellom hovedvalutaene – noen empiriske studier

I en studie foretatt av Masson og Turtelboom (1997) benyttes stokastiske simuleringer til å analysere effekten av å erstatte europeiske valutaer med euro. Simuleringene blir utført både under et regime med pengemengdestyring, et regime med inflasjonsmål, og et med inflasjonsmål der produksjonen i tillegg vektlegges. Resultatet fra simuleringene indikerer, under fravær av strukturelle endringer, at makroøkonomiske variable for EU kommer til å være minst like stabile etter overgangen til tredje fase av ØMU.

Bénassy-Quere, Mojon og Pissony-Ferry (1997) peker på at etableringen av euro kan påvirke volatiliteten i kursene til dollar mot de europeiske valutaene gjennom en stokastisk stabilitetskanal som oppstår gjennom å fjerne valutakursfleksibiliteten internt i Europa og en politikkpreferansekanal som kan oppstå som følge av redusert vektlegging av valutakurser som

målsetting for politikktutforming i Europa. Disse finner at med utgangspunkt i en enkel modell med tre land der to danner en monetær union, vil en monetær union sammenlignet med et flytende valutakurssystem føre til en moderat økning i volatiliteten i de reelle valutakursene.

Flood and Rose (1995) argumenterer på bakgrunn av empiri at det å låse valutakursene ikke reduserer stabiliteten til andre makroøkonomiske variable. EU-kommisjonen argumenterer med at volatiliteten i de bilaterale valutakurser hos europeiske valutaer målt mot dollar vil reduseres som følge av etableringen av euro sammenlignet med et system med flytende valutakurser. Resultatene kommisjonen kommer fram til, er blitt kritisert for at det forutsettes at det meste av de observerte valutakursvingningene skyldes støy.

Euroen vil trolig få en minst like sentral rolle som det tyske mark har i dag, og det er flere forhold som taler for at euroen kan bli langt mer sentral enn tyske mark. Størrelsen på økonomien bak euro tilsier at den har et potensial til å bli en konkurrent til amerikanske dollar. Imidlertid vil det være nødvendig med endringer i de finansielle markedene i Kontinental-Europa før markedet vil kunne konkurrere med det amerikanske med hensyn til likviditet, bredde og dybde.

Innføringen av euro vil føre til et mer likvid verdipapirmarked i euro-området gjennom selve størrelsen på valutaområdet. Imidlertid vil ulike landrisiko bli mer synlig, og dette kan bidra til segmenterte markedene. Det er store ulikheter i hvor velutviklet de kortsiktige verdipapirmarkedene er i Europa i dag. I Tyskland er dette markedet forholdsvis beskjedent, mens Storbritannia har et velutviklet verdipapirmarked. Utformingen av pengepolitikken vil være av betydning for i hvilken utstrekning en vil få et bredere kortsiktig verdipapirmarked enn det som nå er tilfellet. Det forhold at Storbritannia, i hvert fall inntil videre, ikke vil delta i ØMU, vil ha virkning på fremveksten av et velutviklet verdipapirmarked innenfor EU.

Forutsatt at det utvikles mer effektive finansielle markedene i Europa, vil euroen kunne få en langt større rolle både som reservevaluta for sentralbanker utenfor ØMU, som investeringsobjekt for private aktører og som oppgjørsv valuta sammenlignet med det som er tilfellet for summen av dagens europeiske valutaer. Hvorvidt euroen over tid vil utkonkurrere amerikanske dollar, eller etablere seg på lik linje med denne, gjenstår å se.

Referanseliste:

Alogoskoufis og Portes (1997): *The Euro, the Dollar and the International Monetary System*. A Paper Presented to a Conference on EMU and the International Monetary System.

Bénassy, Quéré, Mojon og Pisoni-Ferry (1997): *The Euro and Exchange Rate Stability*. A paper prepared for the IMF-Foundation Camille Gutt Conference on «EMU and the International Monetary System.»

Bergsten (1997): *The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation*. A Paper Presented to a Conference on EMU and the International Monetary System.

Cockfield, Cuevas, Genscher, Kannisto, Monti, Soudek, Vallance, Wogau (1996). *Is the Single Market working?* The Phillip Morris Institute for public policy research.

European Economy, no. 44 (1990). Commission of the European Communities, DG for Economic and Financial Affairs..

Flood og Rose (1995): Fixing Exchange rates: A Virtual quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, vol. 36, no. 1.

Funke og Kennedy (1997): International Implications of European Economic and Monetary Union. Economic Department. *Working Papers* no 174, OECD.

Kenen, Peter (1993): «EMU, Exchange Rates and the International Monetary System,» *Recherches Economiques de Louvain*, No. 59 (1-2), pp. 257-82.

Krugman (1980): «The International Role of the Dollar: Theory and Prospect», i Bilson og Marson (ed): *Exchange Rate Theory Practice*. Chicago, University of Chicago Press .

Masson og Turtelboom, (1997): *Characteristics of the Euro, the Demand for Reserves, and Policy Coordination Under EMU*. A Paper Presented to a Conference on EMU and the International Monetary System.

Schinasi og Prati (1997): *European Monetary Union and the International Capital markets. Structural Implications and Risks*. A Paper Presented to a Conference on EMU and the International Monetary System.

Sverige och EMU, EMU-utredningen. *SOU* 1996:158.

OM ELEKTRONISKE PENGER

May Helle Lund, rådgiver i Juridisk avdeling, Thorvald Grung Moe, spesialrådgiver i Område 2/Stab, og Eline Vedel, spesialrådgiver i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer, Norges Bank

Elektroniske penger kan defineres som «lokalt, elektronisk lagret kjøpekraft med vid anvendelse». E-penger vil i flere sammenhenger kunne redusere behovet for sedler og mynt og kan derfor også bidra til reduserte kostnader i kontanthåndteringen. Betalingssystemer med e-penger er allerede etablert i en lang rekke land. I Norge har vi ennå ikke slike systemer, men det foregår for tiden tester av ulike systemer. For myndighetene reiser innføringen av elektroniske penger en rekke spørsmål, særlig hvis andre enn banker begynner å utstede slike penger. Denne artikkelen ser nærmere på hva elektroniske penger egentlig er, hvilke drivkrefter som virker, hvem som er sentrale aktører, hvordan reguleringen av e-penger utformes og hvilke spørsmål myndighetene særlig har vært opptatt av. Til slutt gis det en vurdering av utviklingen fremover.

Innledning

Når vi i dag betaler med vanlige bankkort, foretas det en debitering av vår bankkonto og en tilsvarende kreditering av betalingsmottakers bankkonto. Dette innebærer en god del databehandling, både i selve kjøpsøyeblikket og etterpå. Dagens elektroniske betalingssystemer er derfor dårlig egnet for betaling av småbeløp. Ny teknologi har imidlertid gjort det mulig å lagre kjøpekraft direkte i betalingskort eller i annet utstyr, som for eksempel en PC. Transport- og telesekskaper var tidlig ute med å benytte denne teknologien i betalingskort for lukkede systemer, dvs. systemer hvor den lokalt lagrede kjøpekraften bare kan benyttes hos den som utsteder kortet. Men etter hvert er det i en rekke land også etablert åpne systemer hvor den lokalt lagrede kjøpekraften kan benyttes hos mange ulike vare- eller tjenestetilbydere. Elektroniske penger eller e-penger er slik lokalt, elektronisk lagret kjøpekraft med vid anvendelse.¹

Hvordan fungerer e-penger?

Enhver betalingstransaksjon med e-penger involverer minst tre parter, nemlig en e-pengeutsteder, en forbruker og en leverandør av varer og tjenester. I denne trekanten vil det grunnleggende sett foregå tre typer av transaksjoner:

E-penger oppstår ved at forbruker kjøper en viss sum e-penger fra en e-pengeutsteder, even-

tuelt via en tredjepart. I dag er det mest vanlige bæremidiet for e-penger et chipkort, dvs. et plastkort som inneholder en mikroprosessor (chip). Dette kan enten være et engangskort, der beløpet er forhåndsregistrert, eller et gjenbrukskort, som kan lastes med e-penger via for eksempel en minibank. Vanligvis er det satt en øvre grense for hvor mye e-penger som kan være lagret på bæremidiet.

For å kunne motta betaling med e-penger må leverandøren ha egnet mottaksutstyr, for eksempel en egnet brukerstedsterminal. Selve transaksjonen foregår ved at forbruker benytter sitt kort i terminalen, som gjennom «en dialog» med chippen i kortet sjekker at denne er gyldig og at det er dekning. Hvis alt er i orden, overføres e-pengene så fra chip'en i kortet til mottaksutstyret. Forutsatt at det foreligger nødvendige avtaler mellom e-pengeutsteder og leverandør, kan overføring av e-penger sett fra forbruker betraktes som endelig oppgjør.

Siste skritt er innløsning av e-penger, som foregår etter oppgjøret mellom forbruker og leve-

¹ Jf. følgende forslag til definisjon fra EU: «Electronic money shall mean monetary value which is stored on an electronic device such as a chip card or a computer memory and accepted as means of payment by undertakings other than the issuing institution».

randør. Først overføres transaksjonsinformasjonen (eller eventuelt sum-informasjon) fra leverandørens mottaksutstyr til en datasentral. Deretter får leverandøren sin fordring på utsteder av e-penger omgjort til et vanlig bankinnskudd.

I de fleste av dagens e-pengesystemer kan betalingsmottaker ikke benytte e-penger til å betale andre (såkalte «closed-loop systems»). Dog finnes det i alle fall minst ett system (Mondex) som tillater overføringer av e-penger direkte mellom innehavere av de aktuelle bærermedier («open-loop system»).

E-penger som betalingsmiddel

Det er utelukkende sedler og mynt utstedt av Norges Bank som er tvungne betalingsmidler i Norge, jf. sentralbankloven § 14. At betalingsmidler er tvungne, betyr at debitor som hovedregel har plikt til å betale med sedler og mynt dersom kreditor forlanger det, og videre at debitor som hovedregel har rett til å betale med slike betalingsmidler. Rettsreglene om tvungne betalingsmidler er deklarasjonelle, dvs. partene kan fritt avtale at oppgjøret skal foretas med andre betalingsmidler enn sedler og mynter. I stor utstrekning følger det i dag av avtaler eller sedvaner at debitor har rett til å gjøre opp med annet enn sedler og mynter. Det mest vanlige betalingsmiddelet i dag er «kontopenger», dvs. innskudd i bank som lyder på navn. Kontopenger som betalingsmiddel forutsetter at debitor benytter ulike former for betalingsinstrumenter, for eksempel betalingskort, giro, sjekk ol. Rettsreglene om tvungne betalingsmidler er dermed heller ikke til hinder for at e-penger kan benyttes som betalingsmiddel.

Bruker (debitor) får tilgang til e-penger ved å kjøpe et elektronisk pengekort av utsteder lydende på en bestemt sum, eller et bestemt beløp som «lagres» på en PC. Man kan deretter benytte pengekortet eller «PC-pengene» til å kjøpe ulike varer eller tjenester. Det er således fordringen på utsteder som benyttes som betalingsmiddel, og kortet eller PCen fungerer som betalingsinstrument.

Fordringen på utsteder har visse likhetstrekk med et bankinnskudd («kontopenger»), men i motsetning til vanlige bankinnskudd skjer ikke innbetalingen til utsteder i form av et innskudd lydende på navn. Brukers krav på utsteder fremgår utelukkende av informasjonen om beløpets

størrelse som er lagret på kortet eller PCen. I tillegg er betaling med e-penger anonymt, dvs. man trenger ikke å identifisere seg (ved PIN-koder el.) ved betaling. Dersom man taper e-pengene, innebærer dette normalt at man har tapt sitt krav på utsteder, på samme måte som for kontanter.

Siden bruker normalt får tilgang til e-penger ved å innbetale et bestemt beløp til utsteder, oppstår også spørsmålet om denne innbetalingen kan sies å være et innskudd - i så fall er det utelukkende banker eller andre kredittinstitusjoner som har rett til å ta imot slike betalinger. Synet på om forhåndsbetalingen kan ansees som bankinnskudd, varierer noe fra land til land. Likeledes er det reist spørsmål om det bør etableres særskilte sikringsordninger til vern for brukers krav mot utsteder.

Når bruker kjøper varer eller tjenester med e-penger, vil det normalt være forutsatt at oppgjøret er endelig mellom bruker og selger. Ved å benytte e-penger, overfører bruker hele eller deler av sin fordring på utsteder til selger, som deretter kan kreve den overførte fordringen innløst. Betaling med e-penger har i så måte store likhets trekk med betaling med «vanlige» betalingskort knyttet til en bakenforliggende konto. E-penger representerer i så måte ikke noe vesentlig nytt, idet de fleste oppgjør i dag skjer ved hjelp av kontopenger (dvs. fordringer på en finansinstitusjon).

I motsetning til sedler og mynt, forutsetter således betaling med e-penger et etterfølgende oppgjør mellom selger av varene eller tjenestene og utsteder av e-pengene. Mellom disse to partene er oppgjøret endelig først når utsteder har kreditert selgers konto.

E-penger er i første rekke ment å benyttes til betaling av småbeløp, og kan dermed fungere som erstatning for kontanter. Likheten mellom e-penger og kontanter når det gjelder anvendelsesområdet, kan kanskje sies å være særlig stor i systemer hvor det er mulig å overføre fordringen på utsteder gjennom flere ledd før det skjer et endelig oppgjør overfor utsteder.

Det kan også reises spørsmål om e-penger kan anses som allmenne betalingsmidler. I hvilken utstrekning e-penger kan benyttes til betaling for varer og tjenester beror bl.a på hvor mange brukersteder som knytter seg til betalingssystemet, og hvilken aksept og utbredelse oppgjør med slike penger vil få blant publikum. Det vil

også ha en viss betydning hvilke institusjoner som utsteder e-pengene, for eksempel vil e-penger utstedt av banker lettere kunne oppnå den nødvendige tillit enn e-penger utstedt av andre institusjoner. Ved siden av sedler og mynt er det ellers vanlig å regne innskudd (lydende på navn) i bank som allmenne betalingsmidler eller penger. Slike innskudd har den egenskap at de når som helst kan innfris og byttes om til tvungne betalingsmidler. Begrepet «penger» er ellers ikke entydig definert i juridisk eller økonomisk teori, og synet på hva som inngår i pengebegrepet, kan variere over tid.

Drivkrefter og aktører

Utviklingen på e-pengeområdet drives i første rekke av leverandører av kort- og teletjenester, som for eksempel de internasjonale leverandører av kortprodukter og -tjenester (Europay, MasterCard og VISA) og andre nasjonale underleverandører til bankene, samt de store teleselskaperne (som British Telecom, TeleDanmark, Telenor m.fl.). For de internasjonale kortselskaperne og de nasjonale underleverandører til bankene er det viktig å bevare posisjoner i betalingssystemene innenlands og mellom land. Dessuten er utviklingen av e-penger en integrert del av utviklingen mot nye typer betalingsinstrumenter og -systemer, herunder smartkort og andre betalingsløsninger for Internett.² For teleselskaperne er drivkraften bl.a. reduksjon av kostnader ved kontanthåndtering, samt etablering av et marked for stykksalg av nye telekommunikasjonsbaserte tjenester.

Andre aktører, som transportselskaper (elektronisk billettering), parkeringsselskaper, automatvaskerier, kiosker (småsalg), samt aviser og andre nyhetsformidlere, kan også være viktige interessenter. For dem vil drivkraften bl.a. være reduserte kostnader forbundet med kontanthåndtering og/eller tilgang til nye betalingsmåter som er tilstrekkelig rimelige til at det blir mulig med småsalg via Internett o.l.

I mange av de e-pengesystemer som allerede er etablert, står banker sentralt, enten som utsteder av pengeverdien i systemet eller som medeiere av selskaper som utsteder e-penger. De er også interessert i å få redusert kostnadene i forbindelse med kontanthåndteringen og få nye inntekter i form av gebyrer (for kort og transaksjoner) og float (renteinntekter på e-penger i om-

løp). I mange land (inkludert Norge) har imidlertid bankene investert store summer i etablering av betalingskortsystemer basert på magnetstripeteknologi, og de har derfor ikke nødvendigvis noen interesse i å fremskynde innføring av chipkortbaserte produkter. Kostnadene ved å etablere e-pengesystemer er dessuten store, særlig hvis utsteder må bære utgiftene til ny infrastruktur. Økonomien i slike systemer er fra bankenes side således svært usikker og vil kreve en lang investeringshorisont (det er antydnet en 4-8 års «pay-back»-periode). Dette er en grunn til at bankene aktivt søker etter nye distribusjons- og betalingskanaler, hvor brukerne kan bære en del av infrastrukturutgiftene (for eksempel ved selv å anskaffe en smartkortleser som kobles til PC-en).

Forbrukernes nytte av et e-pengesystem vil avhenge av antallet brukersteder som aksepterer e-penger, av hvor enkelt det er å få tak i e-penger, og av kostnader forbundet med anskaffelse og bruk av e-penger. Så lenge e-penger ikke er innført i Norge og kontanter er forholdsvis enkle å få tak i og rimelige å bruke, er det liten grunn til å forvente et sterkt forbrukerpress for innføring av e-penger. Behovet for å kunne betale på Internett vil imidlertid kunne føre til en noe raskere utvikling av e-penger for nettbetaling.

Samlet sett er det imidlertid lite som tyder på at E-penger vil gjøre et stort innhogg i kontantbruken på kort sikt. For det første tar det tid å implementere slike systemer. I de fleste land foregår dette gradvis, by for by og region for region, bl.a. for å oppnå tilstrekkelig dekning med brukersteder. For det andre vil bruken av e-penger, i alle fall de første årene, trolig være begrenset til kjøp fra automater o.l. (parkering, telefonering, billettering, bruk av telefon- og Internett-tjenester mv).

² Det kan være viktig å presisere at det finnes mange elektroniske betalingssystemer, bl.a. på Internett, som ikke har noe å gjøre med e-penger. Dette gjelder for eksempel ulike former for «home banking», som gir brukeren adgang til å «fjernstyre» kontopenger.

NOEN KJENTE E-PENGESYSTEMER

I Danmark lanserte man allerede i 1992/93 et eget e-pengesystem - Danmønt - som i dag er i bruk i over seksti danske byer. Betalingsinstrumentet (Danmønt-kortet) er et anonymt engangskort, som kjøpes for pålydende over disk i butikker, kiosker, bankfilialer o.a. Danmøntkortet selges med pålydende på mellom DKK 100 og DKK 300. Kortene benyttes ved automatkjøp o.l. Gjennomsnittlig beløp pr. transaksjon ligger rundt DKK 10. Det er utstedt om lag en million kort. Danmøntkortene/e-pengene utstedes av Danmønt A/S som nå eies 100% av PBS (Pengeinstitutternes Betalingssentral).

I Finland fikk man allerede i 1993 det første åpne pengekortet - Avant. Sentralbanken i Finland var aktivt med i etableringen ved sitt datterselskap Avant Finland Ltd. I 1995 ble systemet overtatt av et privat (bankeid) selskap. I år har man introdusert ladbare kort og planlegger å gjøre disse tilgjengelige for bruk på Internett via smartkortlesere. Det er hittil utstedt om lag 1,2 millioner kort; av disse er 18.000 ladbare kort. Det gjennomsnittlige beløp pr. transaksjon på engangskortene er NOK 15.

I Belgia har man etablert et nasjonalt pengekortsystem - Proton. Betalingsinstrumentet (Proton-kortet) er et personlig gjenbrukskort, utstyrt med en PIN-kode som benyttes ved lading. Den enkelte betaling (overføring av e-penger fra kortet til aktuelt mottaksutstyr) er imidlertid anonym. I det belgiske systemet er den øvre grense for hvor mye e-penger som kan lagres på ett kort satt til BEF 5000, tilsvarende om lag NOK 1000. Proton-konseptet er basert på flere e-pengeutsteder som alle er banker.

I Nederland har man utviklet to ulike pengekortsystemer - Chipknip og Chipper. Det første systemet er et bankeid, forhåndsbetalt kortsystem basert på Protonteknologi. Kortene er ladbare, i første omgang på spesielle terminaler, men siden i minibanker. Øvre grense på kortene er satt til om lag NOK 1.800. Betaling kan bare skje via egne betalingsterminaler, men det skal på sikt bli mulig å benytte kortet i den etablerte terminalstrukturen. Chipper er etablert av den nederlandske Postbanken og det nasjonale telekomselskapet. Dette kortet, som kombinerer et betalingskort med et lojalitetskort, blir tilbudt til over 6 millioner kortkunder i løpet av 1997. Kortet skal også kunne benyttes til å overføre betalinger via telefon. De to kortene kan ikke benyttes i de samme terminaler.

I andre europeiske land har man i hovedsak utviklet lokale banksystemer for elektroniske peng-

er: GeldKarte i Tyskland, MINIPay i Italia, og Euro6000 og Monedero 4B i Spania. Ingen av disse systemene har ennå oppnådd stor utbredelse, selv om man venter en kraftig vekst i løpet av de nærmeste årene.

VISA-Cash er et internasjonalt pengekort-konsept, som eies og utvikles av VISA International. I første omgang er betalingsinstrumentet et selvstendig pengekort, som kan benyttes både som engangskort og gjenbrukskort. Dagens VISA-Cash-kort er et envalutakort, men det foreligger planer om flervalutakort. E-pengene skal utstedes av banker, og oppgjør er ment å foregå via nasjonale interbanksystemer (som for Proton) samt via VISA-International (ved grensekryssende bruk). VISA-Cash er under utprøving i en rekke land og ble tidligere i år utprøvd i forbindelse med ski-VM i Trondheim. Utprøvingen, i regi av Sparebanken 1-Midt-Norge og VISA-Norge, omfattet om lag 20 000 pengekort.

Mondex er et engelsk pengekortkonsept, som nå er overdradd til et internasjonalt selskap (Mondex International, hvor MasterCard/Europay eier 51%). Mondex er under innføring/utprøving i bl.a. Australia, Canada, England og Hong Kong. Betalingsinstrumentet (Mondexkortet) er et gjenbrukskort som utstedes av banker og/eller andre, og som kan lades bl.a. via modifiserte minibanker og telefoner. I motsetning til Proton og VISA-Cash forutsetter Mondexkonseptet bare en e-pengeutsteder pr. system eller valuta. E-penge-utstederne vil typisk være et selskap som er helt eller delvis eid av banker. Mondexkortet er p.t. det eneste allment kjente pengekort som tillater kort-til-kort-overføringer, for eksempel via telefoner med nødvendige kortlesere. Enkelte norske aktører vurderer muligheten for å etablere et Mondexsystem i Norge.

E-cash er et nettpengekonsept, som utvikles og eies av DigiCash i Nederland. I motsetning til pengekortsystemer, der e-penger typisk er representert ved en balanse som er lagret på et chipkort, er e-penger i E-cash-konseptet representert som «digitale mynter» som hentes fra E-pengeutstederen via nettet og deretter lagres på en lokal PC-harddisk eller lignende. Hver enkelt «mynt» har i dette systemet et unikt serienummer som registreres i en sentral database. I forbindelse med betaling benyttes denne koden for å sjekke at de aktuelle mynter er ekte. Enkelte store banker i bl.a. Finland (Merita bank), Tyskland (Deutsche Bank) og USA (Mark Twain Bank) er i ferd med å prøve ut konseptet. I Norge gjennomfører DnB for tiden et forsøk med bruk av DigiCash for betalinger på utvalgte (norske) nettsted.

Noen sentrale spørsmål

Bør Norges Bank bry seg om utviklingen av e-penger? De fleste sentralbanker har et ansvar for å ivareta effektive betalingssystemer, herunder å opprettholde publikums tillit til betalingssystemene. I tråd med dette har Norges Bank et lov-pålagt ansvar for å fremme effektive betalingssystemer. Det er en lang tradisjon i Norge for å utvikle samordnede betalingsløsninger som sentralbanken aktivt har støttet. Norges Bank har også et eget ansvar som oppgjørsbank for bankene. I den grad nye e-pengesystemer blir etablert med egne avregningsfunksjoner, vil det også være av interesse hvordan disse eventuelt knyttes opp mot banksystemet. Sentralbankens ansvar for den finansielle stabilitet tilsier også at man vurderer om nye betalingsmidler og -instrumenter vil kunne påvirke den finansielle stabiliteten og den generelle tilliten til betalingssystemet.

Hvem bør få adgang til å utstede e-penger? I noen land (bl.a. Frankrike, Italia og Spania) har myndighetene valgt å begrense adgangen til å utstede e-penger til banker og andre kredittinstitusjoner (fordi man betrakter e-penger som en form for innskuddsvirksomhet). I enkelte andre land (bl.a. UK og USA) har myndighetene bestemt at e-pengesystemer inntil videre kan etableres uten noen form for regulering. Man viser her til at utviklingen på området er kommet svært kort og at en omfattende regulering nå vil kunne bremse den teknologiske utviklingen. Mellom disse ytterpunkter finner vi bl.a. Tyskland, der en nylig har utvidet gjeldende banklovgivning til å omfatte utstedelse av åpne, forhåndsbetalte kort, samtidig som man åpner for at andre enn banker også kan utstede e-penger - dersom myndighetene etter en nærmere vurdering kommer til at systemet ikke utgjør noen fare for betalingssystemet totalt sett. EU arbeider for tiden med å utforme et direktiv som vil gjøre det mulig for andre enn banker å utstede e-penger innenfor et tilfredsstillende regelverk.

Hvem skal garantere for innestående i e-pengesystemet? Kontopenger i bank har en etablert posisjon som allment betalingsmiddel, bl.a. fordi innskuddet (opp til en viss verdi) er garantert verdifast. E-penger utstedt av banker må også antas å ha en stor grad av sikkerhet, selv om det ennå ikke er klart om slike e-penger er dekket av

de sikringsordningene som er etablert for bankinnskudd. Derimot vil det være betydelig større usikkerhet knyttet til innestående i e-pengesystemer som etableres av andre institusjoner. Her vil man i verste fall kunne risikere å miste det man har forhåndsbetalt for e-pengene, med mindre det er etablert egne sikrings- eller garantiordninger.³ E-penger fra «private» utstedere vil dessuten kunne få problemer med å bli akseptert i en vid krets hvis de underliggende verdier i selskapet ikke er sikre. Hvis det blir mange slike utstedere, vil det også kunne føre til forvirring blant brukerne og på sikt til et fragmentert og lite effektivt betalingssystem.⁴ Det er ennå for tidlig å vurdere om dette vil bli et reelt problem.

Rammevilkår for e-penger

Situasjonen i Norge. Adgangen til etablering og drift av betalingssystemer er ikke lovregulert i dag. Banklovkommissjonen har foreslått (i NOU 1996:24 Betalingssystemer mv) at det bør være konsesjonplikt for dem som ønsker å etablere systemer for betalingstjenester overfor en ubestemt krets. Ut fra ønsket om like konkurransevilkår åpner man imidlertid for at konsesjon skal kunne gis også til andre enn banker og finansieringsforetak, jf. §1-2 (2). Derimot foreslår kommisjonen (i §1-2 (3)) at systemer for forhåndsbetalte kort skal kunne etableres og drives uten konsesjon når det forhåndsbetalte beløp ikke overstiger kr 1000 eller et høyere beløp fastsatt av Kongen. Kommisjonens forslag har vært på høring, og et lovframlegg basert på forslagene er ventet i 1998.

Det er ennå ikke vurdert om e-penger omfattes av innskuddsbegrepet i §1 i spare- og forretningsbanklovene. Dette spørsmålet er nå til vurdering i Banklovkommissjonen. Det kan ikke utelukkes at e-penger kan avgrenses mot innskuddsbegrepet på en slik måte at andre enn banker etter banklovene vil kunne utstede e-penger. Hvis utstedere av e-penger skulle yte kreditt til forbruker ved kjøp av e-penger, vil dette normalt omfattes av finansieringsvirksomhetsloven.

³ Internasjonalt har man allerede hatt flere tilfeller hvor kortselskaper har gått konkurs og påført publikum store, samlede tap.

⁴ Dette problemet vil forsterkes hvis ulike systemer benytter tekniske løsninger som ikke kommuniserer med hverandre.

Situasjonen i andre europeiske land. EMI (Det europeiske monetære institutt - forløperen for en EU-sentralbank) publiserte allerede våren 1994 en rapport om «elektroniske lommebøker» (pengekort o.l.). Rapporten anbefalte at adgangen til å utstede e-penger som hovedregel burde begrenses til kredittinstitusjoner som er under tilsyn. Etter annet bankdirektiv kan imidlertid også andre enn kredittinstitusjoner ta imot innskudd (eller andre midler som skal tilbakebetales allmennheten) dersom disse er omfattet av nasjonal lovgivning eller fellesskapslovgivning og forutsatt at virksomhetene er underlagt forskrifter og kontroller som er ment å beskytte innskyttere og investorer (Art. 3). Denne hjemmelen ligger til grunn for den særlovgivning man har innført i Danmark for e-pengeselskapet Danmønt («Lov om sparevirksomheder og udstedere af forudbetalte kort»).⁵ Mange europeiske land (bl.a. Belgia, Frankrike, Italia og Spania) har valgt å legge EMIs retningslinjer til grunn for sine nasjonale reguleringer.

Innen EU søker man for tiden å komme fram til et direktiv for elektroniske penger (for andre utstedere enn banker). Formålet med et slikt direktiv er å etablere felles regler for e-pengeutstedere, for derved å legge forholdene til rette for grensekryssende tilbud (såkalt «European Passport»). Slike tilbud vil være særlig aktuelle etter at euroen innføres (fra 1.1.1999), ettersom man da i en overgangsfase vil ha euroen som parallellvaluta, men uten et eget fysisk tilbud i form av sedler og mynter i euro. Det er ulike syn på både behovet for et slikt direktiv og om andre enn banker i det hele tatt bør få adgang til å utstede elektroniske penger. Mange land er nok allikevel av den oppfatning at det vil være fornuftig å komme fram til et felles regelverk, slik at publikum kan være rimelige sikre på e-penger fra slike utstedere. Man ønsker dessuten å skape like konkurranseforhold mellom banker og andre utstedere av e-penger. Et fremtidig regelverk på dette området vil sannsynligvis inneholde visse krav om egenkapital, regler for hvordan ut-

steder skal forvalte midlene i selskapet, begrensninger på andre virksomhetsområder, samt regler for sunn forretningsførsel.

E-penger og sentralbankene

Bank for International Settlements (som er sentralbankenes bank) har i flere rapporter belyst ulike sider ved elektroniske penger og forholdet til sentralbanken.⁶ Særlig har man sett på forholdet til seddelmonopolet, virkningen på sentralbankens inntekter og virkningen på pengepolitikken.

Seddelmonopolet. De fleste sentralbanker har ved lov enerett til å utstede sedler og mynter («seddelmonopol»). Både EMI og BIS har kommet til at utstedelse av e-penger ikke bryter med sentralbankens seddelmonopol (bortsett fra i enkelte land hvor det er forbud mot å utstede «monetary tokens» som funksjonelt ligner sedler og mynt). Sentralbankens seddelmonopol har uansett mindre betydning i dag, ettersom publikum allerede disponerer flere andre betalingsmidler (særlig kontopenger i bank) som kan benyttes i stedet for sedler og mynter. Et annet spørsmål er om sentralbanker skal vurdere å utstede e-penger, dvs. elektroniske fordringer på seg selv, som publikum kan benytte i stedet for sedler og mynt. Dette har foreløpig vært ansett som uaktuelt, selv om det i prinsippet ikke kan utelukkes.

Seigniorage er betegnelsen på den inntekten sentralbanken får ved å utstede rentefrie fordringer på seg selv (i form av sedler og mynt) og plassere midlene i rentebærende fordringer. BIS har vist at et kraftig fall i publikums bruk av sedler og mynter (som følge av økt bruk av e-penger) vil kunne føre til store inntektstap for enkelte sentralbanker. Denne inntekten er relativt liten i Norges Bank i forhold til andre sentralbanker, og et kraftig fall i bruken av kontanter vil således ikke representere noe tilsvarende problem her.

Pengepolitikken kan i prinsippet også bli påvirket av at publikum går over til å benytte e-penger, bl.a. fordi det innebærer endringer i pengemengdens omløpshastighet. Det kan da bli nødvendig å samle inn supplerende informasjon for å lage «utvidede» monetære aggregater. Dette får særlig betydning for de land som benytter slike aggregater som styringsmål i pengepolitik-

⁵ Loven kommer derimot ikke til anvendelse på utstedere «der kun utsteder forudbetalte betalingskort med et pålydende på kr. 500 eller mindre, og såfremt det samlede pålydende beløp på kort, som utstederen har i sirkulasjon er mindre end 1 mio. kr pr. seneste 31. december».

⁶ BIS: «Implications for central banks of the development of electronic money», October 1996 (ISBN 92-9131-059-X) gir en sammenfatning av de ulike rapportene.

ken. BIS har dessuten fremhevet at en økning i bruken av e-penger vil kunne redusere sentralbankens beholdning av reserver (hvis kontantbruken reduseres tilsvarende) og derved begrense mulighetene for steriliserende markedsoperasjoner. Man konkluderer imidlertid med at dette neppe kan anses å være et stort problem, og at en overgang til e-penger neppe vil medføre store endringer i utformingen av pengepolitikken. Sentralbankene vil således fremdeles være i stand til å påvirke prisen på sentralbankpenger (primærlikviditeten). BIS forventer uansett ikke mer enn en moderat økning i bruken av e-penger på kort sikt, selv om man ikke utelukker en mer omfattende bruk på noe lengre sikt.

Utviklingen fremover

Utviklingen internasjonalt. Det er ennå uvisst hvor bred anvendelse elektroniske penger vil få. I Europa er det til nå etablert eller under innføring over 15 ulike systemer, men mange av disse er fremdeles på forsøksstadiet. Ettersom det ikke foreligger en internasjonal standard for pengekort, har mange av disse nasjonale systemene hittil vært basert på lokalt utviklede løsninger. Det kan hindre bruk av e-penger på tvers av landegrensene. De internasjonale kortselskapene (særlig VISA og MasterCard/Europay) har klare ambisjoner om å dekke denne delen av markedet, og de har allerede erfaring og infrastruktur for grensekryssende betalinger. Slike overnasjonale selskaper vil derfor kunne være bedre i stand til å møte det behovet som bl.a. introduksjonen av euro fører med seg.⁷ De store kortleverandørene forsøker også å tilpasse sine kortsystemer for betalinger over Internett (i kombinasjon med lokale smartkortlesere). Det er ennå for tidlig å avgjøre om ett av disse systemene på sikt vil bli dominerende, eller om det kommer noe helt nytt. Det største dilemmaet for utviklingen av elektroniske penger for tiden er således den store usikkerheten knyttet til hva som blir fremtidens teknologi på området, samtidig som investeringskostnadene ved å etablere nye systemer er store. I små land kan dette føre til at man ikke får etablert e-pengesystemer.

Utviklingen i Norge. I Norge er det ennå ikke etablert noe e-pengesystem. Det gjennomføres for tiden enkelte forsøksprosjekter, men det er uvisst om disse vil utvikle seg til nasjonale systemer.

Kostnadene ved å etablere slike systemer er relativt store, særlig hvis infrastrukturinvesteringer må bæres av utsteder. Det er også uklart hvor stort behovet for e-penger i Norge er. Usikkerhet om relevant teknologi og det forhold at det norske markedet er ganske lite, gjør at dette fremdeles kan ta noe tid. Det synes imidlertid å være enighet om at et eventuelt norsk e-pengesystem bør etableres på en allerede kjent internasjonal standard. Det vil fremdeles være ønskelig med et samordnet initiativ, for eksempel mellom bankene og sentrale aktører innen samferdselssektoren, selv om det nok ikke kan utelukkes at man i en innledende fase vil kunne få etablert flere, konkurrerende systemer. Det kan også tenkes at det etter hvert vil bli etablert flere lukkede kortsystemer ved siden av (ett eller flere) åpne e-pengesystemer. Forbrukerne vil være tjent med en høy grad av samordning, slik at man unngår flere ulike kort, og brukerstedene vil også ønske å unngå en situasjon med flere ulike betalings-terminaler. En løsning hvor ulike kort kan leses i de samme terminalene (som i dagens EFTPOS-infrastruktur) vil klart være ønskelig.

Norske banker har hittil vært relativt tilbakeholdne når det gjelder investeringer i e-pengesystemer. I tillegg til de forhold som er nevnt over, kan nok dette skyldes at man allerede har investert tungt i dagens EFTPOS-infrastruktur (som er basert på magnetkortteknologi), og at man derfor ønsker å avvente nye store investeringer i pengekortsystemer (som er basert på smartkortteknologi). Press fra andre konkurrenter eller fra utenlandske tilbydere kan imidlertid gjøre at e-penger blir innført i Norge tidligere enn man ellers ville antatt. Nye distribusjons- og betalingskanaler (for eksempel via telenettet og med private smartkortlesere) vil kunne redusere investeringskostnadene for dem som skal etablere slike systemer. Det kan derfor ikke utelukkes at man allerede neste år vil få etablert et e-pengesystem i Norge.

⁷ VISA satser (sammen med bl.a. IBM og kortleverandøren Gemplus) på å utvikle sitt VISA Cash system på en åpen plattform ved bl.a. å bruke programmeringsspråket Java til å legge inn ulike applikasjoner. MasterCard/Europay satser på sitt Mondex system med et standard operativsystem (Multos) som skal danne basis for deres flerbrukskort.

KONTANTERS ROLLE SOM BETALINGSMIDDEL

Kai Larsen og Sverre William Skagemo, konsulenter i Avdeling for finansielle instrumenter og betalingssystemer (FIBE) i Norges Bank

Kontanter er tvungent betalingsmiddel og kan derfor brukes i enhver betalingssituasjon hvor ytelsen gjøres opp på stedet. Sedler og mynt brukes fortsatt i stort omfang, og lite tyder på at bruken vil avta betydelig de nærmeste årene. Økt bruk av andre betalingsformer, spesielt betalingskort, vil bidra til å redusere kontanters andel av det totale antall betalingsstransaksjoner. En fortsatt økning i privat konsum vil imidlertid begrense nedgangen i antall kontanttransaksjoner. På lengre sikt kan innføringen av allmenne elektroniske pengesystemer føre til en betydelig reduksjon i kontantbruken.

De samfunnsøkonomiske kostnadene ved bruk av kontanter anslås til om lag 4 milliarder kroner i 1994. Anslag viser at gjennomsnittskostnaden pr betalingsstransaksjon er lavere for kontanter enn for betalingskort og sjekk.

Innledning

I Norge er kontanter lovfestet som tvungent betalingsmiddel. Det vil si at kontanter kan brukes i enhver betalingssituasjon hvor ytelsen gjøres opp på stedet. Alle samfunn er tjent med å ha et slikt betalingsmiddel. Et samfunn som ikke har et velfungerende tvungent betalingsmiddel, vil ha store transaksjonskostnader i betalingsformidlingen.

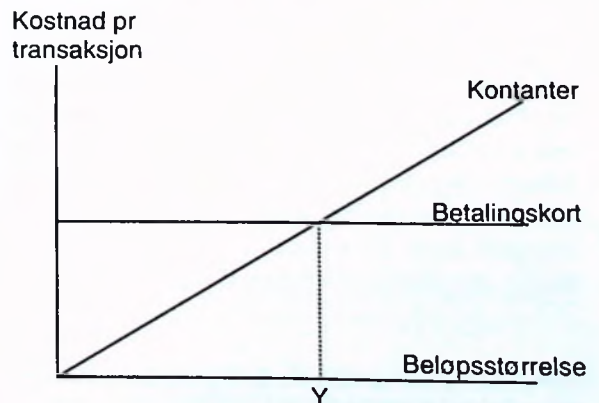
I denne artikkelen vurderes hva som påvirker publikums valg av betalingsmåte. Videre blir den historiske og fremtidige bruken av kontanter i Norge vurdert. Til slutt blir kostnadene ved bruk av kontanter anslått og sammenlignet med kostnadene ved bruk av betalingskort og sjekk.

Hva som påvirker publikums valg av betalingsmåte

Publikum foretrekker den betalingsmåten som er enklest og billigst. Betaling med kontanter er ikke belagt med gebyr. For å betale kontant må en imidlertid ha kontanter (transaksjonskasse). Den enkelte bruker vil ha tids- og transportkostnader til og fra uttaksstedet, i tillegg til eventuelle uttaksgebyrer. Disse kostnadene påløper for hvert uttak, og det taler for å gjøre så få uttak som mulig. På den annen side gir kontopenger renter, og det er sikkerhetskostnader gjennom risikoen for å miste kontanter. Rente- og sikkerhetskostnadene øker med størrelsen på transaksjonskassen og trekker i retning av en liten transaksjonskasse.

Dersom kontanter benyttes til betaling av små beløp, kan mange betalinger utføres med en liten transaksjonskasse. Uttakskostnaden pr. betaling er da beskjeden, samtidig som rente- og sikkerhetskostnadene er lave. Når størrelsen på betalingene øker, vil færre betalinger kunne gjøres med samme transaksjonskasse, og kostnaden pr. betaling vil øke. Ved bruk av kort og sjekk blir en ofte belastet med et gebyr pr. betaling som er uavhengig av størrelsen på betalingene, slik a kostnadene pr. betalingsstransaksjon kan betraktes som konstante. Kostnadene pr. betalingsstransaksjon med kontanter og betalingskort er skissert i figur 1.

Figur 1. Kostnadene for betaler pr. betalingsstransaksjon med kontanter og betalingskort



Tabell 1. Bruk av kontanter, betalingskort, sjekk og giro ved betalinger av ulike beløp. Prosent av alle betalinger i de ulike beløpsgrupper

Betalingsform	Beløp i kr					Totalt
	0 - 20	20 - 49	50 - 99	100-500	> 500	
Kontanter	99,1%	97%	95%	67%	23%	69%
Betalingskort	0,3%	2%	4%	18%	9%	10%
Sjekk	0,3%	0%	0%	2%	5%	2%
Giro	0,3%	1%	1%	13%	63%	19%
Sum	100,0%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Utvalgsundersøkelse fra 1993

Figuren viser at betaler foretrekker å benytte kontanter for beløp mindre enn Y og betalingskort for beløp større enn Y. Det er derfor en negativ samvariasjon mellom størrelsen på betalingene og bruk av kontanter. Det stemmer godt med observasjonene fra en utvalgsundersøkelse Opinion A/S gjennomførte for Norges Bank i 1993, se tabell 1.

Valg av betalingsmåte er preget av vaner. Bruk av kontanter er godt innarbeidet hos folk flest, og vaner er ofte vanskelige å endre. Det kan også være tidkrevende å sette seg inn i hvordan et nytt betalingsinstrument skal anskaffes og brukes. Videre opplever mange at kontanter synliggjør pengebruken bedre enn andre betalingsformer, noe som skaper et bedre grunnlag for kontroll over forbruket. Dette er i samsvar med funn i en utvalgsundersøkelse Norsk Gallup Institutt A/S gjennomførte i 1995¹. Hvor enkelt det er å gjennomføre selve betalingstransaksjonen har også innflytelse på valg av betalingsmåte. Betaling med kontanter krever opptelling og kontroll, og fører ofte til mye vekslpengen i lommeboken. Bruk av betalingskort krever på sin side inntasting av PIN-kode og venting på verifisering. Det er også en viss risiko for at kortet eller betalingsterminalen ikke fungerer.

Et betalingsinstrument er helt avhengig av tillit. Publikum har ofte større tillit til kontanter enn til andre betalingsformer. Det skyldes at betalingsoppgjøret er oversiktlig og enkelt, og at alle vet at den enkelte seddel/mynt aksepteres til nominell verdi. En seddel/mynt vil ikke nødvendigvis aksepteres til nominell verdi dersom det

er tvil om ektheten. Sannsynligheten for å komme i besittelse av falske penger i Norge er imidlertid så liten at svært få brukere oppfatter dette som noen risiko.

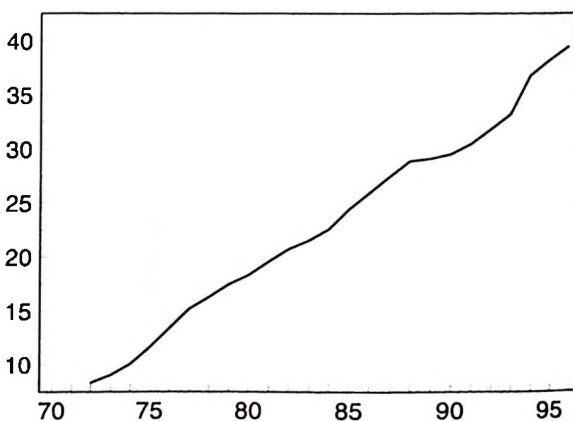
Utviklingen i bruken av kontanter

Det foreligger ikke sikre tall for antall kontanttransaksjoner i Norge. Utvalgsundersøkelsen fra 1993 viste at 69 prosent av samtlige betalinger ble gjort med kontanter, 19 prosent med giro, 10 prosent med kort og 2 prosent med sjekk. Til sammenligning ble det i 1994 utført 328 millioner betalingstransaksjoner ved bruk av giro (blankettbasert og elektronisk), 123 millioner ved bruk av betalingskort (EFTPOS) og 26 millioner ved bruk av sjekk. Basert på disse tallene kan antall kontanttransaksjoner i 1994 anslås til om lag 1 milliard.

Vi kjenner ikke til tilsvarende undersøkelser i Norge de siste årene. Utviklingen i verdien av kontantomløpet, dvs. sedler og mynt i sirkulasjon i samfunnet (utenfor Norges Bank), kan imidlertid gi en viss indikasjon på utviklingen i kontantbruken. Figur 2 viser utviklingen i årsgjennomsnittet for verdien av kontantomløpet, målt i løpende kroner, siden tidlig på 1970-tallet.

Kontantomløpet har økt hvert år siden 1972. I 1996 var det på nærmere 40 milliarder kroner, eller ca 9 000 kroner pr. innbygger. Privat konsum har også økt hvert år i denne perioden. Figur 3 viser utviklingen i kontantomløpet dividert med nominelt privat konsum (kontantbrøken) for perioden 1972-1996.

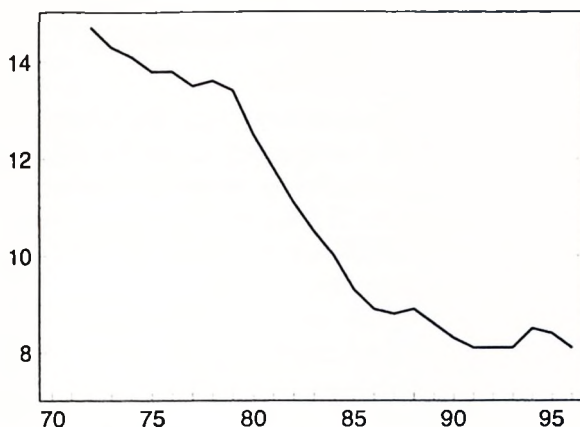
Figur 2. Årsgjennomsnittet for verdien av kontantomløpet 1972-1996. Løpende milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

¹ Norsk Gallup Institutt A/S, «Rapport fra kvantitativ markedsundersøkelse: Småpengekort», 4. mai 1995.

Figur 3. Utviklingen i kontantbrøken (Årsgjennomsnittet for verdien av kontantomløpet i prosent av nominelt privat konsum). 1972-1996



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kontantbrøken ble gradvis redusert fram til 1991, dvs. kontantomløpet økte relativt sett mindre enn privat konsum. De siste fem årene har kontantomløpet og privat konsum økt i omtrent samme takt. Det kan virke overraskende, tatt i betraktning den sterke veksten i elektronisk betalingsformidling og kortbruk. Det kan ha sammenheng med at det lave rentenivået har bidratt til å redusere kostnadene ved å holde kontanter.² Utbredelsen av bompenggeordninger, spill- og myntautomater og introduksjon av høyvalørmynter kan også ha bidratt til å øke verdien av kontantomløpet.

Faktorer som vil påvirke bruken av kontanter i framtida

Historisk sett har det vist seg vanskelig å lage gode prognoser for nivået på bruken av kontanter. Den rivende utviklingen i betalingsformidlingen vil ikke gjøre det noe enklere å treffe med prognosene i framtida. Vi har ikke her gjort noe forsøk på å lage prognoser for utviklingen i kontantbruken.

Erfaringene viser at det tar tid med betydelige endringer i publikums betalingsvaner. En av årsakene er at det tar tid å opparbeide allmenn tillit til nye betalingsformer. En annen årsak er at kontanter kan brukes i enhver betalingssituasjon hvor ytelsen gjøres opp på stedet, mens for eksempel kortbruk forutsetter at selger har installert betalingsterminal. Videre er bruk av kontanter ofte billigere for den enkelte bruker enn andre

betalingsformer. Vi vil se nærmere på noen av faktorene som vil påvirke bruken av kontanter i framtida.

Betalingskort

Redusert bruk av kontanter de nærmeste årene vil trolig primært skje som følge av fortsatt økt bruk av betalingskort i butikkterminaler. Bruken av betalingskort har vært jevnt stigende de siste årene, hovedsakelig fordi antall betalingsterminaler har økt og fordi publikum er blitt mer fortrolig med å bruke kort.

Ved betaling av små beløp vil imidlertid kontanter fortsatt bli foretrukket, siden transaksjonen da er gratis. Økt bruk av betalingskort vil samtidig trolig føre til at antall kontantuttak i betalingsterminaler øker. Fordi det dermed blir enklere og billigere å gjøre uttak, kan dette bidra til å bremse nedgangen i bruk av kontanter.

Elektroniske penger (E-penger)

E-penger er et betalingsmiddel hvor penger lagres på et elektronisk medium, for eksempel et chip-kort eller en PC-harddisk.³ I motsetning til bruk av betalingskort, skjer betaling her desentralt uten on-line verifisering. Kostnadene pr. transaksjon er derfor begrensede, slik at e-penger også er velegnet til små betalinger.

Det finnes i dag ikke allmenne e-pengesystemer i Norge. I hvilken grad e-penger i framtida vil gjøre store innhogg i kontantbruken, vil i første rekke være avhengig av antall brukersteder og kostnadene ved å anskaffe og bruke betalingsinstrumentet. Det er tids- og kostnadskrevende å innføre slike systemer, og de er avhengige av å ha et stort antall brukere for å være lønnsomme. Bruken av e-penger vil derfor på kort sikt være begrenset til forskjellige automatkort (for eksempel telefonkort) og småpengekort i lukkede systemer (for eksempel kantinekort). Om noen år vil nok allmenne e-pengesystemer være etablert i større skala. Det kan bidra til en betydelig reduksjon i bruken av kontanter.

² Mer enn 70 prosent av verdien på seddelomløpet er 1000-kronesedler. Det indikerer at sedler også brukes til å oppbevare formue.

³ For en nærmere omtale av e-penger vises til artikkelen om elektroniske penger i dette nr. av Penger og Kreditt.

Andre elektroniske overføringer

Andre faktorer som vil bidra til en reduksjon i kontantbruken, er overføring av kontopenger over Internett og fremveksten av ulike avregningsløsninger, enten direkte mellom betaler og betalingsmottaker eller hos leverandører av «virtuelle markedsplasser» (for eksempel Teletorg og Scandinavian Online). Disse betalingsformene regnes ikke som e-penger, selv om betalingsmidler flyttes elektronisk. Dette fordi penger ikke blir lagret på et lokalt bæremedium, men overføres mellom bankkonti ved hjelp av telefon, PC etc.

Endringer i bankenes og Postens rutiner

Bankene og Posten får i dag ikke dekket inn sine kostnader til kontanthåndtering gjennom gebyrer på de ulike kontantjenestene. Det er derfor ikke unaturlig å forvente at de ønsker å bygge ned sitt tilbud på kontantområdet i takt med innføringen av alternative betalingsformer (for eksempel pengekort og Internett). Det er foreløpig uklart hvilke tiltak de eventuelt kan og vil iverksette for å redusere bruken av kontanter, utover det å stimulere til økt bruk av kort og andre mindre kostnadskrevende betalingsformer.

Tiltak fra Norges Bank

Som en del av Norges Banks lovpålagte oppgave om å fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet, må banken løpende vurdere ulike betalingsformer i forhold til effektiviteten i betalingssystemet samlet sett. Dette gjelder også kontanter, hvor Norges Bank har et spesielt ansvar med utgangspunkt i utstederrollen. De tiltak Norges Bank eventuelt iverksetter overfor bankene og Posten på kontantområdet - herunder endringer i prispolitikk i seddel- og myntforsyningen, produktspekter, valuteringsregler og størrelsen på distriktsavdelingsnett - vil også påvirke bruken av kontanter i framtida.

Oppsummering

En betydelig reduksjon i bruken av kontanter er avhengig av at det innføres betalingsformer som er like tilgjengelige og billige å bruke som kontanter for små betalingstransaksjoner. Det er tvilsomt om det vil skje de nærmeste årene. Selv om økt bruk av betalingskort og andre elektroniske betalingsformer vil bidra til å redusere kontan-

ters andel av det totale antall betalingstransaksjoner, vil en fortsatt økning i privat konsum bidra til å begrense nedgangen.

Kostnader ved bruk av kontanter, betalingskort og sjekk

Bruk av kontanter medfører kostnader, særlig for bankene, Posten, varehandel- og servicesektoren og Norges Bank. Publikum (brukerne) bidrar i liten grad direkte til å dekke disse kostnadene. Betaling med kontanter er gratis, og uttak av kontanter er ofte gratis.

Det kan argumenteres for at et samfunn vil være tjent med at hver enkelt tjeneste prises slik at alle kostnadene dekkes av tjenestens brukere, såkalt «kostnadsriktig» prising. Kontanter blir imidlertid oppfattet som et offentlig gode som skal være gratis å bruke. Sedler og mynt er dessuten etter sentralbankloven tvungent betalingsmiddel. Bankene og Posten har derfor ikke innført priser på en del typer kontantuttak (for eksempel kontantuttak over skranke), og prisene holdes lave på de typer kontantuttak som er prisbelagte (for eksempel uttak i minibank utenom åpningstid). Varehandel- og servicesektoren er sannsynligvis lite villig til å innføre priser på kontanttransaksjoner. Det er derfor lite som tyder på at bruken av kontanter i overskuelig framtid vil prislegges i særlig større grad enn i dag.

Problemene med å prislegge bruken av kontanter forstyrrer bruken av prismekanismen i betalingsformidlingen, og kan bidra til å hindre eller forsinke fremveksten av mer kostnadseffektive betalingsformer. Dette er en komplisert problemstilling som vi ikke drøfter nærmere. Vi skal imidlertid se nærmere på samfunnsøkonomiske kostnader ved bruk av kontanter og alternative betalingsformer. Vi har tatt utgangspunkt i en kostnadsundersøkelse Norges Bank gjennomførte i 1994.⁴ Selv om tallene er noen år gamle, illustrerer de i grove trekk forskjellene i kostnadene ved bruk av kontanter og alternative betalingsformer.

Kostnader til kontanthåndtering

Norges Bank har kostnader til utvikling, produksjon, distribusjon, kontroll og destruksjon av sedler og mynt. Et grovt anslag viser at disse

⁴ Undersøkelsen er publisert i Penger og Kreditt nr. 1, 1995.

Tabell 2. Anslag for Norges Banks, bankenes, Postens og varehandel- og servicesektorens kostnader til kontanthåndtering i 1994. Milliarder kroner

Sektor	Totale kostnader
Norges Bank	0,5
Bankene og Posten	2,5
Varehandel- og servicesektoren	1,0
Totalt	4,0

kostnadene utgjorde om lag 0,5 milliarder kroner i 1994. Det er vanskelig å gi et nøyaktig anslag. Hvilket beløp en kommer fram til, er bl.a. avhengig av hvilken fordelings- og kalkylemal som brukes.

Bankene og Posten har kostnader til distribusjon, innskudd/uttak, behandling og oppbevaring av kontanter. Med utgangspunkt i kostnadsundersøkelsen Norges Bank gjennomførte i 1994, beregnes disse kostnadene til om lag 2,5 milliarder kroner. Fordelingen av kostnadene er vist i figur 4.

Varehandel- og servicesektoren har kostnader til transport, sikkerhet, oppgjør mot kunden og kasseoppgjør. Det finnes ikke offisiell statistikk over varehandel- og servicesektorens kostnader til kontanthåndtering. Det er derfor tatt utgangspunkt i beregninger utført av Norges Bank i samarbeid med Hakongruppen A/S. Data ble hentet fra 9 Rimi-butikker på det sentrale Østlandet. Kontanter ble brukt i 90 prosent av betalingstransaksjonene, og utgjorde 78 prosent av den totale omsetningen. Butikkenes gjennomsnittskostnad pr. kontanttransaksjon ble beregnet til om lag 1 krone. Kostnadene inkluderer lønn til kassebetjeningen (bare tiden som er gått med til håndtering av kontanter er inkludert)⁵, tidsbruk til kasseoppjøret og transport av kontanter. Kostnadene ved kjøp av skillemynt- og nattsafetjenester er tatt med som en del av bankenes ressursbruk. Dersom kostnaden pr. kontanttransaksjon er representativ for hele varehandel- og ser-

⁵ Det forutsettes at alternativet til de ansatte i kassefunksjonen er annet arbeid, og ikke arbeidsledighet. Butikkenes lønnskostnader tilsvare da de samfunnsøkonomiske kostnadene.

⁶ De samfunnsøkonomiske kostnadene ved tyveri/svindel er knyttet til ressursene som er benyttet for å unngå, planlegge og utføre tyveri/svindel, samt eventuelle effektivitetstap som følge av dette. Det er svært vanskelig å anslå disse kostnadene, og de er derfor utelatt.

Figur 4. Prosentvis fordeling av bankenes og Postens kostnader til kontanthåndtering



Kilde: Norges Bank

vicesektoren og det ble gjennomført 1 milliard kontanttransaksjoner, blir varehandel- og servicesektorens totale kostnader til kontanthåndtering på om lag 1 milliard kroner i 1994.

Publikum og offentlig sektor har også kostnader ved bruk av kontanter. Disse kostnadene er imidlertid svært vanskelig å anslå og er utelatt. Gebyrkostnader for uttak av kontanter er inkludert i bankenes og Postens ressursbruk.

Rentekostnader og kostnader ved tyveri/svindel⁶ representerer samfunnsøkonomisk sett overføringer og er ikke tatt med. En del av transaksjonskostnadene til betalingskort og sjekk kan betraktes som kostnader ved uttak av kontanter dersom det primære formålet med transaksjonen er å få tilgang på kontanter. Det er imidlertid vanskelig å anslå disse kostnadene, og de er derfor utelatt i denne omtalen av kostnader til kontanthåndtering.

Tabell 2 oppsummerer Norges Banks, bankenes/Postens og varehandel- og servicesektorens kostnader til kontanthåndtering. Vi ser at med 1 milliard kontanttransaksjoner blir gjennomsnittskostnaden pr. transaksjon på fire kroner.

Kontanter benyttes i all hovedsak til betaling som gjøres opp på stedet, og relativt sjelden til betaling av regninger etc. Betalingskort og sjekk er derfor relevante substitutter til kontanter, mens giro hovedsakelig benyttes for andre transaksjonstyper. Ulike former for e-penger er under stadig utvikling, men utgjør foreløpig ikke reelle alternativer til bruk av kontanter. Bruken av kontanter sammenlignes derfor bare med bruk av betalingskort og sjekk.

Kostnader ved bruk av betalingskort og sjekk

Kostnadene ved bruk av betalingskort og sjekk⁷ ble i Norges Banks kostnadsundersøkelse beregnet til hhv. 330 og 400 millioner kroner, eller hhv. kr 4,50 og kr 14 pr. transaksjon, i 1994. Beregningene inkluderer ikke varehandel- og servicesektorens tidskostnader ved betalingstransaksjonene. Dersom en forutsetter at det tar 40 sekunder å gjennomføre en betalingstransaksjon med betalingskort/sjekk og at timelønnen til kassebetjeningen er 90 kroner, blir tidskostnaden pr. betalingstransaksjon med betalingskort/sjekk på kr 1. Med dette anslaget brukt for hele varehandel- og servicesektoren, blir gjennomsnittskostnadene pr. transaksjon med betalingskort og sjekk på hhv. kr 5,50 og kr 15.

Sammenligning av kostnadene ved bruk av kontanter, betalingskort og sjekk

Tabell 3 viser gjennomsnittskostnadene pr. betalingstransaksjon med kontanter, betalingskort og sjekk.

Kontanter har den laveste gjennomsnittskostnaden pr. betalingstransaksjon. Det må her fremheves at gjennomsnittskostnaden for kontanter er basert på ett bestemt betalings- og uttaksmønster, og at kontanter i dette mønsteret i stor grad er brukt til små betalinger. Det betyr at mange betalinger kan gjøres for hvert kontantuttak, og at gjennomsnittskostnaden pr. kontanttransaksjon blir relativt sett lav.

De totale kostnadene ved bruk av kontanter er avhengig av antall transaksjoner, størrelsen på transaksjonene og hvordan uttakene gjøres. Virkninger av endringer i betalings- og uttaksmønsteret er nærmere vurdert under.

Beregningene er basert på kostnadsstrukturen i 1994. Siden den gang har antall uttak fra minibanker og betalingsterminaler økt. Uttak fra betalingsterminaler bidrar til at kontanter forblir i omløp hos varehandel- og servicesektoren og publikum. De reduserer dermed ikke bare publikums kostnader ved kontantbruk, men også bankenes, Postens og Norges Banks kostnader. Vi

⁷ Gjelder bruk av betalingskort og sjekk i butikk.

⁸ De faste kostnadene til kontanthåndtering anslås til mellom 10-15% av totalkostnadene. De faste kostnadene ved bruk av betalingskort og sjekk ble i Norges Banks kostnadsundersøkelse beregnet til hhv. 9% og 12,5% av totalkostnadene.

Tabell 3: Gjennomsnittskostnader pr. betalingsstransaksjon med kontanter, betalingskort og sjekk (eksklusive publikums kostnader)

	Kontanter	Betalingskort	Sjekk
Gjennomsnittskostnad pr. betalingstransaksjon	4,00*	5,50	15,00

* Totale kostnader dividert på 1 milliard kontanttransaksjoner. Anslaget for antall kontanttransaksjoner er usikkert. Om det alternativt forutsettes 0,8 og 1,2 milliarder kontanttransaksjoner, blir gjennomsnittskostnaden på hhv. kr 5 og kr 3,30.

dere har økt bruk av høyere valører, bl.a som følge av introduksjonen av 200-kroneseddelen i 1994, bidratt til å redusere kostnadene til kontanthåndtering. Bankene har de siste årene arbeidet aktivt med å få publikum til å utføre betalinger uten bruk av bankfilialer. Det har også bidratt til å redusere kostnadene til kontanthåndtering. Kostnadene ved betalingstransaksjoner med kort har sannsynligvis også blitt redusert, bl.a som følge av stordriftsfordeler ved produksjon av et større volum og lavere telepriser.

Virkninger av endringer i betalingsmønsteret

Dersom en forutsetter at de totale kostnadene ved kontantbruk varierer lineært med antall kontanttransaksjoner, vil gjennomsnittskostnaden pr. transaksjon ikke endre seg med antall transaksjoner. En del av kostnadene ved bruk av kontanter er imidlertid faste innenfor visse transaksjonsintervaller. Det samme gjelder for betalingskort og sjekk⁸. Dersom en forutsetter konstante variable kostnader, vil gjennomsnittskostnaden pr. transaksjon være fallende innenfor disse intervallene.

Kostnadene ved kontantbruk påvirkes også av størrelsen på betalingene. Dersom kontanter i større grad brukes til store betalinger, vil kontantomløpet øke. En økning i kontantomløpet vil føre til at det blir flere sedler å håndtere (forutsatt at ikke seddelvalørene øker tilsvarende). Det vil øke kostnadene til kontanthåndtering i Norges Bank, bankene, Posten, og varehandel- og servicesektoren. En økning i størrelsen på betalingene vil også øke publikums tids- og sikkerhetskostnader. Endringer i størrelsen på betalingene vil ha liten innvirkning på kostnadene ved bruk av betalingskort og sjekk.

Virkninger av endringer i uttaksmønsteret

Kostnadene ved kontantbruk endrer seg med hvordan publikum gjør uttak. I 1994 var det 80 millioner minibankuttak og 60 millioner uttak over skranke⁹. Dersom antall uttak over skranke halveres og i stedet gjøres i minibank, reduseres gjennomsnittskostnaden pr. kontanttransaksjon fra kr 4 til kr 3,50. Hvis en større andel av uttakene gjøres i betalingsterminal, vil gjennomsnittskostnaden pr. kontanttransaksjon reduseres ytterligere. Kontantuttak i betalingsterminal medfører ingen andre kostnader enn tid som går med til å telle og levere ut kontanter, fordi betalingsterminalene og kommunikasjonsnettene allerede brukes til vanlige korttransaksjoner¹⁰.

Hvis uttaksmønsteret vris vekk fra uttak over skranke til uttak i minibank og betalingsterminal, vil publikums uttakskostnader reduseres. Lavere uttakskostnader medfører trolig hyppigere uttak. 30 millioner færre uttak over skranke vil sannsynligvis føre til flere enn 30 millioner ekstra uttak i minibanker og betalingsterminaler. I en studie av stordriftsfordeler ved overgang fra

bruk av filialer til minibanker i amerikanske banker, fant David B. Humphrey¹¹ at totale kostnader ikke ble redusert, fordi publikum gjorde uttak langt oftere enn før. Simuleringer i Norges Bank viser imidlertid at økningen i antall minibankuttak må være meget stor for at rasjonaliseringspotensialet for de norske bankene skal forsvinne. Dersom antall uttak over skranke for eksempel reduseres med 10 millioner, kan antall minibankuttak øke med nærmere 70 millioner uten at de totale kostnadene øker.

⁹ Kostnadene pr. minibankuttak og uttak over skranke ble i kostnadsundersøkelsen beregnet til hhv. kr 3,50 og kr 16,50 i 1994.

¹⁰ Dersom det primære formålet med korttransaksjonen er å få tilgang på kontanter, er det rimelig å betrakte en del av kostnadene til korttransaksjonen som kostnader til uttak av kontanter. Det er ikke gjort noe forsøk på å estimere disse kostnadene i denne analysen.

¹¹ Humphrey, David B. «Delivering deposit services: ATMs versus branches», Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly no. 2, 1994.

FORSLAG TIL RETNINGSLINJER FOR STATENS PETROLEUMSFOND

Brev av 22. august 1997 fra Norges Bank til Finansdepartementet

1. Bakgrunn og sammendrag

Viktige forutsetninger for forvaltningen av Statens petroleumsfond har endret seg siden de gjeldende retningslinjer ble gitt i form av en forskrift fra Finansdepartementet i mai 1996. Oppbyggingen av fondet skjer raskere enn tidligere antatt. Dessuten viser fremskrivningene av statsfinansene i Langtidsprogrammet 1998-2001 at det trolig vil gå lang tid før det blir nødvendig å trekke på fondet. Selv om slike fremskrivninger er beheftet med usikkerhet, synes det nå rimelig å legge til grunn en lang investeringshorisont i forvaltningen av fondet.

Dette har flere viktige implikasjoner for valg av investeringsstrategi for Petroleumsfondet, og på denne bakgrunn tok Norges Bank i brev av 10. april 1997 opp spørsmålet om forskriften på enkelte punkter burde endres. Norges Bank anbefalte blant annet at fondets investeringer burde utvides til også å omfatte plasseringer i internasjonale aksjemarkeder, og at en reduserte andelen plassert i europeiske valutaer og markeder til fordel for plasseringer i Amerika og Asia.

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 var Finansdepartementets foreløpige vurdering at aksjeandelen til Petroleumsfondet burde være i størrelsesorden 30-50 prosent. Departementet åpnet også for at fondets valuta- og markedsfordeling burde revurderes. Et flertall i Stortingets finanskomité ga sin tilslutning til at 30-50 prosent av fondet kan investeres i aksjer. Norges Bank legger dette til grunn for de retningslinjer som foreslås i dette brevet.

I Stortingets finanskomité var det flertall for regjeringens syn om at Petroleumsfondet utelukkende bør opptre som finansiell investor. Et forslag om andre krav til fondets investeringsprofil fikk ikke flertall i Stortinget. Norges Bank har derfor ikke drøftet andre begrensninger på fondets investeringsstrategi enn de som følger av en vurdering av risiko og avkastningsforhold.

På denne bakgrunn legger Norges Bank i dette brevet fram forslag til nye retningslinjer for forvaltningen av Petroleumsfondet. De viktigste forslagene er:

i) Risikomål. I brevet foreslås det at det settes

en toleransegrense for de forventede avkastningsforskjeller mellom fondets investeringer og referanseporteføljen, i form av et mål for relativ volatilitet. Valg av risikomål har implikasjoner for hvordan rammene for valuta- og markedsfordeling og fordeling mellom aksjer og obligasjoner skal spesifiseres. Det er grunnen til at dette temaet behandles tidlig i brevet.

ii) Valuta- og markedsfordeling. Det legges fram forslag som innebærer vesentlige endringer i fondets valuta- og markedsfordeling. Dette er en oppfølging av forslagene i brevet av 10. april 1997.

iii) Renterisiko. Det foreslås at durasjonen på fondets obligasjonsportefølje skal være mellom 3 og 7.

iv) Instrumenter. I dagens retningslinjer har en listet opp de instrumenttypene som er tillatt i forvaltningen av fondet. Det argumenteres for at dette er lite hensiktsmessig, og at forskriften på dette punktet bør være mer generell. Dessuten foreslås det at det åpnes for investeringer i private obligasjoner.

v) Likviditet. Det foreslås at det ikke lenger stilles særskilte krav til likviditet.

2. Forholdet mellom Norges Bank og Finansdepartementet

Finansdepartementet har ansvaret for å forvalte Petroleumsfondet. Den operative forvaltningen av fondet er delegert til Norges Bank. Det er viktig at retningslinjene for fondet klargjør ansvarsforholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Dette kan gjøres ved at retningslinjene setter rammer for hvilken investeringsstrategi som skal legges til grunn for forvaltningen av fondet. Det er vanlig å anta at denne strategien består av en langsiktig (passiv) investeringsstrategi og en mer kortsiktig (aktiv) investeringsstrategi.

Den langsiktige investeringsstrategien skal reflektere de strategiske valgene en har gjort i forvaltningen av fondet når det gjelder valutafordeling, markedsfordeling, fordeling mellom aksjer

og obligasjoner og fordeling på verdipapirer innen de ulike delmarkedene. De strategiske valgene kan spesifiseres ved å definere en referanseportefølje. Dette er en tenkt portefølje som er satt sammen av et bestemt utvalg av verdipapirer fra de forskjellige markedene. Porteføljeforvalteren vil bruke referanseporteføljen som utgangspunkt for de faktiske investeringene.

Den mer kortsiktige investeringsstrategien representerer de avvik porteføljeforvalteren vil kunne ønske å gjøre fra referanseporteføljen. Slike avvik kan være begrunnet i ønsket om å redusere forvaltningskostnadene, for eksempel ved ikke å investere i alle de verdipapirene som inngår i referanseporteføljen. Avvik fra referanseporteføljen kan også skyldes at det oppstår situasjoner i finansmarkedene som gjør at forvalteren for en kortere periode kan ønske å foreta endringer i investeringsstrategien. Retningslinjene bør fastlegge hvor store avvik forvalteren gis anledning til å gjøre fra referanseporteføljen. Forvalterens utfordring vil være å utnytte disse avvikene til å oppnå en meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Siden Finansdepartementet er ansvarlig for forvaltningen av Petroleumsfondet, må departementet definere en referanseportefølje for Petroleumsfondet og sette grenser for maksimalt tillatte avvik fra referanseporteføljen. Dette vil sikre en klar rollefordeling mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som forvalter. Innenfor de retningslinjer som Finansdepartementet bestemmer, legges det til grunn at Norges Bank har ansvaret for forvaltningen av fondet.

Norges Bank vil lage utførlige årsrapporter om forvaltningen av Petroleumsfondet. Disse rapportene vil vise hvordan fondet er forvaltet, herunder hvilke bedrifter fondet har investert i. Rapportene vil også vise fondets samlede avkastning. Det er viktig å understreke at slik fondet vil bli forvaltet, vil denne avkastningen i hovedsak bli bestemt av de strategiske valgene som reflekteres i referanseporteføljen.

Norges Bank vil regelmessig rapportere til Finansdepartementet avvik mellom referanseporteføljen og fondets faktiske investeringer. Eventuelle avvik vil kunne resultere i mer- eller mindreavkastning i forhold til referanseporteføljen. Forskjeller i avkastning og en oppsplitting av denne i ulike elementer vil med jevne mellomrom bli rapportert til Finansdepartementet. Dette

vil være et viktig element i den løpende vurdering av forvaltningen.

I tillegg til Finansdepartementets retningslinjer for Petroleumsfondet, vil det utarbeides en avtale som skal regulere forholdet mellom departementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet. Denne avtalen bør blant annet fastlegge hvordan Norges Banks forvaltningskostnader skal dekkes.

3. Nærmere om referanseportefølje og risikostyring

Referanseporteføljen står helt sentralt i forvaltningen av Petroleumsfondet. I tillegg til at den skal reflektere de strategiske valgene en har gjort i forvaltningen av fondet, skal referanseporteføljen brukes til å vurdere hvordan forvaltningen gjennomføres. For å ivareta disse funksjonene er det viktig at referanseporteføljen i størst mulig grad er konstruert ut fra klare og objektive kriterier, samtidig som den bør være mulig å etterlikne (replikere) på en kostnadseffektiv måte.

To ulike metoder kan brukes for å definere Petroleumsfondets referanseportefølje. Den ene er å skreddersy referanseporteføljen slik at den på en best mulig måte representerer de strategiske valgene en har gjort i forvaltningen av fondet. Den andre er å benytte markedsindekser (referanseporteføljer) som de store internasjonale investeringsbankene har utviklet. Norges Bank mener det kan være hensiktsmessig å bruke en kombinasjon av de to metodene når referanseporteføljen til Petroleumsfondet skal defineres. Markedsindeksene bør være utgangspunktet for definisjonen av referanseporteføljene i de enkelte lands aksje- og obligasjonsmarkeder. Dette gir et objektivt vurderingsgrunnlag for valg av verdipapirer i referanseporteføljene, samtidig som det gjør det enklere å evaluere de eksterne forvalterne som brukes. Den samlede referanseporteføljen til Petroleumsfondet må imidlertid skreddersys, siden den skal inneholde en valuta- og markedsfordeling og en fordeling mellom aksjer og obligasjoner. Disse fordelingene må bestemmes ut fra formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet. Dette drøftes senere i brevet.

En porteføljeforvalter kan ønske å avvike fra referanseporteføljen når slike avvik gir en forventet meravkastning eller bidrar til en mer kostnadseffektiv forvaltning (færre transaksjoner). I dagens retningslinjer for Petroleumsfondet be-

grenses forvalterens mulighet til å avvike fra referanseporteføljen ved at det settes partielle rammer for valuta- og markedsfordelingen og for renterisiko. Når en inkluderer aksjer i retningslinjene, vil en også måtte sette en ramme for fordelingen mellom aksjer og obligasjoner. Et problem med denne fremgangsmåten er at det etter hvert kan bli mange rammer å forholde seg til, noe som gjør det vanskelig å få en oversikt over porteføljens samlede risiko, i forhold til referanseporteføljen. Partiell ramme tar ikke hensyn til samvariasjon mellom de enkelte aktivaklasser, markeder og valutaer. Følgelig kan posisjoner som oppveier hverandre, og samlet sett ikke tilfører særlig risiko være utenfor retningslinjene, mens en rekke mindre avvik (i samme retning), som hver for seg er tillatt, samlet sett kan tilføre porteføljen betydelig risiko.

Det kan derfor være mer hensiktsmessig å begrense graden av avvik fra referanseporteføljen med et samlet risikomål. Dette kan gjøres ved å sette grenser for hva som aksepteres av forskjeller i avkastningen mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Et risikomål som ofte brukes i denne sammenheng er *relativ volatilitet*, definert som standardavviket til differansen mellom avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen¹. Når de tillatte avvikene fra referanseporteføljen begrenses ved å sette en øvre grense for relativ volatilitet, kan en litt forenklet si at den faktiske avkastningen vil variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Desto lavere grensen for relativ volatilitet settes, desto snevrere vil dette båndet bli.

I den operative forvaltningen trenger en et estimat på relativ volatilitet som viser hvor store forskjeller i avkastningen en kan *forvente* mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Dette estimatet avhenger av to forhold. Det ene er de faktiske avvikene mellom investeringsporteføljen og referanseporteføljen. Estimaten på relativ volatilitet øker hvis avvikene fra referanseporteføljen øker, mens estimatet vil være null dersom det ikke er noen avvik. Det andre forholdet som påvirker estimatet på relativ volatilitet, er volatiliteten til avkastningen i hvert enkelt marked og korrelasjonen mellom avkastningen i de ulike markedene. Både volatilitet og korrelasjon beregnes ved hjelp av historiske data. Dersom en forutsetter at den historiske volatiliteten og korrelasjonen også vil gjelde i fremti-

den, kan relativ volatilitet brukes til å si noe om i hvor stor grad avkastningen på den faktiske porteføljen kan forventes å avvike fra avkastningen på den samlede referanseporteføljen.

Et eksempel kan illustrere hvordan avvikene fra referanseporteføljen kan styres ved bruk av relativ volatilitet. Med utgangspunkt i en fullstendig definert referanseportefølje setter oppdragsgiver en øvre grense for relativ volatilitet på 1 prosent. En slik grense for relativ volatilitet vil gi forvalteren et visst spillerom i den operative forvaltningen. Forvalteren kan selv velge hvordan dette skal utnyttes. Grensen for relativ volatilitet vil imidlertid innebære at de tillatte avvikene fra referanseporteføljen vil være små i de mest volatile markedene, mens det i markeder som fluktuerer lite er mulig med større avvik. Det antas at forvalteren velger å sette sammen en portefølje med en forventet meravkastning i forhold til referanseporteføljen på 0,5 prosent (tilfeldig valgt) og en relativ volatilitet på 1 prosent. Forvalteren har i dette tilfellet valgt å utnytte hele rammen for relativ volatilitet, noe som ikke nødvendigvis trenger å være tilfelle. Under visse forutsetninger om de statistiske egenskapene til avkastningen kan det vises at den realiserede differansavkastningen mellom referanseporteføljen og den faktiske porteføljen med 95 prosent sannsynlighet vil ligge mellom -1,5 prosent og 2,5 prosent.² Dersom avkastningen på referanseporteføljen er 10 prosent, vil avkastningen på den faktiske porteføljen ventelig være mellom 8,5 prosent og 12,5 prosent. Dette illustrerer hvordan en maksimumsgrense for relativ volatilitet kan begrense forvalterens mulighet til å avvike fra referanseporteføljen, siden avkastningen på de faktiske investeringene ikke tillates å variere for mye i forhold til avkastningen på referanseporteføljen.

Norges Bank bruker i dag relativ volatilitet som operativt risikomål i forvaltningen av valuta-reservene. Dette risikomålet er også mye brukt blant norske og internasjonale forvaltningsinsti-

¹ Standardavviket er et spredningsmål som viser hvor mye en tidsserie varierer rundt sitt gjennomsnitt.

² Dette båndet (konfidensintervallet) for differansavkastningen finner en ved å ta utgangspunkt i den forventede meravkastningen (0,5 prosent) og så legge til og trekke fra 2 ganger størrelsen på relativ volatilitet (1 prosent): $0,5\% \pm 2 \times 1\%$. Tallet 2, som er hentet fra en statistisk fordeling, gjør at en får et intervall som differansavkastningen vil ligge innenfor med 95 prosent sannsynlighet.

tusjoner. Det ventes dessuten at tilsynsmyndigheter i mange land vil akseptere et liknende prinsipp for styring av markedsrisiko i banker og verdipapirforetak, jf de anbefalte kapitaldekningskravene fra BIS og EUs forslag til revidert CAD-direktiv. Norges Bank vil anbefale at Finansdepartementet fastsetter en maksimumsgrense for relativ volatilitet for forvaltningen av Petroleumsfondet. Den grense for relativ volatilitet som Finansdepartementet setter, bør gjelde for avvikene mellom forventet avkastning på Petroleumsfondet og på den *samlede* referanseporteføljen. Hvilke avvik en skal tillate mellom investeringene i de enkelte delmarkedene og de lokale referanseporteføljene, bør være Norges Banks ansvar.

Det er viktig å presisere at relativ volatilitet er en predikert verdi, og ikke en realisert verdi. Hvis korrelasjonen mellom avkastningen i de ulike markedene i fremtiden avviker fra det historisk observerte korrelasjonsmønsteret, vil også den realiserede volatiliteten avvike fra den predikerte. Da vil Petroleumsfondets avkastning kunne avvike mer fra avkastningen på referanseporteføljen enn hva målet på relativ volatilitet skulle tilsi. Det er en forutsetning at Finansdepartementet som oppdragsgiver aksepterer de forutsetninger og beregninger som legges til grunn for relativ volatilitet.

Siden relativ volatilitet bare er en predikert verdi, kan det være hensiktsmessig å understøtte dette risikomålet ved at retningslinjene for Petroleumsfondet også inneholder særskilte rammer for de viktigste risikofaktorene (valuta- og markedsfordeling, aksjeandel og renterisiko). Det er imidlertid viktig at disse rammene ikke er for snevre, siden de primært er tenkt å være et «sikkerhetsnett» for den operative styringen av risiko som skal skje gjennom relativ volatilitet. Midtpunktet i rammene bør være utgangspunktet for sammensetningen av Petroleumsfondets samlede referanseportefølje.

Hva bør grensen for relativ volatilitet være?

Når en skal fastlegge en grense for relativ volatilitet i forvaltningen av Petroleumsfondet, kan det være hensiktsmessig å skille mellom de to grunnene til at en forvalter kan ønske å avvike fra referanseporteføljen; hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning og ønsket om å få en

meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Når det gjelder hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning, har erfaring vist at det kan være vanskelig å få til en fullstendig replikering av referanseporteføljen, fordi det ofte vil innebære at forvalteren må foreta et betydelig antall transaksjoner. Hensynet til transaksjonskostnader kan derfor tilsi at det bør være mulig for forvalteren å sette sammen en portefølje med litt andre egenskaper (færre verdipapirer) enn referanseporteføljen. I tillegg kan det i noen markeder være kostnadseffektivt å bruke derivater for å få en eksponering mot de underliggende verdipapirene over kortere eller lengre tid. Den aksjeeksponeringen en får ved bruk av derivater, kan ofte være noe forskjellig fra den eksponeringen referanseporteføljen gir. Det er vanskelig å gi noe presist anslag på hvor stor relativ volatilitet hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning vil kreve. Det kan ikke utelukkes at en i enkelte delmarkeder vil operere med en relativ volatilitet mellom den faktiske porteføljen og den lokale referanseporteføljen på flere prosent. Men siden avvikene fra de lokale referanseporteføljene trolig vil være lite korrelert, vil den relative volatiliteten for Petroleumsfondets samlede referanseportefølje være betydelig mindre. Norges Bank har gjort beregninger som viser at en relativ volatilitet for den samlede referanseporteføljen i størrelsesorden 0,3-0,4 prosent vil være tilstrekkelig ut fra hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning.

I hvilken grad en skal sette en høyere grense for relativ volatilitet enn dette, blir et spørsmål om hvordan Petroleumsfondet skal forvaltes. Det er vanlig å skille mellom passiv og aktiv forvaltning. Det er imidlertid ikke noe eksakt skille mellom de to typene forvaltning. Det er for eksempel utviklet metoder som kan sies å ligge i grenselandet mellom passiv og aktiv forvaltning, og som gir mulighet for meravkastning med en begrenset grad av risiko.

Etter Norges Banks oppfatning bør en stor del av Petroleumsfondet forvaltes etter en langsiktig strategi der en bare har små avvik fra referanseporteføljen. Det skyldes at fondet etter hvert vil investere betydelige beløp i de internasjonale finansmarkedene, og erfaringer har vist at det kan være vanskelig å drive aktiv forvaltning med store beløp. En slik strategi vil dessuten gi lave forvaltningskostnader.

Det bør imidlertid åpnes for at deler av Petroleumsfondet kan forvaltes mer aktivt. Med ut-

gangspunkt i en klart definert referanseportefølje kan aktiv forvaltning skje på fire måter: i) endre valuta- og markedsfordelingen, ii) endre fordelingen mellom aksjer og obligasjoner, iii) innenfor aksjeporteføljen velge bransjer eller selskaper som forventes å gjøre det bedre enn andre, og iv) innenfor obligasjonsporteføljen endre renterisikoen eller kredittisikoen. Hvilken aktiv investeringsstrategi som gir best resultat, vil avhenge av hvor en kan forvente å finne avvik fra effisient prising av verdipapirene og av forvalterens evne til å utnytte slike avvik til å skape en meravkastning i forhold til referanseporteføljen. Empiriske studier gir ikke entydige resultater når det gjelder muligheten til å skape en (risikostert) meravkastning ved de ulike formene for aktiv forvaltning.

Norges Bank vil søke å velge aktive investeringsstrategier som kan gi en forventet meravkastning uten at en påfører fondet vesentlig mer risiko. Det kan tale for at en i forvaltningen av fondet bør legge mest vekt på de to siste formene for aktiv forvaltning. Norges Bank har lang erfaring med obligasjonsinvesteringer, og i forvaltningen av valutareservene er det for tiden satt en maksimumsgrense for relativ volatilitet på 0,5 prosent. Aktiv forvaltning av aksjer vil i hovedsak skje gjennom bruk av eksterne aksjeforvaltere. Norges Bank mener det er grunn til å prøve ut forvaltere som har utviklet spesielle investeringsstiler som har vist seg å gi gode resultater. Valg av forvaltere og oppfølging av dem vil være viktig for om en slik strategi gir en tilstrekkelig meravkastning i forhold til den ekstra risiko som tas. Det er Norges Banks vurdering at en grense for relativ volatilitet i størrelsesorden 1-1,5 prosent vil være forenlig med en forsiktig form for aktiv forvaltning av deler av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje.

Ved forvaltningen av Petroleumsfondet bør grensen for relativ volatilitet settes etter en samlet vurdering av hensynet til kostnadseffektiv forvaltning og hensynet til aktiv forvaltning. Sentralt i denne vurderingen er Finansdepartementets holdning til risikoen for at fondets avkastning avviker fra det en kan oppnå ved strengt å følge referanseporteføljen. Etter Norges Banks oppfatning vil en øvre grense for relativ volatilitet på 1,5 prosent gjøre det mulig å ha en kostnadseffektiv forvaltning og samtidig drive aktiv forvaltning av en del av fondets portefølje. I fondets startfase vil Norges Bank trolig ikke utnytte

denne grensen fullt ut, men heller gradvis søke å vinne erfaring med de ulike formene for aktiv forvaltning.

4. Langsiktig investeringsstrategi for Petroleumsfondet

Før en diskuterer valg av investeringsstrategi for Petroleumsfondet, er det viktig å definere hva som er formålet med forvaltningen av fondet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 skriver Finansdepartementet: «*For Petroleumsfondet er det naturlig å legge til grunn en langsiktig investeringshorisont og legge vekt på hensynet til å bevare fondets internasjonale kjøpekraft*». Norges Bank har derfor tatt som utgangspunkt at formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet er å sikre fondets internasjonale kjøpekraft på lang sikt. Et slikt formål har to viktige implikasjoner for forvaltningen av fondet. En lang investeringshorisont innebærer at en ikke bør legge særlig vekt på årlige variasjoner i avkastningen til fondet. Hensynet til internasjonal kjøpekraft betyr at det ikke bør fokuseres på fondets avkastning målt i norske kroner. Det gir bedre mening å måle fondets avkastning i utenlandsk valuta. Nedenfor diskuteres hvilke konsekvenser dette har for valg av langsiktig investeringsstrategi for Petroleumsfondet.

Hvilke land kan Petroleumsfondet investere i?

Petroleumsfondet skal bare investeres i land med velfungerende finansmarkeder og betryggende verdipapirlovgivning. I tillegg bør det stilles krav om finansmarkedenes størrelse og likviditet. For fondet er det også viktig at det ikke er restriksjoner på utlendingers adgang til markedene. Siden det ikke er opplagt hvilke land som tilfredsstillter disse kravene, ville det vært en fordel om en kunne finne entydige og objektive kriterier for hvordan en skulle velge ut de aktuelle landene. En mulighet er å begrense investeringene til land som deltar i internasjonale organisasjoner der medlemskap setter krav til finansmarkedenes funksjonsmåte (som for eksempel OECD). Et annet alternativ er å ta utgangspunkt i de store investeringsbankenes markedsindeks (referanseporteføljer) for investorer som ønsker en global spredning av sin formue. Fordelen med det siste alternativet er at indeksene er konstruert utelukkende etter kriterier som er rele-

vante for forvaltningen av Petroleumsfondet (som for eksempel finansmarkedenes størrelse og likviditet, lovgivning og tilgjengelighet for utenlandske investorer). Norges Bank mener derfor det kan være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i investeringsbankenes markedsindekser når en skal definere hvilke land Petroleumsfondet kan investere i.

Hensynet til styringen av Petroleumsfondets risiko kan også være en begrensning på hvilke land fondet kan investere i. Det har sammenheng med at når relativ volatilitet brukes som risikomål, bør fondet bare investeres i land/markeder slik at det er mulig å lage et anslag på denne størrelsen.

Petroleumsfondet har så langt bare investert i utviklede land, og det finnes egne markedsindekser for investorer som ønsker å begrense investeringene til slike land.³ Det bør imidlertid vurderes om fondet også skal kunne investere i framvoksende markeder («emerging markets»). Dette er utviklingsland og land som er i en overgangsfase fra planøkonomi til markedsøkonomi (transformasjonsøkonomier). Landene er kjennetegnet ved rask økonomisk vekst og stadig bedre utviklede finansmarkeder. Det kan tenkes at disse landene i årene som kommer vil ha en gunstig økonomisk utvikling fordi de ventelig vil ta igjen det teknologiske forspranget til de utviklede landene. Dette kan gi forventninger om god avkastning på investeringer i framvoksende markeder. Dersom den økonomiske utviklingen i disse landene ikke er sterkt korrelert med utviklingen i andre land, kan investeringer i framvoksende markeder også bidra til å redusere variasjonene i fondets samlede avkastning. Norges Bank mener på denne bakgrunn at det i retningslinjene for fondet bør åpnes for at inntil 5 prosent av fondet kan plasseres i disse markedene. Det er

imidlertid ikke sikkert at Norges Bank vil investere i framvoksende markeder i fondets startfase. Oppbygging av systemer og kompetanse for å håndtere investeringer i disse markedene må vurderes opp mot andre prioriterte oppgaver.

Det foreslås at Finansdepartementet, etter forslag fra Norges Bank, godkjenner en liste over hvilke land fondet kan investeres i. Tillatelse til å investere i et land innebærer at Norges Bank kan kjøpe aksjer i bedrifter som er notert på landets børser og obligasjoner utstedt i vedkommende lands valuta. Listen over land bør ta utgangspunkt i de utviklede land og framvoksende markeder som inngår i de internasjonalt anerkjente markedsindeksene. Norges Bank vil også legge vekt på at fondet ikke investeres i land som gjør det vanskelig å implementere risikomålet relativ volatilitet.

Empiriske studier viser at en, særlig for obligasjonsinvesteringene, taper svært lite i form av reduserte diversifikasjonsgevinster ved å utelukke noen av de mindre landene fra porteføljen, samtidig som det vil forenkle den operative forvaltningen. Det bør derfor vurderes om Petroleumsfondets referanseportefølje skal inneholde noen færre land enn det fondet har adgang til å investere i.

Dersom Petroleumsfondet gis anledning til å investere i både utviklede land og framvoksende markeder, vil fondet ha mulighet til å investere i omtrent de samme landene som benyttes av norske finansinstitusjoner som forvalter internasjonale fond.

Valuta- og markedsfordeling

I prinsippet kan valg av valutafordeling og valg av markedsfordeling være to uavhengige beslutninger, fordi en gjennom valutaterminmarkedet kan skille de to fordelingene. I brevet av 10. april 1997 hevdet imidlertid Norges Bank at det ikke var hensiktsmessig å operere med et permanent skille mellom valuta- og markedsfordelingen. Dette har blant annet sammenheng med at fondets lange investeringshorisont gjør det vanskelig å avdekke den reelle valutaeksponeringen i fondet, fordi valutakursendringer på sikt ofte kan bli motsvart av rentedifferanser og inflasjonsforskjeller. Et vesentlig skille mellom valuta- og markedsfordelingen over tid ville dessuten innebære at en stadig måtte fornye kortsiktige kontrakter (valutaswapper) med betydelig be-

³ Morgan Stanley har konstruert en global aksjeindeks for utviklede land. Ifølge deres kriterier er det 22 land som tilfredsstiller kravene. Det er industrilandene i OECD samt Hong Kong, Singapore og Malaysia. (Ifølge Verdensbankens definisjon er ikke Malaysia med i gruppen av utviklede land, men Morgan Stanley har likevel tatt Malaysia med i sin indeks fordi landet har velutviklede finansmarkeder.) Når det gjelder obligasjoner bruker mange internasjonale investorer markedsindekser utviklet av Salomon Brothers eller JP Morgan. I disse porteføljene inngår noen færre land enn i Morgan Stanleys markedsindeks for aksjer (Hong Kong, Singapore, Malaysia og New Zealand er ikke med i Salomon Brothers markedsindeks, mens JP Morgans markedsindeks i tillegg ikke har med Finland og Sveits).

løp, noe som ville gitt store transaksjonskostnader og økt motpartsrisiko. I retningslinjene og i referanseporteføljen for Petroleumsfondet bør en derfor velge samme valuta- og markedsfordeling.

I de eksisterende retningslinjene for Petroleumsfondet har en valgt importvekter som utgangspunkt for valuta- og markedsfordelingen. Dette medfører at rundt 75 prosent av fondet er investert i Europa, mens resten er plassert i USA, Canada og Japan. Denne fordelingen bør revurderes i lys av de endrede forutsetningene for forvaltningen av fondet. Det ville vært ønskelig om forslaget til endret valuta- og markedsfordeling for fondet kunne baseres på en empirisk porteføljeanalyse, hvor en på en systematisk måte fikk tatt hensyn til samvariasjonen mellom valutakursendringer, aksjeavkastning og obligasjonsavkastning i de ulike markedene. Petroleumsfondets lange investeringshorisont gjør det imidlertid vanskelig å bruke en slik porteføljeanalyse, fordi en ikke har tilstrekkelig lange tidsserier til å kunne tallfeste samvariasjonen mellom avkastningen på de ulike investeringsalternativene på en tilfredsstillende måte. Et annet problem er at det for aksjeinvesteringer kan være vanskelig å måle den reelle valuta- og markedseksposeringen, siden mange av de store bedriftene er aktive i flere land. Det er derfor vanskelig å unngå at Petroleumsfondets valuta- og markedsfordeling må baseres på skjønsmessige avveininger. Norges Bank mener at slike avveininger tilsier at fondets investeringer både i aksjer og obligasjoner bør ha en annen global spredning enn importvektene gir. Det er særlig fire grunner til det:

i) Hovedbegrunnelsen for å benytte importvekter er hensynet til å redusere valutakursrisikoen knyttet til Norges import. To forhold trekker i retning av at denne risikoen blir mindre viktig når investeringshorisonten øker. For det første er det rimelig å forutsette at varer som handles internasjonalt over tid vil ha omtrent samme prisutvikling regnet i felles valuta (kjøpekraftsparitet holder). For det andre vil risikoen knyttet til eventuelle avvik fra kjøpekraftsparitet begrenses ved at importen kan skiftes over til de varene som har hatt den gunstigste prisutviklingen. Dette viser at en i valg av valuta- og markedsfordeling for Petroleumsfondet kan legge mindre vekt på importvekter.

ii) Det er viktig at Petroleumsfondets valuta- og markedsfordeling gir en tilstrekkelig spredning av den risikoen som skyldes at aksje- og obligasjonskursene endres. Dette kan gjøres ved å spre investeringene på land hvor kursendringene ikke er så sterkt korrelert. Denne korrelasjonen er ofte sterkere mellom land i samme region enn den er mellom land i ulike regioner. Det taler for å spre investeringene på de ulike regionene. I samme retning trekker det forhold at fondets lange investeringshorisont innebærer at en bør legge større vekt på risiko som er knyttet til unike hendelser som naturkatastrofer, teknologiske gjennombrudd, kriger, sosiale oppstander og andre politiske begivenheter. Siden dette er begivenheter som sjelden gjentar seg, er det vanskelig å tallfeste sannsynligheter for slike begivenheter. Det er likevel viktig å forholde seg til at slike hendelser kan forekomme. Historien har vist at dersom det oppstår uforutsette problemer i ett land, kan det ofte være tilsvarende problemer i nærliggende land. Det kan tilsi at en bør spre investeringene på ulike regioner.

iii) Mesteparten av Norges nasjonalformue er bundet opp i realkapital og menneskekapital innenlands, men også oljen i Nordsjøen og våre fordringer på utlandet gjennom Petroleumsfondet er deler av vår nasjonalformue. I teorien burde de ulike delene av denne formuen forvaltes samlet. I praksis kan det være vanskelig å gjøre dette på en konsistent måte. En burde likevel søke å forvalte Petroleumsfondet slik at avkastningen til fondet ikke samvarierer sterkt med avkastningen til de andre formueskomponentene. Ifølge gjeldende retningslinjer for Petroleumsfondet skal mesteparten av fondet plasseres i europeiske land. Men siden disse landene både ligger geografisk nært oss og er lik oss i økonomisk struktur, kan det tenkes at avkastningen på disse investeringene vil være høyt korrelert med avkastningen på andre deler av vår nasjonalformue. Det kan tilsi at en større andel av Petroleumsfondet bør plasseres utenfor Europa enn hva tilfellet er i dag.

iv) Gjeldende retningslinjer innebærer at nesten 25 prosent av Petroleumsfondet skal plasseres i Danmark og Sverige. Beregningene i Langtidsprogrammet 1998-2001 viser at fondet om noen år kan nå en betydelig størrelse,

også i internasjonal sammenheng. Med dagens valuta- og markedsfordeling vil derfor fondet etter hvert få store markedsandeler i det svenske og danske kapitalmarkedet. Aksjeinvesteringene i disse markedene kan føre til at fondet på sikt blir sittende med store eierandeler i enkeltbedrifter, noe som kan være i strid anbefalingene i Revidert nasjonalbudsjett 1997 om at fondet utelukkende bør være en finansiell investor i aksjemarkedene. En annen ulempe med å ha store markedsandeler, er at markedskursene kan påvirkes dersom en skal kjøpe eller selge betydelige beløp. Dette viser at en i valg av valuta- og markedsfordeling for aksjer og obligasjoner i større grad enn tidligere bør legge vekt på størrelsen til de nasjonale finansmarkedene.

Diskusjonen ovenfor tilsier at importvekter ikke gir en hensiktsmessig valuta- og markedsfordeling for Petroleumsfondet, og at fondets investeringer både i aksjer og obligasjoner bør gis en bredere global spredning. Det er særlig to alternativer til importvekter som er mye brukt blant internasjonale investorer, nemlig markeds kapitaliseringsvekter og BNP-vekter.

Markedskapitaliseringsvekter innebærer at andelen plassert i de enkelte markedene er proporsjonal med størrelsen (markedsverdien) på markedet. Dette prinsippet har flere fordeler. For det første betyr markeds kapitaliseringsvekter at en konsentrerer plasseringene i de store og mest likvide markedene. Disse markedene er som regel kjennetegnet ved liten forskjell mellom kjøps- og salgskurser og dermed lave transaksjonskostnader. For det andre vil en med markeds kapitaliseringsvekter unngå problemet med at porteføljen må rebalanseres når kursutviklingen er forskjellig i de ulike markedene. Markeds kapitaliseringsvekter vil automatisk sørge for at vektene i referanseporteføljen blir justert i tråd med kursutviklingen, og på den måten unngår en unødvendige transaksjonskostnader. En ulempe med markeds kapitaliseringsvekter er at i perioder med svært ulik kursutvikling i forskjellige markeder kan disse vektene gi ekstreme markedsfordelinger ved at vektene for land med sterk kursutvikling vokser raskt.

BNP-vekter vil gi en global spredning av fondet, og en får dermed en god diversifisering av risikoen knyttet til kursendringer på verdipapirene. Videre er BNP-vekter nært korrelert med

markedskapitaliseringsvekter. Dermed er en sikret at investeringene skjer i de mest likvide markedene. Dessuten sier BNP-vekter noe om landenes produksjonskapasitet, og økt internasjonal handel gjør at denne kapasiteten kan være relevant når en skal vurdere det fremtidige norske importmønsteret.

Tabell 1 viser hvilken fordeling på regioner de ulike vektsettene vil gi hvis en tar utgangspunkt i at Petroleumsfondet kan investere i de landene som inngår i investeringsbankenes markedsindekser for utviklede land (se fotnote 3).

Tabell 1 Prosentvis fordeling på regioner etter ulike vektsett.*

	Amerika	Europa og Afrika	Asia og Oseania
Importvekter	10	81	9
BNP-vekter	42	38	20
Markedsvekter - obligasjoner	48	31	21
Markedsvekter - aksjer	37	43	20

* Regioninndelingen er valgt fordi det internasjonalt er vanlig å gruppere regionene etter tidssoner. Importvektene er basert på nasjonalregnskapstall for 1996. BNP-vekter er basert på IMF's tall for landenes BNP i 1995 omregnet til amerikanske dollar. Markedskapitaliseringsvekter for aksjer er beregnet på basis av Morgan Stanleys aksjeindeks fra 30. april 1997. Markedskapitaliseringsvekter for obligasjoner er basert på Salomon Brothers obligasjonsindeks fra 30. april 1997.

Norges Bank foreslår at en ved fastleggelsen av den regionale valuta- og markedsfordelingen til Petroleumsfondet legger mest vekt på BNP-vekter, men at også hensynet til Norges importmønster tillegges en viss vekt. Det foreslås følgende fordeling på regioner:

Amerika: 20% - 40%,
 Europa og Afrika: 40% - 60%,
 Asia og Oseania: 10% - 30%.

Midtpunktene i disse intervallene bør være retningssigende for sammensetningen av Petroleumsfondets samlede referanseportefølje. Den regionale fordelingen bør være lik for aksjer og obligasjoner. Norges Bank mener imidlertid at aksjer og obligasjoner ikke trenger å ha den samme valuta- og markedsfordeling innenfor de ulike regionene. For aksjer kan både hensynet til transaksjonskostnader og hensynet til å unngå store eierandeler i enkeltelskaper tilsa at markeds kapitaliseringsvekter bør brukes. Men disse

vektene er ikke noe godt alternativ for obligasjoner siden det kan innebære at investeringene automatisk økes i land med voksende gjeld. Det taler for at en bør bruke BNP-vekter som utgangspunkt når obligasjonsinvesteringene skal spres innenfor regionene.

Aksjer

Valg av aksjeandel vil trolig være den enkeltbeslutning som får størst innvirkning på Petroleumsfondets avkastning over tid. I brevet av 10. april 1997 mente Norges Bank at det ikke kan reises sterke faglige innvendinger mot en aksjeandel på minst 30 prosent, og det ble nevnt at andre forvaltningsinstitusjoner med ansvar for store porteføljer med langsiktig investeringshorisont gjerne hadde en høyere andel enn dette. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 var den foreløpige vurderingen at aksjeandelen skulle være i størrelsesorden 30-50 prosent. Et flertall i Stortingets finanskomité sluttet seg til denne vurderingen.

Det er viktig at aksjeandelen tillates å variere over tid. Det har sammenheng med at endringer i markedsverdien til aksjene automatisk vil endre aksjeandelen i den samlede porteføljen. I perioder med store endringer i aksjekursene vil aksjeandelen kunne endres betydelig. Dersom en i slike perioder kontinuerlig skulle hatt en fast aksjeandel i porteføljen, måtte en hele tiden selge seg ned i aksjemarkeder der kursene stiger mens en måtte kjøpe seg opp i markeder der kursene faller. Dette ville resultere i store transaksjonskostnader. Det er derfor viktig at det i retningslinjene angis et intervall som aksjeandelen kan variere innenfor. Det vil likevel være naturlig at en med jevne mellomrom rebalanserer porteføljen slik at aksjeandelen settes lik midtpunktet i intervallet.

Norges Bank tar til etterretning vurderingen til Finansdepartementet og flertallet i Stortingets finanskomité om at aksjeandelen bør være i størrelsesorden 30-50 prosent. Hensynet til at aksjeandelen må kunne variere over tid tilsier at Petroleumsfondets referanseportefølje bør ta utgangspunkt i en aksjeandel på 40 prosent.

En betydelig aksjeandel i Petroleumsfondet kan lede til store variasjoner i fondets avkastning på kort sikt. Med jevnlig rapportering av fondets avkastning vil det følgelig være perioder hvor fondet vil kunne få negativ avkastning. Men så

lenge fondet har en lang investeringshorisont, bør ikke hensynet til kortsiktige variasjoner i avkastningen få innvirkning på valg av aksjeandel.

Petroleumsfondet kan få en eksponering i aksjer gjennom investeringer i aksjefond, direkte plasseringer i aksjer og/eller ved bruk av derivater som for eksempel futures og swapper på aksjeindekser. Ved aksjefond utøves eierskapet bare indirekte. En ulempe ved aksjefond er at forvalteren får mindre kontroll over porteføljesammensetningen, samtidig som risikostyringen kan bli vanskeligere. Slike fond er trolig også lite kostnadseffektive. En skal imidlertid ikke utelukke at aksjefond i enkelte markeder kan være et aktuelt alternativ, særlig dersom det åpnes for investeringer i framvoksende markeder. Derivater har vist seg å være hensiktsmessige i den operative risikostyringen. I noen markeder kan dessuten derivater være en kostnadseffektiv måte å oppnå aksjeeksponering på. Norges Bank mener derfor at en i forvaltningen av fondet i hovedsak bør benytte direkte kjøp av aksjer og derivater. Det forutsettes at derivater ikke brukes til å øke eksponeringen utover det en ville fått dersom en alternativt hadde plassert direkte i aksjer.

Norges Bank legger vekt på at aksjeinvesteringene i hvert enkelt marked må spres på en lang rekke bedrifter. Det gir god spredning av risiko og dermed mindre svingninger i avkastningen. Med den forslåtte valuta- og markedsfordelingen vil eierandelene bli størst i de europeiske aksjemarkedene. Fremskrivningene av fondets størrelse viser at fondet om noen år kan få en ikke ubetydelig eierandel i disse markedene. Dersom en fullt ut skal replikere referanseporteføljene, ville for eksempel et fond på 500 milliarder med dagens aksjekurser og med en aksjeandel på 40 prosent gitt en eierandel på rundt 0,3-0,4 prosent i alle de bedriftene som inngår i referanseporteføljene for de europeiske aksjemarkedene. Men siden full replikering vil kunne resultere i store transaksjonskostnader, kan det være hensiktsmessig å konsentrere investeringene om noen færre bedrifter. Dette vil øke eierandelen i de valgte bedriftene. I tillegg er det aktuelt å engasjere eksterne forvaltere til å drive aktiv forvaltning av en begrenset del av fondets samlede aksjeportefølje. En slik forvaltning innebærer at en velger å overvekte investeringene i enkelte bedrifter i forhold til referanseporteføljen. På denne bakgrunn vil Norges Bank anbefale at det i forvaltningen av Petroleums-

fondet settes en grense på 3 prosent for maksimalt tillatte eierandel i ett enkelt selskap. Det er rimelig å anta at denne grensen bare vil være effektiv for et fåtall bedrifter de nærmeste årene. En maksimumsgrense på 3 prosent burde ivareta hensynet til at fondet ikke skal foreta strategiske investeringer i aksjemarkedet.

Renterisiko

Det er vanlig å styre obligasjonsporteføljens renterisiko ved å sette et måltall for modifisert durasjon. Modifisert durasjon viser hvor mange prosent verdien av et rentebærende instrument (sertifikat eller obligasjon) endrer seg ved en endring i rentenivået med ett prosentpoeng. I de gjeldende retningslinjer for Petroleumsfondet er det satt en maksimumsgrense for durasjonen på 5, mens dagens referanseportefølje for Petroleumsfondet har en durasjon på 3,5.

Hvilken durasjon Petroleumsfondet bør ha, vil være en avveining mellom avkastning og risiko. Den gjennomsnittlige avkastningen vil øke med durasjonen dersom det finnes en risikopremie som er stigende med durasjonen. Teorien gir ingen entydige svar på om det er noen systematisk sammenheng mellom durasjon og risikopremie. Men empiriske studier fra de største internasjonale obligasjonsmarkedene kan tyde på at den gjennomsnittlige avkastningen øker ved å øke durasjonen inntil et visst nivå, mens det utover dette nivået har vært vanskelig å vise at avkastningen blir høyere når durasjonen øker. Det er imidlertid delte meninger om hvor det kritiske durasjonsnivået ligger, og det er liten grunn til å tro at dette er det samme i alle markeder og over tid. Ved utarbeidelsen av retningslinjene for valutareservene ble det lagt til grunn at det var vanskelig å dokumentere at avkastningen økte ved å øke durasjonen utover 2-3.

Porteføljesimuleringer viser at den durasjonen som minimerer en porteføljes renterisiko, øker med investeringshorisonten. De nye fremskrivningene av Petroleumsfondet, som viser at det kan gå mer enn 15-20 år før det blir nødvendig å trekke på fondet, kan derfor tilsi at fondets durasjon bør økes. En mulig innvending mot å øke durasjonen kan være at det vil lede til større kortsiktige variasjoner i avkastningen. Fondets lange investeringshorisont bør imidlertid tilsi at slike variasjoner ikke skal være avgjørende for valg av durasjon.

Norges Bank foreslår at renterisikoen knyttet til Petroleumsfondets obligasjonsinvesteringer reguleres ved at durasjonen i fondets samlede obligasjonsportefølje skal ligge mellom 3 og 7. Referanseporteføljen for obligasjonsinvesteringene i hvert enkelt land bør settes lik en av de internasjonalt anerkjente markedsindeksene. Durasjonen på disse indeksene vil variere noe fra land til land, men durasjonen for fondets samlede obligasjonsportefølje vil ventelig ligge nær midtpunktet i det foreslåtte intervallet.

Kredittrisiko

Kredittrisiko oppstår fordi utstedere av verdipapirer eller motparter i transaksjonene kan unnlate å oppfylle sine forpliktelser. Utstedere av verdipapirer kan være offentlige myndigheter, banker, investeringsforetak og bedrifter, mens motpartene i transaksjoner vil typisk være banker og investeringsforetak. Petroleumsfondets kredittrisiko kan reguleres ved at det settes krav til hvilken type utstedere som aksepteres og hva slags kredittverdighet utstedere og motparter skal ha.

I dagens retningslinjer for Petroleumsfondet er det satt krav til at utstedere av verdipapirer skal være nasjonalstater, foretak med statsgaranti eller internasjonale organisasjoner. Men når det gis adgang til investeringer i aksjer, bør en vurdere å gi fondet anledning til å investere i obligasjoner utstedt av private bedrifter. I en konkurs-situasjon vil som regel obligasjonseierne ha høyere prioritet enn aksjeeierne. Norges Bank mener at private obligasjoner bør være et interessant alternativ for Petroleumsfondet, fordi slike investeringer kan gjøre det mulig å håndtere fondets samlede kreditt- og renterisiko på en mer effektiv måte. Dette illustreres i empiriske studier fra det amerikanske markedet som viser at en portefølje med både private obligasjoner og statsobligasjoner har hatt mindre volatilitet og høyere avkastning enn en portefølje bare bestående av statsobligasjoner. Norges Bank foreslår at Petroleumsfondet gis adgang til å investere i private obligasjoner. Men det vil ikke være aktuelt å foreta slike investeringer før de nødvendige risikostyringsystemer er på plass.

Kravene til kredittverdighet tar som regel utgangspunkt i vurderingene til de internasjonalt anerkjente ratingselskapene. I de eksisterende retningslinjene for Petroleumsfondet er det sentralbanksjefen som presiserer regelverket når det

gjelder kredittvurdering. Dette innebærer blant annet at sentralbanksjefen har satt en grense for hvilken kredittverdighet som kreves av utstederne av de obligasjoner fondet eier. Sentralbanksjefen har også regulert hvilke banker fondet kan ha innskudd i og gjøre transaksjoner med. Norges Bank foreslår at det i den nye forskriften for Petroleumsfondet blir sentralbanksjefens ansvar å fastsette nærmere regler for styring av kreditt-risiko etter retningslinjer fastlagt av Finansdepartementet.

Instrumenter

De gjeldende retningslinjer for Petroleumsfondet spesifiserer alle de instrumenter som kan benyttes i forvaltningen av fondet. Når det åpnes for investeringer i aksjer og private obligasjoner, kan denne listen bli u hensiktsmessig lang fordi det er viktig at det gis en uttømmende oversikt over de instrumenter som er tillatt. Et annet problem er at det stadig utvikles nye finansielle instrumenter som Norges Bank kan ønske å bruke for å gjøre forvaltningen mer kostnadseffektiv eller som ledd i styringen av fondets samlede risiko. Det kan være tungvint å måtte endre forskriften hver gang det er ønskelig å ta i bruk et nytt instrument. Norges Bank mener derfor at det i retningslinjene for fondet burde være tilstrekkelig å presisere at fondet skal investeres i egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter. Det bør overlates til Norges Banks å velge de instrumenttypene som er mest hensiktsmessige innenfor disse to aktivklassene. Norges Bank vil sørge for at det etableres betryggende risikosystemer og kontrollrutiner før et nytt instrument tas i bruk i forvaltningen av fondet.

Likviditetsrisiko

Behovet for likviditet i Petroleumsfondet er avhengig av sannsynligheten for at en må trekke på fondet som følge av underskudd på statsregnskapet og av den likviditet en trenger for å styre risikoen i fondet.

Det er lite sannsynlig at det blir nødvendig å trekke på fondet de nærmeste årene. Dersom det likevel skulle skje, vil en normalt få vite om eventuelle underskudd god tid i forveien. I den grad det er budsjettert med underskudd, vil en ha over et år på å planlegge salget av verdipapirene. Dersom underskuddet skyldes en forverring av statsregnskapet gjennom året, vil en trolig ha flere måneder på å avhende papirene.

Hensynet til å styre Petroleumsfondets risiko stiller heller ikke store krav til likviditeten. Risikostyringen kan i de aller fleste tilfellene ivaretas ved hjelp av derivater som for eksempel terminkontrakter og futures.

Dette viser at Petroleumsfondet vil ha et begrenset behov for likviditet. Når en i tillegg tar hensyn til at investeringer i mindre likvide papirer som regel gir høyere avkastning enn likvide investeringer, mener Norges Bank at det ikke bør settes særskilte krav til likviditet i retningslinjene for fondet. Fondets begrensede behov for likviditet burde være oppfylt ved at fondet vil ha en bredt sammensatt portefølje av omsettelige verdipapirer og ved at det settes grenser for fondets andel i enkeltaksjer.

5. Implementering av nye retningslinjer

De endringer som foreslås i retningslinjene for fondet, vil kreve betydelige endringer i porteføljen. For det første vil det kreve en omplassering av obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter til aksjer. For det andre vil de foreslåtte endringene i valuta- og markedsfordelingen føre til omplasseringer mellom markedene, hovedsakelig ut av Europa og inn i Amerika og Asia.

Det samlede omvekslingsbehovet vil være avhengig av hvor mye av transaksjonene som kan nettes mot hverandre. Ved rebalanseringen vil det bli lagt vekt på å minimere transaksjonskostnadene samt styre den totale risikoen, slik at en også i omleggingsfasen så langt som mulig har den ønskede eksponeringen.

De beløp som skal plasseres i aksjemarkedene, er relativt små i forhold til de enkelte markeder. En kan likevel ikke utelukke at beløpene er store nok til at en rask implementering vil kunne påvirke prisene. For å sikre minimal markedspåvirkning bør implementeringen skje over noe tid. På den annen side kan en ikke bruke for lang tid ettersom det ved utgangen av neste år mest sannsynlig vil bli satt av nye midler til fondet. Rebalanseringen av valuta- og markedsandelene kan også skje gradvis gjennom året, men her vil det trolig være et mindre potensiale for markeds-påvirkning.

Når de nye retningslinjene er fastlagt, vil en utarbeide en konverteringsplan. De nye retningslinjene vil resultere i en samlet referanseportefølje fastlagt av Finansdepartementet. Etter som

referanseporteføljen vil danne utgangspunktet for evalueringen av fondets avkastning, vil Norges Bank anbefale at sammensetningen av denne porteføljen også endres i tråd med implementeringen av de nye retningslinjene. En bør imidlertid forvente at det som følge av de store omplussingene kan bli større avvik i risiko og avkastning mellom fondet og referanseporteføljen i implementeringsfasen.

Overføringen fra statens foliokonto til Petroleumsfondet skjer først ved utgangen av året på bakgrunn av saldert budsjett. Norges Bank bygger imidlertid opp plasseringene i forkant ved å kjøpe valuta til de ordinære valutareservene gjennom året. Hittil har retningslinjene for fondet vært omtrent de samme som for valutareservene. Det har derfor ikke bydd på noen praktiske problemer når valutaplasseringene overføres til fondet ved årsskiftet. Dersom det er store forskjeller i aktiva- og markedsfordelingen mellom de to porteføljene, vil det imidlertid kunne oppstå store omvekslingsbehov ved hvert årsskifte. Norges Bank vil vurdere om også en del av valutareservene bør forvaltes ut fra en mer langsiktig investeringshorisont. Dersom deler av reservene forvaltes på linje med de foreslåtte retningslinjene for Petroleumsfondet, vil det lette de praktiske overgangsproblemene. Alternativt kan overgangsproblemene reduseres ved at overføringene til Petroleumsfondet skjer hyppigere enn nå.

De nye retningslinjene for Petroleumsfondet gir Norges Bank som forvalter store utfordringer. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 pekes det blant på at: «*Investeringer i egenkapitalinstrumenter vil medføre at det stilles økte krav til Norges Banks risikostyring og risikokontroll*». Sentralbanksjefen har oppnevnt en prosjektgruppe med mandat å forberede forvaltningen av Petroleumsfondet. I denne gruppen har en prioritert å arbeide med risikostyringssystemer og utvelgelse av global depotinstitusjon og eksterne forvaltere for fondets aksjeinvesteringer.

En viktig forutsetning for å kunne styre Petroleumsfondets samlede risiko er at en har lett tilgang til en samlet oversikt over fondets posisjoner. For fondet kompliseres dette ved at forvaltningen dels skal skje internt og dels eksternt. Norges Bank arbeider for tiden med å tilrettelegge risikostyringen. Banken vil bruke en global depotinstitusjon som skal ha ansvar for oppgjør av aksjetransaksjonene. Denne institusjonen vil også få ansvar for å rapportere fondets samlede

aksjeeksponering. Norges Bank har vurdert flere aktuelle kandidater, og det tas sikte på å utpeke en depotinstitusjon senere i høst. I tillegg arbeider Norges Bank for tiden med å teste ut risikostyringssystemer som skal gjøre det mulig å få en løpende oversikt over fondets samlede eksponering i aksjer og obligasjoner. Et slikt system vil også bli brukt til å måle relativ volatilitet mellom avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen.

Norges Bank vil i utstrakt grad bruke eksterne aksjeforvaltere i fondets startfase. Valg av forvaltere vil bli basert på en vurdering av blant annet kompetanse, risikostyringssystemer og forvaltningskostnader. Norges Bank arbeider for tiden med å vurdere de forvalterne som har meldt sin interesse for å forvalte deler av Petroleumsfondet.

6. Oppsummering

Det vises til vedlagte forslag til nye retningslinjer for forvaltningen av Petroleumsfondet.

Med hilsen

Kjell Storvik

Birger Vikoren

Forslag til forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond

(§1, samt §4 til §11 er foreslått endret.)

§ 1. Forvaltningen av Petroleumsfondet

Norges Bank ivaretar den operative forvaltningen av fondet på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte seg av andre forvaltere for deler av porteføljen.

Norges Bank avgir rapport om forvaltningen av og fører regnskap for fondet etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

§2. Plassering av Petroleumsfondet

Fondet er plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal særskilt plassere disse midlene i bankens eget navn i aktiva denominert i utenlandsk valuta.

Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning på disse plasseringene innenfor de begrensninger som følger av forskriften.

- §3. Petroleumsfondets avkastning
Verdien på fondets kronekonto settes lik verdien på motsvarende portefølje av finansfordringer overfor utlandet som Norges Bank forvalter.
Norges Banks bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges fondets kronekonto.
- §4. Referanseportefølje og relativ risiko
Finansdepartementet fastsetter, i samråd med Norges Bank, en referanseportefølje for fondet. Departementet setter en toleransegrense for de forventede avkastningsforskjeller mellom fondets investeringer og referanseporteføljen, i form av et mål for relativ volatilitet.
- §5. Aktivafordeling
Fondet skal plasseres i henhold til følgende fordeling av aktiva:
Rentebærende instrumenter 50 - 70 %
Egenkapitalinstrumenter 30 - 50 %
- §6. Valuta- og markedsfordeling
Fondets midler skal plasseres i henhold til følgende valuta- og markedsfordeling:
Europa og Afrika 40 - 60 %
Amerika 20 - 40 %
Asia og Oseania 10 - 30 %
- Inntil 5 prosent av fondets midler kan investeres i framvoksende markeder («emerging markets»). Finansdepartementet fastlegger, etter forslag fra Norges Bank, en liste over hvilke land fondet kan investeres i.
- §7. Renterisiko
Modifisert durasjon på fondets samlede obligasjonsportefølje skal være mellom 3 og 7.
- §8. Kredittrisiko
Sentralbanksjefen fastlegger nærmere regler for styring av fondets kredittrisiko etter retningslinjer fastlagt av Finansdepartementet.
- §9. Instrumenter
Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet.
- §10. Eierandel
Fondet kan ikke eie mer enn 3 prosent av kapitalen innenfor hver aksjeklasse i ett enkelt selskap.
- §11. Ikrafttredelse
Forskriften trer i kraft 1. januar 1998. §§5 og 6 skal være gjennomført fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer.

FORSKRIFT FOR FORVALTNING AV STATENS PETROLEUMSFOND

Fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 med hjemmel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond § 7.

§ 1. Forvaltningen av Statens petroleumsfond

Norges Bank forvalter Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet.

Norges Bank avgir rapport om forvaltningen av fondet etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

§ 2. Plassering av fondet

Statens petroleumsfond er plassert på sær-

skilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta (den særskilte porteføljen).

Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning på den særskilte porteføljen innenfor de begrensninger som følger av forskriften.

§ 3. Fondets regnskapsmessige avkastning

Verdien på petroleumsfondets kronekonto

settes lik verdien på den særskilte porteføljen. Norges Banks bokførte avkastning på den særskilte porteføljen, med fradrag for godtgjøring til Norges Bank, tillegges petroleumsfondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4. Referanseportefølje og relativ risiko

Finansdepartementet fastsetter, etter å ha innhentet råd fra Norges Bank, en referanseportefølje for den særskilte porteføljen. Departementet fastsetter en maksimal grense for de forventede avkastningsforskjeller mellom investeringene i den særskilte porteføljen og referanseporteføljen, i form av et mål for relativ volatilitet.

§ 5. Aktivafordeling

Den særskilte porteføljen skal plasseres i henhold til følgende fordeling av aktiva:

Rentebærende instrumenter 50 - 70 %
Egenkapitalinstrumenter 30 - 50 %

Ved beregningen av aktivafordelingen etter første ledd skal derivater hvor det underliggende instrumentet er et egenkapitalinstrument, regnes som om det var investert i de underliggende instrumenter direkte. Aktivafordelingen etter første ledd regnes av totalporteføljen eksklusiv derivater.

§ 6. Valuta - og markedsfordeling

Den særskilte porteføljen skal plasseres i henhold til følgende valuta - og markedsfordeling:

Europa 40 - 60 %
Amerika 20 - 40 %
Asia og Oceania 10 - 30 %

Følgende liste angir hvor den særskilte porteføljen kan plasseres:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Irland, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike
Amerika: Canada og USA.

Asia og Oceania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand og Singapore.

Den særskilte porteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på børsene i ovennevnte land/område og i rentebærende instrumenter utstedt i en valuta til et av ovennevnte land/område eller i den europeiske regne- og valutaenheten ECU. Utsteder av rentebærende instrumenter skal være hjemmehørende i et av ovennevnte land/område eller være en internasjonal organisasjon.

§ 7. Renterisiko

Modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater skal være mellom 3 og 7.

§ 8. Kredittrisiko

Finansdepartementet fastlegger rammer for kredittrisikoen i den særskilte porteføljen.

§ 9. Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det kan benyttes derivater i den utstrekning den økonomiske eksponeringen som følger av dette ikke overstiger den eksponering en ville ha fått ved å investere i de underliggende instrumenter direkte.

§ 10. Eie av aksjer

Den særskilte porteføljen kan ikke investeres i mer enn 1 prosent av aksjekapitalen i ett enkelt selskap. Norges Bank skal ikke utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser.

§ 11. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 1998, med unntak av §§ 5 og 6, som trer i kraft fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer. Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond av 10. mai 1996 oppheves 1. januar 1998.

DET ØKONOMISKE OPPLEGGET FOR 1998

Norges Banks brev av 3. november 1997 til Finansdepartementet

Innledning

Norges Bank legger med dette fram sitt syn på den økonomiske situasjonen og utviklingen og drøfter den aktuelle utformingen av den økonomiske politikken.

Sentralbanken har, i henhold til lov om Norges Bank, paragraf 3, en plikt til å «underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken». Etter Norges Banks vurdering er situasjonen nå slik at banken har plikt til å underrette departementet om sin vurdering i medhold av nevnte lovbestemmelse.

Norges Bank har i tidligere brev til Finansdepartementet, både i 1994 og i 1996, uttalt at pengepolitikken kan gi et viktig bidrag til en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting ved at den rettes inn mot et operativt mål om stabil valutakurs. Norges Bank har imidlertid også i brev av 19 april 1994 klart markert at «hvis økonomien rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarig og sterke konjunktursvingninger, bør det avledede valutakursmålet tilpasses det langsiktige målet for pengepolitikken».

I lys av de markante presstendenser som nå gjør seg gjeldende i norsk økonomi og som banken også har påvist gjennom sine inflasjonsrapporter, konstaterer Norges Bank at den aktuelle økonomiske situasjon innebærer at det pengepolitiske styringssystemet er under press.

Norges Bank tilrår at retningslinjene for pengepolitikken justeres slik at det blir større fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken, men at stabilitet i kronekursen fastholdes som et mål for pengepolitikken. Norges Bank forutsetter at de øvrige elementer i den økonomiske politikken samtidig legges opp slik at det ikke oppstår målkonflikter i pengepolitikken, og at den eksisterende ansvarsdelingen i den økonomiske politikken opprettholdes.

Hovedstyrets medlem Gjelsvik er av den oppfatning at det ikke er nødvendig å ta opp spørsmålet om retningslinjene for valutapolitikken i dette brevet, jf. dette medlems særmerknad på slutten av brevet.

En omlegging av pengepolitikken i tråd med Norges Banks tilråding, forutsetter ikke endringer i forholdet mellom de politiske myndigheters og bankens kompetanse, slik dette er fastlagt i lovverket. De overordnede målene for pengepolitikken vil fortsatt være fastlagt av de politiske myndigheter, samtidig som det operative ansvar for instrumentbruken ligger i sentralbanken.

Den økonomiske utviklingen

Norsk økonomi er inne i det femte året på rad med sterk oppgangskonjunktur. Så langt er det lite som tyder på avdemping i etterspørselen, og det er høy vekst i både privat og offentlig sektor. Kommunenes samlede etterspørsel vokser nå raskere enn BNP for Fastlands-Norge. Særlig er investeringsveksten høy. Finanspolitikken ble mindre stram enn forutsatt i Nasjonalbudsjettet 1997, og vesentlig mindre stram enn i de tre foregående årene. Også utviklingen i oljeinvesteringene gir nå kraftige etterspørselsimpulser rettet mot fastlandsøkonomien, i motsetning til tidligere i oppgangskonjunkturen.

Det har vært en periode med uro rundt den norske kronen, og det har vært nødvendig å endre innretningen av virkemiddelbruken i penge- og valutapolitikken for å stabilisere kronekursen, først og fremst gjennom et lavere rentenivå. Dette har bidratt til å forsterke veksten i den rentefølsomme delen av etterspørselen og er blant annet reflektert i den sterke veksten i innenlandsk kreditt. Økningen i innenlandsk bruttogjeld ligger nå i overkant av 9 prosent. Husholdningenes bruttogjeld viser en økning på om lag 7 prosent. Veksten i husholdningenes kreditt har de siste månedene vært sterkere enn veksten i økonomien for øvrig.

I løpet av de siste fire årene har sysselsettingen økt med 180 000 personer. Veksttakten i sysselsettingen har tiltatt i inneværende år. Sysselsettingen i første halvår var nærmere 65 000 personer høyere enn i samme periode i fjor. Vi må tilbake til midten av 1980-årene for å finne like høye vekstrater i sysselsettingen som i de siste to årene.

Den sterke sysselsetningsveksten har ført til et stadig strammere arbeidsmarked, og det er knapphet på kvalifisert arbeidskraft i mange sektorer. Særlig er det knapphet på arbeidskraft innen helse- og omsorgssektoren, bygge- og anleggssektoren, IT-bransjen og innenfor deler av industrien. Kapasitetsutnyttningen har således økt klart det siste året og mye tyder på at fastlandsøkonomien er nær kapasitetsgrensen. Selv om ny vekst i etterspørselen i noen grad kan tilfredsstilles gjennom økt import, må det antas at fortsatt kraftig etterspørselsvekst vil medføre et stadig økende press på produksjonskapasiteten i økonomien.

Norges Bank anslår at BNP for Fastlands-Norge vil øke med 3 $\frac{1}{2}$ prosent i inneværende år og 3 prosent neste år. Anslaget for den videre utviklingen må ses på bakgrunn av at kapasitetsutnyttningen i utgangspunktet er høy, samtidig som den underliggende veksten i den samlede produksjonskapasiteten på usikkert grunnlag kan anslås til i størrelse 2-2 $\frac{1}{2}$ prosent. Norges Banks anslag innebærer således en ytterligere økning i kapasitetsutnyttningen både i 1997 og i 1998.

I Norges Banks inflasjonsrapport for tredje kvartal anslås den underliggende prisveksten til 2 prosent i år og 2 $\frac{1}{2}$ prosent neste år, mens lønnsveksten øker fra 4 prosent i år til 4 $\frac{1}{2}$ prosent neste år. Anslagene i inflasjonsrapporten innebærer at pris- og kostnadsveksten i Norge de nærmeste par årene blir noe høyere enn hos handelspartnerne. Anslagene i rapporten innebærer også at den underliggende prisstigningen ser ut til å tilta noe i løpet av de neste årene.

Det tar erfaringsmessig tid før press i realøkonomien slår ut i sterkere prisvekst. Tidshorizonten i inflasjonsrapporten er således for kort til å fange opp alle virkningene av de faktorene som nå bidrar til økende prispress i norsk økonomi. Med de anslag for den økonomiske utviklingen som ligger til grunn i inflasjonsrapporten, er det særlig arbeidsmarkedet og markedene for formuesobjekter som er inne i en utvikling som ikke kan opprettholdes.

Det er vanskelig å tallfeste med stor grad av nøyaktighet hvilke sysselsetnings- og ledighetsnivåer som er forenlig med en moderat pris- og lønnsvekst. Det er et åpent spørsmål om det fortsatt er mulig å øke sysselsettingen gjennom økte yrkesfrekvenser og import av arbeidskraft fra andre nordiske land, uten at bedriftene må by opp lønningene som en følge av knapphet på ar-

beidskraft. Enkelte indikatorer for arbeidsmarkedet, blant annet utviklingen i antallet ledige stillinger og det faktum at yrkesfrekvensene allerede er på et høyere nivå enn noen gang tidligere, tyder imidlertid på at arbeidsmarkedet allerede er presset. Med en sysselsetningsvekst på linje med det vi ser for oss for 1997 og 1998, er det en klar og økende risiko for at presset i arbeidsmarkedet etter hvert vil overbelaste inntektspolitikken.

Det er også vanskelig å vurdere hvor store de realøkonomiske effektene av nedgangen i rentenivået det siste året vil være i tiden fremover. Dette avhenger blant annet av utslagene i prisene på ulike formuesobjekter og hvordan økningen i formuesprisene slår ut i forbruk og investeringer. Anslag som tidligere er gjort i Norges Bank, indikerer at en nedgang i renten på 1 prosentpoeng i dagens konjunktursituasjon isolert sett kan bidra til en økning i den samlede etterspørselen på 1 prosent etter to år. En slik økning i etterspørselen kan motvirkes av en finanspolitisk innstramning i størrelse $\frac{3}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved den olje-, aktivitets- og rentekorrigerede budsjetindikatoren. Anslag fra andre norske institusjoner kan tyde på noe mindre virkninger av en renteendring enn angitt ovenfor.

Selv om størrelsen av disse virkningene er usikre, står det klart at rentenedgangen isolert sett har bidratt til å forsterke presstendensene i økonomien og prisstigningen på formuesobjekter. Bevegelsene i aksjemarkedene den senere tiden illustrerer at en sterk prisoppgang på formuesobjekter i neste omgang kan føre til svingninger i formuesverdiene. Boligprisene har siden bunnpunktet i 1993 steget reelt med om lag 40 prosent og i løpet av de siste to årene med i overkant av 13 prosent. Den delen av verdistigningen på formuesobjekter som primært er drevet fram av den ekspansive pengepolitikken, må i utgangspunktet antas å være basert på spesielle forhold i valutamarkedet og i internasjonale konjunkturer som neppe vil vedvare over tid.

Et eventuelt betydelig fall i formuesverdiene - og da særlig dersom boligprisene skulle falle - vil måtte bli etterfulgt av en finansiell konsolidering i privat sektor. Det er grunn til å regne med betydelige realøkonomiske svingninger som følge av en slik tilpasning. Risikoen for ustabilitet i norsk økonomi er således ikke bare knyttet til utsiktene for økt pris- og kostnadsvekst, men mer

generelt til en etterspørselsutvikling som ikke kan opprettholdes over tid.

Norges Bank vil understreke at de risikomomentene som er påpekt ovenfor, er til stede selv med de anslag Norges Bank har lagt til grunn i sitt hovedalternativ for den økonomiske utviklingen de nærmeste par årene. Dette gjelder etter bankens vurdering også om en bruker de anslag som ligger til grunn ved utarbeidelsen av Nasjonalbudsjettet 1998. Eksempelvis vil en eventuell ytterligere økning i formuesprisene kunne føre til ubalanser og svingninger i økonomien også i en situasjon der den generelle pris- og kostnadsveksten i utgangspunktet er stabil.

Norges Bank vil videre fremheve at anslagene for den økonomiske utviklingen i seg selv er basert på en rekke krevende forutsetninger, knyttet blant annet til finanspolitikken, pengepolitikken og inntektspolitikken. Dersom disse forutsetningene endres, vil presset i økonomien raskt kunne øke mer enn anslått.

Norges Bank har i sin siste inflasjonsrapport søkt å illustrere hvordan en endring i noen av disse forutsetningene kan tenkes å slå ut. Slike beregninger må nødvendigvis være usikre og skjematisk. Usikkerheten tatt i betraktning, viser de imidlertid at pris- og kostnadsveksten i løpet av en to-årsperiode lett kan bli vesentlig høyere enn det som er lagt til grunn, og at situasjonen i økonomien tilsier at selv mindre endringer i etterspørselen over tid kan utløse store endringer i den nominelle utviklingen. Årsaken til dette er at økonomien allerede er nær full kapasitetsutnyttning. Selv en forholdsvis liten ytterligere økning av etterspørselsveksten kan i en slik situasjon føre til et betydelig press på produksjonsressursene, med den følge at pris- og kostnadsveksten tiltar vesentlig.

En mulig utløsende faktor for en slik utvikling vil kunne være en mindre stram finanspolitikk. Norges Bank vil imidlertid understreke at også utviklingen i valutamarkedet utgjør en betydelig risiko.

De gjeldende retningslinjene for pengepolitikken tilsier at et sterkt og tilbakevendende apprecieringspress bare kan motvirkes gjennom ytterligere lettelse i pengepolitikken. Norges Bank vil understreke at slike lettelse i pengepolitikken før eller senere vil måtte resultere i økt prisstigning, om ikke presset motvirkes av en strammere finanspolitikk.

På bakgrunn av det samlede risikobildet for

den økonomiske utviklingen i tiden fremover, oppfatter Norges Bank situasjonen slik at det skal forholdsvis lite til før en kommer inn i en utvikling med ubalanser i flere deler av økonomien, blant annet i arbeidsmarkedet og i markedene for formuesobjekter. Slike ubalanser vil før eller senere gi seg utslag i økt pris- og kostnadsvekst og realøkonomiske svingninger som følge av endringer i tilpasningen i privat sektor. Dette kan etter Norges Banks syn unngås ved å bringe veksten i etterspørselen ned mot den underliggende veksten i produksjonskapasiteten, slik at en forhindrer en ytterligere økning i presset mot produksjonsressursene. Veksten er bredt basert, og det er presstendenser i flere deler av økonomien. Dette tilsier tiltak som påvirker veksten både i privat og offentlig etterspørsel.

Det er usikkerhet forbundet med forutsetningene om den økonomiske politikken og med anslagene for den fremtidige utviklingen. Det er også tenkelig at en kan ha undervurdert omstillingsevnen i økonomien og økonomiens langsiktige vekstpotensiale.

Norges Bank mener imidlertid at slik generell usikkerhet ikke bør føre til at en ikke forsøker å korrigere en utvikling som innebærer en vesentlig risiko for å pådra seg betydelige kostnader i fremtiden. Nettopp på grunn av usikkerheten er det nødvendig å analysere det risikobildet som nå avtegner seg. Norges Bank legger i denne sammenheng avgjørende vekt på at «sikkerhetsmarginene» i økonomien nå synes små, og at selv mindre avvik fra den antatte utviklingen kan tenkes å få alvorlige konsekvenser.

All erfaring tilsier at økonomien på lang sikt er tjent med en mest mulig stabil vekst, og at betydelige avvik fra en slik stabil vekst kan medføre ubalanser det tar lang tid å rette opp. Basert på erfaringene fra de økonomiske svingningene mellom 1985 og 1993 vil Norges Bank i denne sammenheng understreke at en korreksjon i ettert tid trolig vil kreve mer betydelige og tidkrevende omstillinger enn dersom korreksjonen skjer på et tidligere tidspunkt, før ubalansene i økonomien er blitt for store.

Finanspolitikken

Det fremlagte forslag til statsbudsjett for 1998 innebærer en innstramming på $\frac{3}{4}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekorrigerede overskud-

det på statsbudsjettet. Budsjettets underliggende utgifter er anslått å øke med 1 prosent.

I forslaget til statsbudsjett er BNP-veksten for Fastlands-Norge i 1998 anslått til 3 prosent. Dette er på linje med Norges Banks anslag og innebærer at kapasitetsutnyttningen vil øke ytterligere og at presset i økonomien tiltar gjennom 1998. For å unngå et forsterket press ville det være nærliggende relativt raskt å søke å bringe veksten i etterspørselen ned, slik at produksjonen tilpasses den underliggende veksten i produksjonskapasiteten, som neppe overstiger 2 1/2 prosent pr. år. Med utgangspunkt i den innstramningen som allerede er foreslått, ville dette etter Norges Banks vurdering isolert sett innebære en innstramning i finanspolitikken på ytterligere 3/4 prosent og i alt knapt 1 1/2 prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekorrigerede overskuddet på statsbudsjettet. Illustrasjonsmessig innebærer dette en ytterligere innstramning på anslagsvis 6 milliarder kroner, i forhold til det fremlagte forslag til statsbudsjett.

Til tross for den usikkerhet som foreligger, illustrerer disse anslagene etter Norges Banks oppfatning de store kravene dagens ansvarsdeling mellom finanspolitikken og pengepolitikken legger på finanspolitikken i konjunkturstyringen. Norges Bank vil samtidig understreke at en slik ytterligere innstramning ikke nødvendigvis vil være virkningsfull i forhold til situasjonen i valutamarkedet. Det vises i denne sammenheng til nærmere drøfting av ansvarsdelingen i den økonomiske politikken i omtalen av penge- og valutapolitikken.

Norges Bank vil videre vise til at situasjonen i valutamarkedet og de gjeldende pengepolitiske retningslinjer innebærer en klar risiko for at pengepolitikken vil måtte lettes ytterligere for å motvirke et eventuelt appresieringspress mot kronen. Ut fra stabiliseringspolitiske hensyn er det naturlig å ta hensyn til denne risikoen ved utformingen av finanspolitikken, jf. at lettelser i pengepolitikken trolig i betydelig grad har motvirket den finanspolitiske innstramningen gjennom de siste årene. Etter Norges Banks vurdering kan etterspørselsvirkningen etter to år av en nedgang i renten på 1 prosentpoeng anslås å bli motvirket av en innstramning i finanspolitikken i størrelse 3/4 prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekorrigerede budsjettoverskuddet. Finanspo-

litikken må ha tilstrekkelig fleksibilitet til raskt å kunne justeres for å møte en slik situasjon om den skulle oppstå.

Anslagene ovenfor er basert på en gjennomsnittsbetraktning, der det ikke er tatt hensyn til at ulike offentlige utgifter har forskjellige virkninger på presset rettet mot innenlandske produksjonsressurser.

En betydelig del av innstramningen i budsjettforslaget er oppnådd ved økninger i skatter og avgifter. Norges Bank vil peke på at økte skatter og avgifter i en gitt situasjon vil kunne sette i gang pris- og lønnsspiraler i økonomien. Gitt det foreliggende presset i arbeidsmarkedet, kan slike tiltak føre til krav om kompensasjon sentralt eller lokalt som undergraver virkningene av innstramningene. Dette trekker i retning av at en økning i skatte- og avgiftsnivået kan være lite egnet som stabiliseringspolitisk tiltak i den nåværende situasjonen i økonomien. Hensynet til stabile rammevilkår og generelle effektivitets-hensyn tilsier at skattesystemet bør ligge rimelig fast over konjunktursykelen. Dette forhindrer selvsagt ikke at det kan være grunnlag for endringer i ulike skatter ut fra et mål om å øke den samlede effektiviteten i økonomien og unngå skatter med uheldige vridningseffekter.

Reduserte offentlige utgifter kan synes å utgjøre et treffsikkert virkemiddel ut fra stabiliseringspolitiske hensyn. I lys av de store utfordringer som en står overfor i finanspolitikken både på kort og lang sikt, kan en viss økning i skattnivået likevel bli nødvendig som ett av flere virkemidler rettet mot å redusere veksten i den private etterspørselen.

Samlet sett står myndighetene overfor vanskelige avveininger i utformingen av finanspolitikken.

Stabiliseringspolitiske hensyn taler for en betydelig innstramning i finanspolitikken. Norges Bank mener at dersom finanspolitikken alene skal tillegges ansvaret for stabiliseringen av den økonomiske utviklingen, er det trolig nødvendig - blant annet på bakgrunn av at økonomien allerede er meget nær full kapasitetsutnyttning - å foreta en betydelig større innstramning enn foreslått i budsjettdokumentene. Norges Bank ser i motsatt fall en risiko for at norsk økonomi bringes inn i en ustabil utvikling som over tid kan medføre store svingninger i realøkonomien.

Andre hensyn kan tale mot store omlegginger i offentlige utgifter. Finanspolitikken må blant

annet ivareta hensynet til et effektivt offentlig tjenestetilbud, til rimelig stabile rammevilkår for næringslivet og til forholdet mellom offentlig og privat sektor på kort og lang sikt. I dette perspektivet kan det være både vanskelig og lite hensiktsmessig å kun bruke finanspolitikken i den kortsiktige konjunkturreguleringen.

Norges Bank vil videre peke på at en ikke ubetydelig del av den belastningen som nå legges på finanspolitikken, kan føres tilbake til utformingen av pengepolitikken.

Penge- og valutapolitikken

Dagens pengepolitiske styringssystem er fastlagt i valutakursforskriften av 6. mai 1994 med tilhørende retningslinjer i dokumentene som Regjeringen har lagt fram for Stortinget. Forskriftens §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 samsvar med retningslinjene som Regjeringen har fastlagt, er penge- og valutapolitikken innrettet mot å holde kronkursen stabil. Det betyr at renten i all hovedsak reflekterer forholdene i valutamarkedet.

Myndighetene har lagt betydelig vekt på hensynet til å bevare næringsstrukturen og konkurranseevnen i det private næringslivet slik at en unngår vesentlige omstillingsproblemer når oljeproduksjonen begynner å falle, eller dersom det igjen skulle komme et betydelig oljeprisfall. Hensynet til konkurranseevnen søkes ivarettatt gjennom inntektspolitikken som, sammen med en stabil valutakurs, skal sikre det langsiktige grunnlaget for konkurranseutsatt næringsliv. I tillegg har inntektspolitikken trolig betydning for mulighetene til å holde en lav arbeidsledighet. Det er i Nasjonalbudsjettet og fra partenes side blitt fremhevet at en stabil kronkurs er av stor betydning for gjennomføringen av inntektspolitikken.

Målet om en stabil kronkurs er i samsvar med Norges Banks tilråding i brev av 19. april 1994 til Finansdepartementet; «Pengepolitikk under flytende valutakurser». Norges Bank la i dette brevet stor vekt på den lange tradisjonen Norge har for fastkurspolitikk. Videre understreket banken pengepolitikken og valutakursens rolle som nominelt anker for lønnsoppgjørene og ramme for finanspolitikken. Disse forholdene førte til at Norges Bank etter en samlet vurdering anbefalte stabil kurs som operativt mål for pengepolitikken.

I sin vurdering våren 1994 la Norges Bank vekt på de erfaringene som var høstet siden 1986. I lys av den vanskelige situasjonen norsk økonomi da var inne i, og i lys av at troverdigheten til penge- og valutapolitikken var klart svekket, var det hensiktsmessig å vinne tilbake troverdighet og redusere pris- og kostnadsveksten ved å knytte kronen opp mot valutaer i land som selv hadde lav inflasjon. Det lyktes etter hvert gjennom denne politikken, med betydelige bidrag fra finanspolitikken og inntektspolitikken, å bringe pris- og kostnadsveksten ned og gjenopprette vilkårene for en stabil økonomisk utvikling. Det lyktes også, med unntak av depresieringen av kronen i desember 1992, å stabilisere forventningene i valutamarkedet og gjenvinne tilliten til pengepolitikken, slik at det norske rentnivået etter hvert kom ned mot europeiske renter. Sett i dette perspektivet syntes erfaringene med fastkurspolitikken gode ut fra det som var de primære hensyn ved gjennomføringen av penge- og valutapolitikken.

Norges Bank vurderer det nå slik at den aktuelle økonomiske situasjon og situasjonen i valutamarkedet innebærer at det pengepolitiske styringssystemet på ny er under press.

Norges Bank mener videre at dette presset, i tillegg til den aktuelle konjunktursituasjonen, ser ut til å reflektere langsiktige og grunnleggende utviklingstrekk i norsk økonomi. Banken vil i denne sammenheng spesielt vise til følgende forhold:

- Norge har siden midten av 1980-tallet systematisk hatt en annen konjunkturutvikling enn landene i Kontinental-Europa. Dette kan skyldes grunnleggende forskjeller i næringsstruktur og rentefølsomhet mellom norsk økonomi og økonomien i andre europeiske land. I tillegg til oljesektorens åpenbare be-

tydning, er konjunkturfasene også for store deler av fastlandsindustrien i utakt med landene på kontinentet. Rentenivået i de landene kronen er knyttet opp mot, har således gjennomgående vært tilpasset en annen konjunktursituasjon enn Norges. Mens det i slutten av 1980-årene var åpenbart nødvendig å føre en stram pengepolitikk for å gjenopprette tilliten til kronen og bringe inflasjonen ned, er det bekymringsfullt at pengepolitikken i de senere år har bidratt til å forsterke oppgangs-konjunktoren.

- I en verden preget av frie kapitalbevegelser og stadig mer integrerte finansmarkeder er det begrensede muligheter til å påvirke den reelle kronekursen (dvs. den kostnadmessige konkurransevnen) over tid gjennom utformingen av penge- og valutapolitikken. Norges posisjon med en liten valuta utenfor et stort valutaområde har i perioder gjort norske kroner attraktiv som investerings- og risikospredningsvaluta. Den gunstige situasjonen i utenriksøkonomien og overskuddene i statsfinansene kan ha forsterket disse tendensene. Erfaringene gjennom de siste årene tilsier at mulighetene er klart svekket for å styre den nominelle kronekursen, og samtidig opprettholde en pengepolitikk som over tid er i samsvar med en stabil utvikling i etterspørselen, sysselsettingen og konkurransevnen.
- Erfaringene fra den senere tid tyder på at det kan være vanskelig å tilpasse finanspolitikken raskt og tilstrekkelig kraftig til å motvirke store endringer i underliggende etterspørselsforhold. Eksempelvis har rentenedgangen det siste året etter Norges Banks vurdering langt på vei nøytralisert virkningen av en strammere finanspolitikk.

Virkningene og gjennomslaget av renteendringer i Norge synes å ha flere likhetstrekk med hvordan renteendringer virker i de engelsktalende industrilandene enn i de kontinentaleuropeiske landene. Det er i denne sammenheng et moment at spesielt husholdningenes lån i Norge i stor grad har flytende rente som er knyttet til utviklingen i de kortsiktige rentene i pengemarkedet. I mesteparten av det øvrige Europa er lårentene langsiktig bundet og knyttet nært til obligasjonsrentene. Siden det er de kortsiktige rentene som normalt svinger mest, vil dermed endringene i de utlånsrentene husholdningene står

overfor, gjennomgående være betydelig sterkere i Norge enn i de fleste andre europeiske land. I tillegg har renteendringer stor effekt på norske husholdningers formuer fordi selveie av boliger er svært utbredt i Norge, og det samtidig er en nær sammenheng mellom endringer i realrenten og endringer i boligprisene. I de fleste andre europeiske land er selveie mindre utbredt, og kortsiktige renteendringer slår dermed i mindre grad ut i husholdningenes formuer. Dette blir i noen grad oppveid av at husholdningene i andre europeiske land har større aksjeformuer. Samlet sett synes det likevel rimelig å anta at endringer i kortsiktige renter gir større formueseffekter i Norge enn i de fleste andre europeiske land.

Utviklingen i den reelle kronekursen og dermed den kostnadmessige konkurransevnen er på lang sikt bestemt av underliggende realøkonomiske forhold knyttet blant annet til utviklingen i nasjonens samlede inntekter, produktivitetsutviklingen i næringslivet og utviklingen i den samlede etterspørselen rettet mot norske produksjonsfaktorer. Reallønnen i Norge, og den kostnadmessige konkurransevnen, vil over tid måtte bli tilpasset disse underliggende forholdene dersom en skal unngå store ubalanser i arbeidsmarkedet. Endringer i den nominelle kronekursen vil dermed i seg selv på lang sikt i liten grad påvirke konkurransevnen, fordi slike endringer i neste omgang og over tid vil motvirkes av endringer i pris- og lønnsveksten.

Dette innebærer ikke at myndighetene står uten virkemidler for å påvirke konkurransevnen. På lang sikt er en grunnleggende forutsetning for å opprettholde den kostnadmessige konkurransevnen at den konkurranseutsatte del av næringslivet gis tilstrekkelig realøkonomisk «rom» - gjennom tilgang til realressurser som arbeidskraft og kapital - til å kunne opprettholde sin andel av den samlede produksjonen i økonomien. Dette forutsetter i neste omgang at den samlede etterspørselen innenlands over tid ikke vokser raskere enn det inntektsgrunnlaget i økonomien tilsier, slik at det ikke oppstår knapphet på arbeidskraft og andre innsatsfaktorer som presser opp priser og lønninger. I denne sammenhengen kan en vellykket inntekts- og arbeidsmarkedspolitik også gi et betydelig bidrag, først og fremst ved at denne gjør det mulig å holde en lavere arbeidsledighet enn ellers - og dermed en høyere samlet sysselsetting - uten at pris- og lønnsveksten tiltar.

Myndighetene kan påvirke utviklingen i den samlede etterspørselen først og fremst gjennom finanspolitikken og pengepolitikken. Etableringen og utviklingen av petroleumsfondet, som er innrettet med sikte på at statens inntekter fra oljevirkksomheten i hovedsak skal kanaliseres til investeringer i utlandet, kan ses i en slik sammenheng. I tillegg kan myndighetene påvirke næringslivets rammevilkår gjennom blant annet skattesystemet.

På mellomlang sikt vil eventuelle appresieringsforventninger i markedet ha en tendens til å slå gjennom i en reell appresiering - enten ved en nominell styrking av kronkursen eller ved å fremtvinge en pengepolitikk som resulterer i økt pris- og kostnadsvekst. Innenfor dagens pengepolitiske retningslinjer kan et kontinuerlig appresieringspress bare motvirkes ved en ekspansiv pengepolitikk.

Da presset i valutamarkedet ble helt akutt i januar, ble rentene redusert og Norges Bank lot kronkursen tilpasse seg markedssituasjonen for en periode. Rentenedsettelsene på til sammen 1 1/4 prosentpoeng i perioden november 1996 til januar 1997, fra et nivå som i utgangspunktet var lavt, innebar en klart ekspansiv pengepolitikk. Det oppsto dermed en situasjon hvor markedsaktørene måtte regne med en økt sannsynlighet for at en eventuell reell appresiering av kronen kunne komme til å skje gjennom en særnorsk prisstigning.

Det er mulig at eventuelle forventninger om en fortsatt sterk appresiering av kronkursen også ville kunne bli betydelig dempet dersom det ble ført en så stram finanspolitikk at det til enhver tid var tilstrekkelig tilgang på ressurser i økonomien til gjeldende priser. Dette skyldes at aktørene i valutamarkedet da ville se at den eksisterende økonomiske politikken var forenlig med en konstant reell kronkurs over tid, jf. drøftingen av finanspolitikken og av den langsiktige utviklingen i konkurranseevnen ovenfor. En slik politikk ville således kunne overbevise markedsaktørene om at norske myndigheter ville føre en økonomisk politikk som til enhver tid sikrer ressurstilgangen til det konkurranseutsatte næringslivet til gjeldende priser på arbeidskraft og andre innsatsfaktorer. Det ville imidlertid trolig kreve en innstramning av finanspolitikken som går betydelig ut over det som ligger i budsjettforslaget.

De norske finansmarkedene har tatt del i en generell internasjonal utvikling mot økt globalise-

ring og stadig tettere integrasjon over landegrensene. Som en liten, åpen økonomi har Norge nytt godt av dette, blant annet gjennom betydelig tilførsel av utenlandsk kapital og muligheter til å omplassere deler av oljeformuen til finansiell formue i utlandet. Dette har økt handlefriheten i den økonomiske politikken.

Dereguleringen av finansmarkedene og boligmarkedet har imidlertid også medført at forventningene i finansmarkedene slår sterkere gjennom på den økonomiske utviklingen. Blant annet får disse forventningene nå direkte betydning for renten, og økte kapitalbevegelser knyttet til kursforventninger gjør det vanskeligere å styre den nominelle valutakursen uten store endringer i pengepolitikken. Endringer i renten vil samtidig i større grad påvirke etterspørselen i privat sektor, blant annet gjennom utviklingen i aksje- og boligmarkedene.

Myndighetene i andre små, åpne økonomier har i de senere år i økende grad tatt konsekvensen av denne utviklingen. Endringene har gjennomgående skjedd i to retninger: Utviklingen av en monetær union i Europa og utformingen av alternative styringssystemer for pengepolitikken i landene utenfor den monetære unionen.

EU-landene søker å etablere en monetær union (ØMU) som innebærer at landene oppgir sin selvstendige valuta til fordel for å kunne utforme pengepolitikken for hele unionen under ett. Dette innebærer blant annet den fordel at et slikt stort valutaområde i større grad er en lukket økonomi. Svingninger i valutakursen overfor andre valutaer spiller dermed mindre rolle for næringslivet i området som helhet. Innenfor unionen oppgir myndighetene muligheten til å påvirke relative priser gjennom endringer i valutakursene.

De fleste utviklede økonomier utenfor EU, i tillegg til enkelte EU-land som foreløpig ikke ser ut til å bli med i ØMU, har i dag forankret pengepolitikken i et mer eller mindre direkte mål for prisstigningen - såkalt inflasjonsstyring. En slik politikk føres i dag blant annet av New Zealand, Australia, Canada, Sverige og Storbritannia. Store land som USA, Japan og Tyskland fører en pengepolitikk som i praksis avviker lite fra inflasjonsstyring, men retningslinjene for pengepolitikken i disse landene innebærer gjennomgående at noe mer overlates til skjønn, slik at handlefriheten i pengepolitikken trolig er noe større enn ved et tallfestet inflasjonsmål.

Av utviklede økonomier innenfor OECD-området er det i dag bare Norge og Island som har ensidig erklærte mål om utviklingen i valutakursen. Landene i det europeiske monetære samarbeidet (ERM) har erklærte valutakursmål basert på gjensidige intervensjonsforpliktelser og vide svingningsmarginer for valutakursene. Kursutviklingen for de fleste av disse landene reflekterer dessuten allerede at ØMU etter planen skal tre i kraft i 1999.

Norge er ikke medlem av EU, og medlemskap i ØMU er følgelig heller ikke aktuelt. Norske myndigheter må derfor i overskuelig fremtid basere seg på en selvstendig og ensidig erklært utforming av penge- og valutapolitikken. Det er i denne sammenheng nødvendig å ta hensyn til at norske kroner ved dannelsen av ØMU vil være en liten valuta utenfor et stort valutaområde. Erfaringene med uro knyttet til bevegelser i hovedvalutaene den senere tiden kan tyde på at kronen i en slik situasjon vil få økende interesse for internasjonale markedsaktører som investerings- og risikospredningsvaluta, samtidig som pengepolitikken i ØMU fortsatt vil reflektere den økonomiske utviklingen i de kontinental-europeiske landene. Problemene knyttet til gjennomføringen av et mål om en stabil valutakurs med liten toleranse for kurssvingninger vil i en slik situasjon kunne øke ytterligere.

I omtalen av penge- og valutapolitikken i Nasjonalbudsjettet 1998 heter det blant annet at: «ansvarsfordelingen mellom penge- og finanspolitikken er godt etablert og har gitt gode resultater». Det argumenteres også for at endrede retningslinjer for pengepolitikken vil kunne føre til at konkurranseevnen svekkes gjennom en styrking av kronekursen, og at en slik innretning av politikken ville være i strid med solidaritetsalternativet. Videre heter det:

«Det viktigste virkemiddelet for å sikre en balansert vekst og dempe presstendensene i norsk økonomi er et stramt finanspolitisk opplegg, sammen med en gjennomføring av inntektsoppgjørene som bidrar til å holde lønns- og prisveksten lav. ... Hensynet til stabilitet i kronekursen innebærer at det norske rentenivået i hovedsak må følge det europeiske. Pengepolitikken bidrar likevel til å stabilisere norsk økonomi ved at stabil valutakurs støtter opp under finanspolitikken og gjennomføringen av inntektsoppgjøret».

Norges Bank er enig i at en stram finanspolitikk er nødvendig i dagens situasjon og at det er ønskelig at inntektsoppgjørene bidrar til lav og stabil lønns- og prisvekst. Spørsmålet er imidlertid om dette lar seg gjennomføre i tilstrekkelig grad til at en fortsettelse av dagens pengepolitiske retningslinjer vil kunne forventes å gi gode resultater. I denne forbindelse vil Norges Bank fremheve følgende:

- Finanspolitikken slik den fremstår i budsjettforslaget, er etter Norges Banks syn ikke slik at den alene med rimelig trygghet kan antas å «sikre en balansert vekst og dempe presstendensene i norsk økonomi», spesielt ikke i lys av det risikobildet som avtegner seg. Det er et åpent spørsmål om finanspolitikken har den nødvendige fleksibilitet til å kunne møte endringer som måtte oppstå i pengepolitikken.
- I lys av et tiltakende press i arbeidsmarkedet og utsikter til fortsatt kraftig vekst i sysselsettingen og i etterspørselen, kan det etter Norges Banks oppfatning ikke uten videre konkluderes med at den eksisterende innretningen av inntektspolitikken vil være tilstrekkelig til å hindre en svekkelse av konkurranseevnen som følge av tiltakende pris- og lønnsvekst.
- Den eksisterende innretningen av politikker har små eller ingen sikkerhetsmarginer for det tilfellet at appresieringspresset skulle fortsette. Den pro-sykliske virkningen av pengepolitikken gjør at det kan reises tvil om pengepolitikken bidrar til å stabilisere norsk økonomi, også med hensyn til å støtte opp under finanspolitikken og gjennomføringen av inntektspolitikken.

Norges Bank vil på denne bakgrunn understreke at det er problemer i ansvarsdelingen mellom finans- og pengepolitikken, at pengepolitikken gjennomgående har vist seg å virke pro-syklisk og at mulighetene for et stadig gjentatt appresieringspress ytterligere øker risikoen for å overbelaste finanspolitikken. Samtidig er det etter Norges Banks vurdering påkrevet å tilpasse veksten i økonomien ned mot den underliggende veksten i produksjonskapasiteten dersom myndighetene ønsker å redusere risikoen for at det oppstår betydelige ubalanser i økonomien.

I brev til Finansdepartementet 22. november 1996, tok Norges Bank opp spørsmålet om grunnlaget for det pengepolitiske styringssystemet. Norges Bank skrev blant annet:

«Norges Bank legger til grunn at de eksisterende retningslinjene for penge- og valutapolitikken i tilstrekkelig grad sikrer at pengepolitikken ikke leder til økonomisk ustabilitet, men Norges Bank vil, dersom det blir nødvendig, komme tilbake til spørsmålet om en eventuell endring i det pengepolitiske styringssystemet».

De overordnede målene for den økonomiske politikken er å legge forholdene til rette for lav arbeidsledighet og en bærekraftig økonomisk vekst. Det har videre vært enighet om at nødvendige forutsetninger for å kunne oppnå disse overordnede målene er en lav og stabil pris- og kostnadsvekst og en stabil økonomisk utvikling, jf. omtalen av pengepolitikken i blant annet Revidert nasjonalbudsjett 1994.

Norges Bank vil vise til det målhierarkiet banken presenterte i brevet våren 1994, hvor det ble understreket at pengepolitikken viktigste bidrag til en stabil økonomisk utvikling var å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst. Valutakursstabilitet ble anbefalt som et operativt mellommål. Norges Bank påpekte den gang at det operative mellommålet knyttet til stabil valutakurs i visse situasjoner burde endres:

«For at retningslinjene for pengepolitikken skal være tilstrekkelig robuste også når økonomien rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser, bør det etter Norges Banks oppfatning gis klart uttrykk for at lav pris- og kostnadsvekst fastholdes som det overordnede og langsiktige mål for pengepolitikken, slik det har vært både i perioden med fastkurs-tilknytning og mens kronen har flytt. Hovedmålene for den økonomiske politikken, slik de er trukket opp i Langtidsprogrammet, er å sikre et varig grunnlag for en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting, og i en slik sammenheng er det beste bidraget pengepolitikken kan gi at den på lang sikt rettes inn mot å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst. En stabil valutakurs er en forutsetning for å få til dette. Hvis økonomien rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger, bør imidlertid det avledede valutakursmålet tilpasses det langsiktige målet for pengepolitikken.»

Norge har de senere år erfart et sterkt og langvarig konjunkturoppsving som nå slår ut i økte presstendenser på mange områder av økonomien. Det er ingen klare tegn til at etterspørselsveksten avtar. Over tid må dette forventes å slå ut i økende pris- og kostnadsvekst, fra en veksttakt som allerede ligger over handelspartnerne. Det nåværende pengepolitiske styringssystemet kan innebære at virkemidlene må innrettes på en slik måte at disse problemene aksentueres.

Det kan videre hevdes at heller ikke de langsiktige målene knyttet til utviklingen i det konkurranseutsatte næringslivet kan ivaretas gjennom en systematisk pro-syklisk pengepolitikk og et vedvarende press på produksjonsressursene i økonomien. Således er det tvilsomt om hensynet til det konkurranseutsatte næringslivet over tid kan ivaretas ved å holde fast ved et kortsiktig mål om en stabil nominell valutakurs med snevre rammer for svingninger i kursen. Dette tilsier at også de langsiktige målene for utviklingen i den kostnadsmessige konkurranseevnen bedre kan ivaretas av en økonomisk politikk som legger forholdene til rette for en stabil utvikling i etterspørsel og ressurstilgang over tid.

I henhold til paragraf 3 i lov om Norges Bank skal banken «underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken». I lys av denne forpliktelsen og den forutgående drøftingen i dette brev av den økonomiske utviklingen og den økonomiske politikken, finner Norges Bank at spørsmålet om å endre retningslinjene for penge- og valutapolitikken nå må tas opp.

I den pågående offentlige debatt om pengepolitikken reises det tidvis spørsmål knyttet til graden av selvstendighet for sentralbanken i forhold til de politiske myndigheter. Norges Bank vil understreke at de endringer i det pengepolitiske styringssystem som er ønskelige, ikke forutsetter endringer i forholdet mellom de politiske myndigheters og bankens kompetanse. De overordnede målene for pengepolitikken vil fortsatt måtte fastlegges av de politiske myndigheter, samtidig som det operative ansvar for instrumentbruken ligger i sentralbanken. Det er således ikke påkrevet med endringer i lov om Norges Bank for å gjennomføre endringer av den karakter som drøftes i det følgende.

Mulige endringer i penge- og valutapolitikken

Det er etter Norges Banks oppfatning påkrevet å vurdere endringer i det pengepolitiske opplegget som i større grad enn hittil kan bidra til en stabil økonomisk utvikling, slik at faren for alvorlige økonomiske forstyrrelser blir mindre. I dagens situasjon vil dette måtte innebære at en legger mindre vekt på kontinuerlig oppnåelse av det operative målet om stabilitet i valutakursen til fordel for grunnleggende mål om full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst, basert på en forutsetning om fortsatt lav pris- og kostnadsvekst.

Det er etter Norges Banks vurdering videre sterkt ønskelig at skiftende forventninger i valutamarkedet ikke tillates å resultere i ytterligere ekspansive virkninger fra pengepolitikken. Dagens retningslinjer tar riktignok høyde for at en tidvis kan måtte akseptere vesentlige avvik fra kursleiet, men kravet om at virkemidlene skal innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert skal bringes tilbake til utgangsleiet, kan vanskelig tolkes så fritt at ikke en endring i virkemiddelbruken i ekspansiv retning relativt raskt og med betydelig styrke vil måtte foretas i situasjoner med fornyet press i valutamarkedet.

En omlegging av dagens kursforskrift i retning av å gi større fleksibilitet i hvordan en på kort sikt møter slike påkjenninger, men hvor målet om stabilitet i valutakursen beholdes, vil være en mulighet. Dette vil kunne gjøre det lettere å unngå problemene knyttet til en sterkt pro-syklisk pengepolitikk i situasjoner med fornyet press mot kronekursen. Samtidig vil en under et slikt alternativ i hovedsak kunne videreføre grunnlaget for den eksisterende ansvarsdelingen i den økonomiske politikken, spesielt i forhold til inntektspolitikken, ved at valutakursen fortsatt vil kunne tjene som et nominelt forankringspunkt.

Under et slikt system vil det kunne forekomme perioder med større fluktasjoner i kursen enn hva som har vært vanlig. Et spørsmål som da reiser seg, er om noe større svingninger i valutakursen i seg selv vil kunne påvirke rammevilkårene for konkurranseutsatt sektor.

Et forhold som begrenser effektene av valutakursvariasjoner på kort sikt (opp til et år), er at bedriftene kan kurssikre seg, enten gjennom posisjoner i valutamarkedene eller ved at priser kan være avtalt i norske kroner. Norske kroner utgjør en betydelig andel av oppgjørsv valutaene ved im-

port og eksport. Dette bidrar til å redusere de kortsiktige effektene av valutakursvariasjoner, selv om det er usikkert i hvor stor grad kontraktsvalutaen sammenfaller med oppgjørsv valutaen. Studier gjort av den svenske sentralbanken indikerer dessuten at både bedriftenes direkteinvesteringer i og transaksjoner med utlandet i betydelig grad er kurssikret gjennom lån i utenlandsk valuta eller valutaterminkontrakter. En gjennomgang av norske børsnoterte selskapers årsberetninger tyder på at i hvert fall store norske bedrifter også i betydelig grad sikrer seg mot kortsiktige endringer i valutakursen.

I den grad valutakursvariasjoner er et problem for konkurranseutsatt næringsliv, gjelder dette først og fremst på mellomlang sikt, fra rundt ett til fire år - det vil si i perioden etter kurssikring og fram til valutakursen har fått merkbart gjennomslag i norske priser og lønninger. Det sentrale for norsk næringsliv i denne sammenheng er prisutviklingen målt i norske kroner. Denne avhenger både av valutakurs og prisene målt i utenlandsk valuta. Norge har en stor eksport av råvarer og halvfabrikata som viser store prisvariasjoner målt i utenlandsk valuta. Prissvingningene vil typisk være betydelig større enn kurssvingningene, og reflekteres også i store svingninger i driftsresultater i utekonkurrerende industri. For betydelige deler av eksportnæringene er prisvariasjoner således av større betydning enn valutakursvariasjoner.

Erfaringene fra det siste året har dessuten vist at en må regne med at kronekursen på kort sikt kan vise svingninger også under dagens pengepolitiske retningslinjer. Det kan i denne sammenheng også vises til at fastkurssystemet i Norge i etterkrigstiden har resultert i at nasjonen med ujevne mellomrom er blitt utsatt for betydelige skift i kronekursen i situasjoner hvor det ikke lenger var mulig å videreføre det eksisterende kursleiet. Det er altså historisk sett ikke slik at en målsetting om stabile kurser i seg selv har kunnet forhindre bevegelser i valutakursen.

Det er etter Norges Banks vurdering ikke grunnlag for å anta at noe større svingninger i kursen vil skape betydelige problemer for norsk næringsliv, særlig ikke hvis alternativet er en varierende, og til tider sterkt ekspansiv, innretning av pengepolitikken.

Mulighetene for over tid å lykkes med en mindre justering av det pengepolitiske opplegget vil avhenge av om dette i markedet oppfattes å ha en

tilstrekkelig klarhet og troverdighet. Troverdigheten i markedet vil blant annet avhenge av om de øvrige elementer i den økonomiske politikken over tid vurderes som konsistente med målet om stabil valutakurs.

Dette vil igjen i stor grad bero på om den økonomiske politikken innrettes slik at det ikke er grunnlag for forventninger om vedvarende realappresiering. Hvis dette ikke er tilfelle, må en vente at det pengepolitiske system igjen vil komme under press, selv med en omlegging som skissert ovenfor. Det vil i så fall kunne fremtvinge en fornyet gjennomgang av systemet, med en justering av kursleiet eller en mer fundamental omlegging i retning av å innrette pengepolitikken mer direkte mot de overordnede mål.

En slik omlegging av pengepolitikken - til et mål rettet direkte inn mot en stabil økonomisk utvikling, forankret i et mål om lav og stabil prisstigning (et såkalt «inflasjonsmål») - er et alternativ også i dagens situasjon.

Mens en justering av styringssystemet som beskrevet ovenfor vil kunne hindre at pengepolitikken på kort sikt må legges om i ekspansiv retning ved påkjenninger i valutamarkedet, vil en politikk rettet direkte mot de overordnede mål innebære at pengepolitikken kan anvendes mer aktivt til å stabilisere utviklingen i innenlandsk etterspørsel. Under dette alternativet ville pengepolitikken bli strammet til ved høy kapasitetsutnyttning og ressursknapphet i økonomien, og slakket av ved lav kapasitetsutnyttning og tilstrekkelig tilgang på ressurser i økonomien. Med et inflasjonsmål vil det være lettere å bruke pengepolitikken til å motvirke sjokk som norsk økonomi er utsatt for gjennom ulike konjunkturfaser. I et slikt system vil valutakursen skifte status fra å være det operative målet til å være en viktig indikator for pengepolitikken.

Lav og stabil prisstigning er en forutsetning for å oppnå de overordnede målene i den økonomiske politikken. En overgang til et inflasjonsmål for pengepolitikken vil derfor kunne være hensiktsmessig i en situasjon der forventninger om realappresiering ellers ville slå ut i økt prisstigning og en generelt ustabil økonomisk utvikling.

En innvending mot å innrette pengepolitikken direkte mot lav pris- og kostnadsvekst har vært at en slik retningslinje kan gjøre det vanskeligere å gjennomføre finanspolitikken og inntektspolitikken.

Det blir således hevdet at en slik mer betydelig omlegging av pengepolitikken vil kunne skape økt uklarhet om finanspolitikken sine oppgaver, særlig i en situasjon med store oljeinntekter, der budsjettbalansen på kort sikt ikke setter effektive grenser for finanspolitikken.

Norges Bank vil påpeke at situasjonen i økonomien uansett tilsier et stramt finanspolitisk opplegg. Pengepolitikken vil ikke i noe fall fullt ut være et alternativ til finanspolitikken med hensyn til stabiliseringen av etterspørselen innenlands, spesielt ikke i en situasjon med store konjunktursvingninger i økonomien, og fortsatt vil myndighetene måtte ta hensyn til hvordan innretningen av finanspolitikken påvirker pengepolitikken, herunder blant annet virkningen på realrenten. Myndighetene må ta høyde for at en for ensidig satsing på pengepolitikken i stabiliseringsøyemed vil kunne medføre en overbelastning av pengepolitikken, på samme måte som de eksisterende retningslinjene innebærer en risiko for å overbelaste finanspolitikken. Med et inflasjonsmål for pengepolitikken vil en situasjon med sterkt press i økonomien således tilsi at både pengepolitikken og finanspolitikken innrettes med sikte på å dempe veksten i innenlands etterspørsel.

Over konjunktursykelen vil det, i et system hvor pengepolitikken er rettet mot de overordnede mål, imidlertid være naturlig at finanspolitikken i større grad blir rettet mot langsiktige hensyn. De langsiktige utfordringene knyttet blant annet til Folketrygdens økonomi og forvaltningen av petroleumsformuen kan uansett tilsi at fokus i politikken dreies mot den langsiktige balansen i statsfinansene og dimensjoneringen av offentlig sektor. Stabiliseringspolitiske hensyn kan stå i motstrid til dette, og gi opphav til vanskelige avveininger og overbelastning av finanspolitikken.

En annen innvending mot et inflasjonsmål for pengepolitikken er at partene i inntektsoppgjøret under et slikt system ikke lenger kan koble lønnsutviklingen direkte til konkurranseevnen, fordi en ikke i samme grad som nå kan basere seg på at den nominelle valutakursen ligger fast. I den grad lønnsmoderasjon de senere årene har vært knyttet opp mot den kortsiktige utviklingen i konkurranseevnen, vil en altså kunne miste et forankringspunkt for inntektspolitikken.

Prinsipielt sett er det imidlertid ikke noe i veien for å reformulere solidaritetsalternativet

med et inflasjonsmål for pengepolitikken. Solidaritetsalternativet kunne videreføres ved at en, i stedet for å fokusere på den kortsiktige utviklingen i konkurranseevnen, kunne konsentrere seg om sammenhengen mellom reallønnsutviklingen og sysselsettingen for hele økonomien.

På den annen side kan det, ut fra det partene i arbeidslivet tidligere har hevdet, synes vanskelig på kort sikt å få i stand et inntektspolitisk samarbeid basert på en endring i ansvarsdelingen i den økonomiske politikken. Den risiko dette innebærer, må veies mot risikoen for at den eksisterende økonomiske politikken medfører at det oppstår alvorlige tilbakeslag i økonomien.

Et annet argument mot å forlate en pengepolitikk rettet mot stabil valutakurs har vært at dette vil føre til større variasjoner i valutakursen, som vil være uheldig for konkurranseutsatt sektor. Som banken tidligere har pekt på, er den reelle valutakursen og dermed konkurranseevnen på lang sikt relativt uavhengig av bevegelser i den nominelle valutakursen. Heller ikke helt kortsiktige kurssvingninger vil i seg selv kunne påvirke rammevilkårene for konkurranseutsatt sektor vesentlig. Effektene av svingninger i valutakursen på ett til fire års sikt er mer usikre, spesielt hvis svingningene blir store. Dette kan tilsi at det er fornuftig å søke å forankre forventningene i valutamarkedet til et på lang sikt troverdig kursmål eller til et mellommål som er forenlig med de overordnede målene for den økonomiske politikken.

Pengepolitikken i Norge vil uansett måtte ta vesentlige hensyn knyttet til utviklingen i valutakursen. Dette skyldes først og fremst at norsk økonomi er forholdsvis åpen, slik at endringer i valutakursen har betydelige konsekvenser for prisstigningen på kort sikt.

Noe av problemet med den eksisterende innretningen av politikken er at det periodevis bygger seg opp ubalanser som endrer kursforventningene i valutamarkedene. Erfaringene fra andre land og tidligere episoder med valutauro i Norge tyder på at slike forventninger vanskelig kan korrigeres gjennom pengepolitikken alene. En stabil utvikling i realøkonomien er således over tid en forutsetning for en stabil kursutvikling - uavhengig av hvilke erklærte retningslinjer som gjelder for pengepolitikken.

Et argument som har vært fremført, er at dannelsen av ØMU kan tilsi at norske myndigheter avventer dette før en tar endelig stilling til ret-

ningslinjene for pengepolitikken i Norge. Siden Norge ikke er med i EU, legger etableringen av ØMU imidlertid ikke direkte føringer for valg av pengepolitisk regime i Norge. Den prinsipielle avveiningen som skal foretas i pengepolitikken, er hvilken vekt som skal legges på henholdsvis hensynet til kortsiktig stabilitet i valutakursen og hensynet til de overordnede mål om full sysselsetting og en stabil økonomisk utvikling på lang sikt. Dette spørsmålet vil langt på vei være uavhengig av at ØMU etableres. Norges Bank mener at myndighetene bør avklare denne grunnleggende avveiningen før det kan bli aktuelt å vurdere ulike tilknytningsformer til det europeiske valutasamarbeidet.

Konklusjon

Det vises til vurderingen av den økonomiske utviklingen og politikken og analysen av risikobil- det i dette brev.

Sentralbanken har, i henhold til lov om Norges Bank paragraf 3, en plikt til å «underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken». Etter Norges Banks vurdering er situasjonen nå slik at banken har plikt til å underrette departementet om sin vurdering i medhold av nevnte lovbestemmelse.

Norges Bank vil i denne sammenhengen understreke at det er problemer i ansvarsdelingen mellom finans- og pengepolitikken, at pengepolitikken i den nåværende situasjon virker pro-syklisk, og at mulighetene for et gjentatt appresieringspress ytterligere øker risikoen for å overbelaste finanspolitikken.

De overordnede målene for den økonomiske politikken er å legge forholdene til rette for lav arbeidsledighet og en bærekraftig økonomisk vekst. Faren for en ustabil økonomisk utvikling fremover bør etter Norges Banks oppfatning lede til at en foretar endringer i de pengepolitiske retningslinjene for bedre å sikre at pengepolitikken støtter opp under de overordnede mål i den økonomiske politikken. En ytterligere lettelse av pengepolitikken vil i dagens situasjon kunne ha betydelige skadevirkninger gjennom den forsterkning av de allerede eksisterende pressproblemer dette vil føre til. Under de eksisterende retningslinjer er det en reell fare for at slike lettelser kan bli nødvendige.

Norges Bank vil advare mot å basere seg på et

system der pengepolitikken i en gitt situasjon må innrettes slik at den virker til å forsterke konjunktursvingningene og redusere stabiliteten i økonomien. Dette aktualiseres ytterligere når det er usikkerhet om de øvrige elementene i den økonomiske politikken, og da særlig dersom finanspolitikken ikke har en tilstrekkelig fleksibilitet til effektivt å motvirke endringene i pengepolitikken.

Et system der pengepolitikken rettes mer direkte inn mot målet om lav og stabil prisstigning, synes å ha gode muligheter til å støtte opp under overordnede mål om full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst. Et slikt mål vil videre kunne være hensiktsmessig i en situasjon der forventninger om realappresiering ellers ville slå ut i økt prisstigning og en generelt ustabil økonomisk utvikling.

Det er imidlertid usikkerhet med hensyn til de faktiske virkninger av en slik omlegging av politikken, i alle fall på kort sikt. Denne usikkerheten går dels på forventningsdannelsen i valutamarkedene og dels på hvilke virkninger en slik omlegging vil kunne ha på innretningen av finanspolitikken og inntektspolitikken.

Med et inflasjonsmål for pengepolitikken vil det blant annet være usikkerhet om hvordan effektene av pengepolitikken vil fordele seg på rente og valutakurs. Dette kan lede til at en bestemt pengepolitisk innretning vil kunne ha varierende effekt på henholdsvis konkurranseutsatt og skjermet sektor over tid. En slik usikkerhet kan ses som en kostnad ved et slikt system.

Et inflasjonsmål for pengepolitikken ville innebære at både pengepolitikken og finanspolitikken kunne innrettes med sikte på å stabilisere økonomien. Over konjunktursykelen ville det være naturlig at finanspolitikken i noe større grad ble rettet mot langsiktige hensyn.

Prinsipielt sett er det ikke noe i veien for å reformulere solidaritetsalternativet med et inflasjonsmål for pengepolitikken. Dette kunne innebære at en i stedet for å knytte inntektspolitikken opp mot konkurransevnen, fokuserte på sammenhengen mellom reallønn og sysselsetting i hele økonomien.

En eventuell omlegging til et direkte inflasjonsmål for pengepolitikken ville likevel innebære en risiko for gjennomføringen av finanspolitikken og inntektspolitikken, blant annet fordi dette ville innebære en justering av ansvarsdelingen i den økonomiske politikken. Det kan væ-

re ønskelig ikke å pådra seg en slik risiko. Et alternativ hvor målet om en stabil kronekurs opprettholdes, men kursforskriften endres slik at det blir større fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken, vil kunne gjøre det noe lettere enn nå å unngå problemene knyttet til risikoen for en sterkt pro-syklisk pengepolitikk. Samtidig vil en kunne videreføre den eksisterende ansvarsdelingen i den økonomiske politikken. En slik mindre omlegging av retningslinjene vil imidlertid ikke løse problemene i tilfelle en skulle stå overfor et sterkt og tilbakevendende appresieringspress.

Beslutningen om hvilke retningslinjer som skal legges til grunn, vil måtte bygge på vurderinger av sammenhenger og årsaksforhold som er beheftet med usikkerhet og hvor et element av skjønn vil måtte inngå. Norges Bank har for sin del etter beste skjønn vurdert utformingen av pengepolitikken i lys av målene for den samlede økonomiske politikken, herunder sammenhengene mellom pengepolitikken, finanspolitikken og inntektspolitikken.

Norges Bank legger betydelig vekt på usikkerhetsmomentene som er knyttet til finanspolitikken og inntektspolitikken, og på at en ikke med sikkerhet kan slå fast at det eksisterende press mot pengepolitikken nødvendigvis vil vare ved. Ut fra en samlet vurdering vil Norges Bank tilrå at retningslinjene for pengepolitikken justeres, slik at det blir større fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken, men hvor stabilitet i kronekursen fastholdes som et mål for pengepolitikken.

Justeringen i retningslinjene bør sikte mot å redusere faren for at pengepolitikken leder til en ustabil økonomisk utvikling.

En større fleksibilitet i pengepolitikken, slik at virkemiddelbruken ikke behøver å legges kraftig om ved moderate svingninger i valutakursen, kan sikres på ulike måter. Norges Bank ser det som mest hensiktsmessig at det kursleiet pengepolitikken styres mot («utgangsleiet»), defineres videre enn i den eksisterende kursforskriften. Virkemidlene bør rettes inn med sikte på å motvirke vesentlige avvik fra dette leiet.

Når en er innenfor kursleiet, vil det også være en mulighet for at pengepolitikken kan brukes noe mer aktivt for å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Norges Bank vil vise til den retningslinje som tidligere har vært trukket opp om at «innenfor de rammene det operative målet om stabil valutakurs setter, vil penge-

politikken i den nåværende konjunkturfasen bli innrettet mot å bidra til at veksten i den innenlandske etterspørselen og aktiviteten ikke blir så sterk at pris- og kostnadsveksten skyter fart».

Norges Bank forutsetter at de øvrige elementer i den økonomiske politikken legges opp slik at det ikke oppstår målkonflikter i pengepolitikken, og at den eksisterende ansvarsdelingen i den økonomiske politikken opprettholdes. Dette vil være nødvendig for at Norges Bank innenfor retningslinjen om stabilitet i kronekursen kan føre en pengepolitikk som er i samsvar med de overordnede målene i den økonomiske politikken.

Hovedstyrets medlem Gjelsvik er av den oppfatning at det ikke er nødvendig å ta opp spørsmålet om retningslinjene for valutapolitikken i brevet.

Dette medlemmet mener nåværende retningslinjer har en betydelig fleksibilitet i forhold til kursen på kort sikt, ved at «det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervenere i valutamarkedet». Selv om utviklingen det siste året har vist at det til tider kan oppstå press på kronekursen, viser

også utviklingen at det har lyktes Norges Bank å bringe kursen tilbake til utgangsleiet ved innretning av virkemidlene slik forskriften angir.

Dette medlemmet legger til grunn at stortingsflertallet fortsatt ønsker å holde fast på den nåværende ansvarsfordelingen i den økonomiske politikken. *Dette medlemmet* kan ikke se at det er oppstått vesentlige endringer i den økonomiske situasjonen eller i valutamarkedene som en ikke har vært oppmerksom på når den avgåtte regjering framla Nasjonalbudsjettet eller når det politiske grunnlaget for den nye ble utarbeidet på Voksenåsen.

Dette medlemmet er enig i at den økonomiske situasjonen krever et statsbudsjett som er minst like stramt som foreslått, og at enhver etterspørselsstimulans ut over dette innebærer økt risiko. Ut fra denne situasjonen ville et noe strammere budsjett lettet utøvelsen av valutapolitikken, slik den er pålagt Norges Bank å utføre, spesielt for vekst og stabilitet på lengre sikt.

Med hilsen

Kjell Storvik

Jon Nicolaisen

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. 10. desember 1997.

D-lån, F-lån, F-innskudd og folioinnskudd.

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget mrd.kroner	D-lån		F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd	
		Låne- potensiale	Faktiske trekk	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl.gj.snitt mrd.kroner	Nom. rente ¹⁾	Dagl. gj.snitt mrd.kroner	
1996									
Januar	01.-15.	7,0	3,6	0,5	4,5	6,29	-	-	2,3
	16.-31.	7,0	3,4	0,4	15,8	5,73	-	-	2,8
Februar	01.-15.	7,0	3,6	0,2	0,6	5,31	1,3	5,31	3,5
	16.-29.	7,0	3,9	0,2	4,7	5,23	0,1	5,18	3,6
Mars	01.-15.	7,0	3,6	0,1	-	-	5,6	4,99	3,0
	16.-31.	7,0	3,4	0,3	6,5	4,74	1,0	4,88	3,1
April	01.-15.	7,0	3,4	0,2	11,5	4,66	-	-	7,5
	16.-30.	7,0	3,4	0,1	13,3	4,54	-	-	3,0
Mai	01.-15.	7,0	3,4	0,1	8,7	4,55	-	-	4,7
	16.-31.	7,0	3,2	0,3	22,8	4,60	-	-	7,6
Juni	01.-15.	7,0	3,4	0,0	14,3	4,58	-	-	4,6
	16.-30.	7,0	3,4	0,3	9,2	4,60	-	-	7,0
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

Renter på D-lån og på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten)

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten	
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv
-06.01. 1993:	11,00%	11,6%	9,00%	9,4%
07.01.-14.01.:	10,50%	11,0%	"	"
15.01.-02.02.:	10,00%	10,5%	"	"
03.02.-07.02.:	9,75%	10,2%	8,75%	9,1%
08.02.-21.02.:	9,50%	9,9%	8,50%	8,8%
22.02.-07.03.:	9,25%	9,7%	8,25%	8,6%
08.03.-11.03.:	9,00%	9,4%	8,00%	8,3%
12.03.-31.03.:	8,75%	9,1%	7,75%	8,0%
01.04.-19.04.:	8,50%	8,8%	7,50%	7,8%
20.04.-25.04.:	8,25%	8,6%	7,25%	7,5%
26.04.-28.04.:	8,00%	8,3%	7,00%	7,2%
29.04.-24.05.:	7,75%	8,0%	6,75%	7,0%
25.05.-13.06.:	7,50%	7,8%	"	"
14.06.-20.06.:	"	"	6,50%	6,7%
21.06.-27.06.:	"	"	6,25%	6,4%
28.06.-02.08.:	"	"	6,00%	6,2%
03.08.-25.10.:	"	"	5,50%	5,6%
26.10.-18.11.:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
19.11.-29.12.:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
30.12.93-08.02.94:	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-	5,50%	5,7%	3,50%	3,6%

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

Kronens kursordning

f.o.m. 06.05.94 (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)

Ny forskrift for kursordningen for den norske kronen viderefører flytekursregimet. De operative retningslinjene for pengepolitikken er stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kursen.

Bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank

f.o.m. 31.10.96 (Se rundskriv nr. 6/31. oktober 1996) 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 fastrente-lånene 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.a. kan utenlandske statspapirer registrert i utlandet etter søknad aksepteres som sikkerhet. Forskriftens bestemmelser om intradaglån ble iverksatt 24. november (se rundskriv nr. 5/17. november 1997), da det ble innført kontinuerlig betalingsoppgjør gjennom dagen i Norges Bank. Dagslån (D-lån) er omdøpt til døgnlån, og er delt opp i lån gjennom dagen (intradag-lån) og lån over natten. Lån over natten er identisk med tidligere dagslån. I en overgangsfase settes grensen for største D-låns-trekk gjennom dagen til to ganger den sikkerhet banken har stilt i form av verdipapirer, tillagt eventuelle F-innskudd. Samtidig ble §8 i låneforskriften iverksatt, slik at Norges Bank om nødvendig kan yte en bank ekstraordinære lån (E-lån) gjennom dagen utover den sikkerhet banken har stilt, for å sikre gjennomføringen av prioriterte betalingsoppgjør.

FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

Emisjonsregulering

f.o.m. 8.4.92 (Se rundskriv nr. 3/8. april 1992) Det gis adgang til å legge ut obligasjonslån med avdragsfri periode på inntil 10 år mot tidligere 5 år. Endringen berører ikke kommunale og fylkeskommunale lån.

Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.

Tabeller

Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Statlige låneinstitusjoner. 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
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

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
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, valutafor delt. 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 valutatransaksjoner 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	31/7 1997	31/8 1997	30/9 1997	31/10 1997
Fordringer på utlandet	235 087	279 969	281 086	282 012	291 424
Internasjonale reserver	170 335	214 023	213 814	212 309	220 223
Plassering av Statens petroleumsfond	47 539	51 466	50 618	49 459	49 983
Andre fordringer på utlandet	17 213	14 480	16 654	20 244	21 218
Fordringer på norske finansinstitusjoner	368	39	30	39	45
Lån til private banker	247	74	56	60	57
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	176	20	29	34	43
Avsetning på tap på utlån til banker	-55	-55	-55	-55	-55
Fordringer på statsforvaltningen	12 827	12 811	12 940	11 134	11 825
Ihendehaverobligasjoner	10 686	8 718	8 685	8 645	8 622
Andre verdipapirer	1 727	3 661	3 760	1 983	2 831
Andre fordringer	414	432	495	506	372
Fordringer på andre norske sektorer	862	935	924	979	854
Verdipapirer og utlån	528	526	526	526	519
Andre fordringer	334	409	398	453	335
Varebeholdning produksjonsbedrifter	36	34	34	30	30
Varige driftsmidler	2 223	2 174	2 167	2 163	2 153
Kursreguleringer	-	-	-	-	-
Kostnader	-	10 531	9 775	8 266	9 487
Elendeler i alt	251 403	306 493	306 956	304 623	315 818
Gjeld til utlandet	18 185	15 532	17 617	21 148	22 248
NOK-gjeld til IMF	4 505	5 080	4 943	4 256	4 261
Annen gjeld til utlandet	13 680	10 452	12 674	16 892	17 987
Sedler og mynt i omløp	43 324	40 683	40 411	41 264	40 883
Innenlandske innskudd	158 883	190 185	191 445	192 054	198 975
Statskassen	80 586	115 489	115 076	113 939	128 668
Statens petroleumsfond	47 539	51 465	50 618	49 459	49 983
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	3 190	4 288	4 450	4 474	3 903
Private banker	24 481	16 118	18 646	21 527	13 885
Andre finansinstitusjoner	2 976	2 720	2 546	2 538	2 434
Andre norske sektorer	111	105	109	117	102
Påløpne, ikke forfalte renter til statskassen	0	2 639	2 989	3 286	3 640
Annen innenlands gjeld	458	194	303	238	270
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 554	1 728	1 712	1 630	1 632
Fond	28 999	28 999	28 999	28 999	28 999
Kursreguleringer	-	16 853	12 292	3 251	4 860
Inntekter	-	9 680	11 188	12 753	14 311
Gjeld og egenkapital i alt	183 995	306 493	306 956	304 623	315 818
Poster utenom balansen :					
Valuta solgt på levering	1 627	708	708	1 628	939
Valuta kjøpt på levering	3 593	976	1 225	2 272	1 180
Derivater solgt	174	684	186	668	63
Derivater kjøpt	1 093	3 679	3 448	2 931	7 025
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS	310	310	310	310	310

Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)

	31/12 1996	31/7 1997	31/8 1997	30/9 1997	31/10 1997
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	2 290	2 537	2 837	2 547	2 518
Reserveposisjon i IMF	5 728	6 297	6 330	6 474	6 483
Lån til IMF	733	858	907	935	933
Bankinnskudd i utlandet	3 047	-2 305	-2 187	-3 244	-2 045
Utenlandske statskasseveksler	7 204	5 800	4 614	2 427	2 352
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	103 037	171 604	171 258	168 704	178 776
Utlån utenlandske banker	44 792	24 232	24 782	29 417	25 282
Opptjente, ikke forfalte renter	3 219	4 714	4 989	4 764	5 638
Totalt	170 335	214 023	213 814	212 309	220 223

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Statlige låneinstitutter. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 888	5 593	4 246	3 480	3 395
Utlån i alt	178 828	178 512	178 942	176 831	178 921
Herav:					
Til publikum	172 396	172 127	171 339	170 057	172 479
Andre fordringer på statskassen	3 531	3 531	3 136	3 136	3 136
Andre eiendeler	12 980	9 993	12 358	11 748	11 191
Eiendeler i alt	199 227	197 629	198 682	195 195	196 643
Ihendehaverobligasjonslån	13 479	12 494	14 130	15 290	15 667
Herav:					
I norske kroner	12 820	11 861	13 478	15 253	15 631
I utenlandsk valuta	659	633	652	37	3
Andre lån	151 468	151 768	153 076	150 382	151 81
Herav:					
Statskassen	149 187	150 112	150 253	148 197	149 88
Annen gjeld m.v.	24 025	24 754	23 044	21 091	20 725
Aksjekapital, fond	10 255	8 613	8 432	8 432	8 432
Gjeld og egenkapital i alt	199 227	197 629	198 682	195 195	196 643

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning	3 566	3 892	3 700	3 849	3 702
Innskudd i Norges Bank og Norges Postbank ²⁾	4 662	24 599	20 912	33 685	20 878
Innskudd i forretnings- og sparebanker	15 912	14 153	17 310	19 311	15 002
Innskudd i utenlandske banker	18 514	13 691	26 779	20 054	20 687
Stats sertifikater	20 445	22 886	21 923	16 270	17 524
Andre sertifikater	21 831	20 880	23 416	27 181	21 730
Stats- og statsbankobligasjoner	29 561	28 932	25 501	28 696	25 413
Andre ihendehaverobligasjoner	25 222	28 114	27 235	26 487	27 768
Lån til utlandet	31 449	32 068	39 095	41 287	38 743
Utlån til publikum	566 821	583 923	601 185	634 943	662 741
Herav:					
I utenlandsk valuta	28 050	28 597	30 413	34 854	36 667
Utlån til private finansinstitusjoner	21 543	18 727	20 573	25 728	24 099
Utlån til stats- og trygdeforvaltningen	48 168	31 866	57 897	32 728	45 074
Andre eiendeler ³⁾	50 973	48 874	62 361	62 351	64 139
Eiendeler i alt	858 667	872 605	947 887	972 570	987 500
Innskudd fra publikum	464 451	481 490	475 972	496 720	494 132
Herav:					
I utenlandsk valuta	20 239	19 851	17 815	17 726	20 402
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	16 079	15 021	18 947	22 827	15 100
Innskudd fra private finansinstitusjoner	30 968	31 958	26 677	24 632	29 580
Innskudd fra stats- og trygdeforvalt. og statsbanker m.v.	56 047	40 697	64 839	40 172	53 075
Innlån i form av banksertifikater	36 166	30 621	35 020	39 909	46 166
Lån og innskudd fra Norges Bank	450	300	238	136	62
Lån og innskudd fra utlandet	72 019	94 916	125 279	131 497	110 918
Annen gjeld	121 001	113 978	137 383	150 984	170 499
Aksje-/grunnfondskapital	22 853	22 738	22 685	22 883	22 884
Avsetninger, fond etc.	31 758	33 157	38 189	38 216	38 159
Nettoinntekt	6 875	7 729	2 658	4 594	6 925
Gjeld og egenkapital i alt	858 667	872 605	947 887	972 570	987 500
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	63 551	59 308	80 700	73 273	77 008
Gjeld overfor utlandet	99 792	128 152	164 826	173 260	167 390

¹⁾ Omfatter også Postbanken.

²⁾ F.o.m. 1996 er kun innskudd i Norges Bank inkludert her.

³⁾ Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker.¹⁾ Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	13 303	13 675	14 439	13 392	14 105
Foretak ²⁾	183 348	184 878	194 040	213 553	221 410
Husholdninger ³⁾	370 170	385 370	392 706	407 998	427 226
Utlån til publikum i alt	566 821	583 923	601 185	634 943	662 741
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	30 259	35 452	27 245	31 059	26 408
Foretak ²⁾	122 662	134 701	126 902	129 573	136 606
Husholdninger ³⁾	311 530	311 337	321 825	336 088	331 118
Innskudd fra publikum i alt	464 451	481 490	475 972	496 720	494 132

¹⁾ Omfatter også Postbanken

²⁾ Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og stalling eide foretak.

³⁾ Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	10 530	3 706	8 191	7 875	8 819
Sertifikater	4 081	2 731	8 611	10 015	11 867
Stats- og statsbankobligasjoner	1 542	1 532	1 842	1 611	1 387
Andre ihendehaverobligasjoner	14 565	14 298	16 769	17 856	15 553
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	348	258	212	164	357
Publikum	62 880	59 520	64 249	68 088	68 204
Andre	11 484	8 960	9 264	10 071	10 333
Andre eiendeler	3 168	3 451	1 525	3 075	653
Eiendeler i alt	108 598	94 456	110 663	118 755	117 173
Sertifikater	17 761	7 828	22 735	23 354	21 273
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	38 052	37 211	36 655	33 471	33 165
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta ¹⁾	30 585	29 783	30 452	38 264	38 777
Andre innlån	10 401	10 046	11 733	13 507	14 014
Egenkapital	7 857	6 641	6 482	6 482	6 482
Annen gjeld	3 942	2 947	2 606	3 677	3 462
Sum gjeld og egenkapital	108 598	94 456	110 663	118 755	117 173

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	686	833	752	877	818
Sertifikater	5	32	32	36	47
Ihendehaverobligasjoner	13	14	5	5	5
Utlån ¹⁾ (brutto)	30 924	32 984	33 849	35 892	37 483
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	28 406	30 266	31 094	32 976	34 426
Utlån til andre sektorer (netto)	1 051	1 058	1 241	1 442	1 392
Andre eiendeler ²⁾	931	935	1 011	1 144	1 245
Eiendeler i alt	32 559	34 798	35 649	37 954	39 598
Sertifikater	1 935	2 145	2 060	2 217	2 141
Ihendehaverobligasjonslån	255	280	304	250	210
Lån fra andre enn banker	4 517	4 933	4 019	4 556	5 330
Lån fra banker	17 535	18 532	20 473	22 065	22 379
Annen gjeld m.v.	4 599	5 195	4 732	4 809	5 420
Kapital, fond	3 719	3 713	4 061	4 057	4 118
Gjeld og egenkapital i alt	32 559	34 798	35 649	37 954	39 598

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)

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1977
Kassebeholdning og bankinnskudd	9 317	8 968	7 076	6 926	9 224
Norske sertifikater	18 083	17 230	18 514	16 060	12 385
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	2 211	292	0	0	0
Norske ihendehaverobligasjoner	76 908	84 187	85 677	91 434	92 925
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	33 595	31 840	34 942	35 111	38 336
Norske aksjer og andeler	19 584	23 072	20 823	23 262	26 861
Utenlandske aksjer og andeler	9 853	10 723	13 213	15 601	15 969
Utlån til publikum	50 449	49 404	48 099	47 337	45 157
Utlån til andre sektorer	717	766	1 067	1 036	544
Andre spesifiserte eiendeler	25 912	23 065	27 000	28 071	27 118
Eiendeler i alt	246 629	249 547	256 411	264 838	268 591

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 236	4 824	4 406	4 005	6 460
Norske ihendehaverobligasjoner	9 094	39 432	40 912	38 152	42 951
Utlån til publikum	5 460	5 280	4 540	4 400	4 230
Andre spesifiserte eiendeler	15 442	15 483	16 318	15 768	16 363
Eiendeler i alt	64 232	65 019	66 176	62 325	70 004

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)

	30/6 1996	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 167	8 385	8 462	7 314	7 657
Norske sertifikater	8 565	8 366	7 091	6 847	6 284
Utenlandske sertifikater	678	51	86	51	107
Norske ihendehaverobligasjoner	15 798	17 407	17 191	19 903	19 570
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	8 378	8 220	7 728	8 340	8 633
Norske aksjer	9 598	9 678	10 083	9 613	10 252
Utenlandske aksjer	3 087	3 204	3 578	3 804	3 908
Utlån til publikum	3 741	4 006	4 635	4 701	4 520
Utlån til andre sektorer	114	113	126	171	167
Andre spesifiserte eiendeler	15 252	14 483	16 495	18 385	17 737
Eiendeler i alt	73 378	73 913	75 475	79 129	78 835

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 11a. Verdipapirfond. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Bankinnskudd	1 857	1 782	1 832	4 180	2 981
Stats- og statsbanksertifikater	1 341	2 114	1 801	2 194	1 295
Andre norske sertifikater	3 811	5 914	8 207	11 050	11 816
Utenlandske sertifikater	0	5	616	14	14
Stats- og statsbankobligasjoner	5 852	3 689	4 554	3 064	3 650
Andre norske obligasjoner	10 598	7 873	11 079	13 295	14 709
Utenlandske obligasjoner	525	572	590	1 014	1 097
Norske aksjer	10 981	11 722	13 340	24 775	39 271
Utenlandske aksjer	1 873	1 772	2 267	5 159	6 991
Andre eiendeler	1 258	1 648	1 308	1 482	1 795
Eiendeler i alt	38 096	37 091	45 594	66 227	83 619

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Tabell 11b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	511	670	760	694	370
Forretnings- og sparebanker	685	571	1 297	1 373	1 687
Øvrige finansinstitusjoner	4 498	4 414	5 096	7 032	8 495
Kommuneforvaltning og -foretak	1 288	1 196	2 923	3 832	3 993
Øvrige foretak	12 225	6 865	8 586	14 243	18 336
Husholdninger	17 468	22 522	26 125	37 985	46 840
Utlandet	166	254	373	1 154	3 999
Andelskapital i alt	36 841	36 494	45 182	66 333	83 726

Kilde: Norges Bank og Verdipapirsentralen

Verdipapirstatistikk

Tabell 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 058	58 910	58 919	70 127	81 884
Statlige låneinstitutter ¹⁾	103	314	323	918	1 015
Forretnings- og sparebanker ²⁾	1 749	2 417	5 060	5 699	7 403
Forsikringselskaper m.v.	24 735	25 631	30 289	37 121	46 463
Øvrige finansinstitusjoner	401	341	343	367	590
Kommuneforvaltning og -foretak	88	125	185	1 051	246
Stallig eide foretak m.v.	4 905	5 029	5 406	6 267	7 355
Verdipapirfond ³⁾	10 657	11 478	12 667	23 813	36 885
Øvrige ikke-finansielle foretak	49 580	50 847	57 049	90 998	109 813
Husholdninger	27 329	27 270	31 625	36 209	45 744
Utlandet	62 793	77 945	96 067	136 008	159 053
Ufordelt	122	3	1 405	0	4 157
I alt	224 519	260 312	299 338	408 580	500 606

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 13. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/6 1997
Sparebanker	2 495	5 193	5 649	5 941	5 959
Forretningsbanker ¹⁾	8 393	12 563	12 578	12 781	12 908
Forsikringsselskaper	883	956	1 196	1 206	1 206
Andre finansinstitusjoner	1 822	400	288	1 822	1 822
Statlig eide foretak	5 155	5 329	5 376	5 513	5 513
Øvrige ikke finansielle foretak	22 431	25 216	27 234	25 588	26 598
Utlandet	653	1 615	1 657	1 179	1 221
Ufordelt	10	0	768	357	1 053
I alt	41 841	51 271	54 746	54 387	56 280

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.³⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Første halvår 1997	Kjøper-/selgersektor										I alt ⁴⁾	
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finansforetak. ¹⁾	Forretn.- og sparebanker ²⁾	Forsikringsselskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.-forv. og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt		
Låntakersektor												
Forretningsbanker ²⁾	113	0	1 127	496	155	-22	1 553	258	-3 006	292	965	
Forsikringsselskaper	0	0	-12	-28	0	1	-176	-25	-300	541	0	
Andre finansinstitusjoner	0	0	0	0	0	0	-9	-6	-0	14	-0	
Statlig eide foretak	519	-28	-114	-280	-3	2	334	-149	956	28	1 265	
Øvrige ikke-fin. foretak	-30	30	1 030	1 837	-1	-788	8 799	1 507	-1 054	2 072	13 400	
Utlandet	13	0	773	115	2	-684	76	-554	865	608		
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	-0	0	0	0	
I alt	614	2	2 804	2 140	154	-805	9 817	1 661	-3 960	3 812	16 238	

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⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

⁴⁾ 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 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	42 870	40 539	39 837	37 815	39 003
Norges Bank	7 590	9 753	11 890	10 193	7 952
Statlige låneinstitutter ¹⁾	19 600	19 808	5 464	2 590	3 105
Forretnings- og sparebanker ²⁾	56 265	47 257	59 927	66 284	65 486
Forsikringselskaper m.v.	115 962	119 405	134 816	147 303	161 310
Øvrige finansinstitusjoner	28 014	19 152	17 424	11 487	10 230
Kommuneforvaltning og -foretak	5 806	6 216	6 482	6 781	7 952
Statlig eide foretak m.v.	3 308	2 420	2 865	1 908	2 055
Verdipapirfond ³⁾	16 317	11 507	12 531	16 131	17 920
Øvrige ikke-finansielle foretak	27 111	21 803	20 292	22 520	20 185
Husholdninger	7 783	8 052	9 087	7 552	8 420
Utlandet	10 562	8 570	12 160	17 450	24 100
Ufordelt	68	49	716	1	1
I alt	341 256	314 530	333 491	348 015	367 718

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 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997
Statsforvaltningen	98 439	110 839	123 565	126 297	135 484
Statlige låneinstitutter ¹⁾	21 978	17 724	14 765	13 085	16 588
Forretnings- og sparebanker ²⁾	51 426	54 790	53 431	66 283	79 203
Private kredittforetak	62 122	53 029	51 518	43 256	38 680
Andre finansinstitusjoner	2 072	1 568	2 340	2 271	2 204
Kommuneforvaltning og -foretak	44 843	43 628	42 779	44 006	42 404
Statlig eide foretak m.v.	7 896	8 026	8 956	11 096	10 435
Øvrige ikke-finansielle foretak	15 103	16 333	15 792	16 824	17 326
Husholdninger	96	840	1 124	1 005	728
Utlandet	540	1 040	1 100	3 056	3 713
Ufordelt	921	0	1 154	0	0
I alt	305 438	307 818	316 525	327 180	346 765

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. håndmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS.³⁾ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Låntakersektor	Kjøper -/selgersektor										
	Stats- og trygdeforv.	Offent. finansforetak. ¹⁾	Forretn.- og sparebanker ²⁾	Forsikringselskaper mv.	Andre finansforetak	Komm.- forv. og foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlandet	Ufordelt	I alt ⁴⁾
Statsforvaltningen	-1 010	-2 373	-3 239	7 112	-96	418	1 896	215	6 247	6	9 176
Statlige låneinstitutter ¹⁾	0	587	835	1 738	25	-50	424	10	-60	0	3 509
Forretnings- og sparebanker ²⁾	2 095	-0	2 797	3 817	-231	225	3 003	381	130	1	12 217
Kredittforetak	-47	-0	-854	-1 602	-758	-121	-794	-426	43	1	-4 557
Andre finansinstitusjoner	10	0	-91	11	-0	0	-12	4	68	0	-10
Kommuneforvaltning og foretak	609	0	-751	-1 919	13	568	643	7	189	0	-642
Statlig eide foretak m.v.	51	0	-195	228	-96	-28	-597	-25	-0	0	-661
Øvrige ikke-finansielle foretak	-53	0	874	821	-165	28	93	49	99	24	1 768
Husholdninger	0	0	-3	-58	-2	-11	8	-20	-0	0	-86
Utlandet	0	0	11	196	5	16	245	42	-109	0	406
Ufordelt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	1 654	-1 786	-616	10 343	-1 306	1 044	4 908	239	6 608	33	21 120

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⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi – salg til markedsverdi – innløsninger til innløsningsverdi.

⁴⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndmarkedet 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 1993	31/12 1994	31/12 1995	31/12 1996	30/9 1997
Stats- og trygdeforvaltningen	672	745	2 525	5 582	6 392
Norges Bank	21 769	3 914	6 388	1 731	1 984
Statlige låneinstitutter ¹⁾	12 340	11 733	887	965	1 004
Forretnings- og sparebanker ²⁾	10 348	15 937	31 192	41 792	41 350
Forsikringselskaper m.v.	11 586	24 851	29 707	28 882	29 915
Øvrige finansinstitusjoner	3 064	864	845	2 161	10 805
Kommuneforvaltning og foretak	508	1 141	1 617	1 794	2 144
Statlig eide foretak m.v.	1 378	758	2 491	1 878	2 930
Verdipapirfond ³⁾	4 847	7 973	12 331	13 137	15 041
Øvrige ikke-finansielle foretak	4 637	4 166	4 645	7 067	7 984
Husholdninger	303	384	591	397	618
Utlandet	603	2 853	4 397	1 422	6 403
Ufordelt	0	92	226	0	0
I alt	72 056	75 411	97 842	106 806	126 570

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)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Statssertifikater	34 000	36 000	48 000	27 000	36 500
Banksertifikater	37 838	31 254	37 655	43 818	46 935
Kreditsertifikater	8 530	5 780	5 580	7 100	6 624
Finanssertifikater	1 935	2 145	2 100	2 217	2 132
Lånesertifikater	27 678	31 297	31 791	34 985	33 103
Herav utstedt av:					
Statlige låneinstitutter	15 364	16 861	16 305	15 901	15 184
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	6 752	7 176	7 726	9 019	8 714
Statlig eide foretak	300	2 010	550	750	1 150
Private foretak	5 262	5 250	7 210	9 315	8 055
Utllandet	350	0	0	0	0
I alt	110 331	106 476	125 126	115 120	125 294

Kilde: Norges Bank

Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skade-/kredittforsikringsselskaper	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Forretningsbanker	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sparebanker	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lån med garanti	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Lån uten garanti formidlet av:					
Mægler	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1
Bank	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Markedslån i alt	2,1	1,9	1,7	1,6	1,6

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate 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
1995								
November	928,1	1 114,3	623,3	4,7	4,4	6,7	6,4	6,2
Desember	931,3	1 122,3	614,1	4,9	5,1	5,1	5,7	3,6
1996								
Januar	935,3	1 125,2	624,5	4,9	4,7	7,0	4,7	2,9
Februar	937,0	1 122,0	630,6	4,6	4,7	8,6	4,0	2,7
Mars	941,8	1 129,1	640,2	4,4	4,2	8,9	3,9	8,6
April	949,9	1 140,1	635,8	5,0	4,0	6,5	4,7	9,9
Mai	954,4	1 148,9	635,8	5,2	4,8	5,8	5,9	9,4
Juni	955,8	1 149,3	634,7	5,3	4,5	4,9	6,4	2,3
Juli	962,1	1 149,9	644,0	5,6	5,1	5,7	6,2	1,7
August	969,3	1 155,2	630,5	5,7	5,2	2,5	6,1	-0,5
September	976,1	1 167,1	635,8	5,8	5,5	3,6	7,1	0,9
Oktober	982,1	1 172,8	645,7	6,1	5,6	4,2	8,0	-0,5
November	988,2	1 175,3	648,4	6,4	5,3	4,0	8,5	4,4
Desember	990,2	1 189,1	652,1	6,1	5,7	6,0	7,5	7,7
1997								
Januar	998,6	1 190,0	651,3	6,8	5,9	4,2	6,9	8,6
Februar	1 006,4	1 203,9	640,7	7,2	6,7	1,6	6,5	3,0
Mars	1 012,9	1 209,2	645,9	7,4	6,7	0,9	7,5	-1,7
April	1 030,8	1 246,9	647,3	8,1	8,2	1,9	9,2	-3,6
Mai	1 037,9	1 256,7	659,9	8,4	8,1	3,8	11,0	1,9
Juni	1 050,6	1 271,9	660,7	9,4	8,8	4,1	12,6	6,3
Juli	1 058,8	...	670,9	9,2	...	4,2	11,9	12,4
August	1 065,5	...	668,4	9,3	...	6,0	11,3	9,9
September	1 073,0	...	683,2	9,5	...	7,5	9,8	11,6
Oktober	1 081,9	...	681,7	9,8	...	5,6	10,1	8,7

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.

	31/12-1994		31/12-1995		31/12-1996		31/10-1997	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Private banker	477 671	6,9	521 352	9,6	583 923	11,8	671 024	16,6
Statlige låneinstitutter	176 625	-2,2	175 439	-0,6	172 126	-1,9	172 828	0,2
Norges Bank	613	-2,7	590	-3,8	525	-11,0	517	-3,0
Kredittforetak	63 219	-11,8	62 052	-1,0	59 520	-4,5	69 788	11,8
Finansieringsselskaper	24 264	28,0	30 430	25,5	30 266	-0,5	35 093	21,5
Livsforsikringselskaper	62 306	-6,3	52 000	-16,5	48 099	-7,5	34 130	-30,7
Pensjonskasser og -fond	6 996	-15,4	6 065	-13,3	5 280	-12,9	4 190	-22,7
Skadeforsikringselskaper	4 147	-4,1	3 961	-4,5	4 635	17,0	4 250	0,7
Obligasjongjeld ¹⁾	67 950	0,3	68 649	1,0	72 080	5,0	69 447	-2,0
Sertifikatgjeld	5 672	95,5	9 657	70,3	14 436	49,5	18 630	37,9
Markedslån	4 000	-11,1	4 100	2,5	1 900	-53,7	1 600	-20,0
Sum innenlandsk kreditt (K2) ²⁾	893 463	2,3	934 295	4,9	992 790	6,1	1 081 497	9,8

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 (-)	1995		1996		1/1-30/9			
	Beløp	%	Beløp	%	1996		1997	
					Beløp	%	Beløp	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd (-) / underskudd (+) m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾	16,9	2,9	-39,0	-6,3	-26,1	-4,2	-33,5	-5,1
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾	2,6	0,4	-3,9	-0,6	-3,7	-0,6	-13,7	-2,1
Herav:								
Utlånsøkning fra statlige låneinstitutter	-1,3	-0,2	-3,3	-0,5	-3,0	-0,5	0,6	0,1
Private bankers og Postbankens kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	47,8	8,2	60,6	9,8	34,6	5,6	69,9	10,7
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-1,0	-0,2	-0,5	-0,1	-1,5	-0,2	6,1	0,9
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,7	-0,1	-0,8	-0,1	-0,1	-0,0	-0,1	-0,0
Publikums netto valutasalg til bankene ³⁾ (kjøp (-))	-30,7	-5,2	1,7	0,3	7,1	1,2	6,8	1,0
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-5,8	-1,0	18,3	3,0	9,2	1,5	2,3	0,4
Endring i pengemengden i alt	30,2	5,1	36,9	6,0	21,0	3,4	31,7	4,9
Memo: Oljeskatter	27,8	4,7	33,1	5,4	16,8	2,7	25,7	3,9

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	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 496	68 090	356 038	191 198	547 236	37 423	7,3
1993	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994	37 957	280 660	83 712	402 329	183 773	586 102	35 889	6,5
1995	39 076	282 983	86 100	408 159	208 124	616 283	30 181	5,1
1996								
Juli	36 215	300 271	85 599	422 085	218 218	640 303	34 592	5,7
August	35 838	297 214	83 010	416 062	216 712	632 774	15 423	2,5
September	37 886	296 282	83 659	417 827	219 505	637 332	21 875	3,6
Oktober	36 270	303 062	85 873	425 205	223 341	648 546	26 319	4,2
November	36 742	301 003	87 566	425 311	213 187	638 498	24 323	4,0
Desember	39 864	315 589	89 440	444 893	208 334	653 227	36 944	6,0
1997								
Januar	37 752	316 915	88 816	443 483	209 864	653 347	26 295	4,2
Februar	37 729	318 267	90 610	446 606	206 850	653 456	10 044	1,6
Mars	37 452	316 330	90 807	444 589	201 786	646 375	5 616	0,9
April	36 806	313 084	90 527	440 417	201 750	642 167	11 683	1,9
Mai	36 797	313 704	94 360	444 861	200 908	645 769	23 659	3,8
Juni	38 095	337 597	94 363	470 055	198 382	668 437	26 499	4,1
Juli	37 462	331 573	95 907	464 942	202 241	667 183	26 880	4,2
August	37 280	332 100	98 192	467 572	203 218	670 790	38 016	6,0
September	38 023	342 485	101 274	481 782	203 161	684 943	47 611	7,5
Oktober	37 715	342 467	100 089	480 271	204 312	684 583	36 037	5,6

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 innestående på skattekonti i banker. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigeret 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 kreditt-tilførsel fra Norges Bank (+).

³⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

⁴⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekt (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning	
	Året			1. kvartal		pr. 31/3	
	1994	1995	1996	1996	1997	1996	1997
Bankinnskudd m.v. ¹⁾	5,6	12,9	9,7	11,9	13,7	350,2	364,1
Obligasjoner m.v. ²⁾	-0,2	-0,8	-0,3	0,0	0,1	8,3	8,4
Aksjer m.v. ³⁾	1,1	0,8	5,6	2,5	3,5	89,2	110,3
Verdipapirfondsandeler	6,4	1,2	6,3	1,1	0,7	30,3	46,5
Forsikringskrav	16,7	18,6	20,2	3,6	4,0	299,3	326,6
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	7,9	5,3	3,5	-1,7	1,4	85,0	91,2
Fordringer i alt	37,5	38,0	45,0	17,4	23,4	862,3	947,1
Lån i forretnings-, sparebanker og Postbanken	19,6	25,9	44,0	11,0	15,3	360,9	408,0
Lån i statlige låneinstitutter og Norges Bank	-0,8	0,6	-2,3	-1,7	-2,9	123,8	121,8
Lån i private kredittforetak og fin.selskaper	0,3	0,2	-9,5	-2,4	0,8	37,2	35,2
Lån i forsikringselskaper	-4,7	-3,5	0,0	-0,2	-1,7	41,8	39,3
Annen gjeld ⁵⁾	-2,4	-1,3	-1,9	7,1	9,2	75,0	72,6
Gjeld i alt	12,0	21,9	30,3	13,8	20,7	638,7	676,9
Netto	25,5	16,1	14,7	3,6	2,7	223,6	270,2

¹⁾Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

³⁾VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte 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		1/1-30/11	
	1995	1996	1996	1997
Staten og andre offentlige konti (ekskl. statspapirer)	26 308	-43 859	-57 785	-77 517
Statspapirer	-30 555	-5 973	-10 789	-12 952
Valutamarkedet	1 019	86 397	71 445	64 186
Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 620	-1 621	2 396	1 723
Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	113	-1 539	740	1 064
D-lån	1 553	-2 366	-1 783	0
F-lån	3 354	-7 180	-3 415	8 085
Annen sentralbankfinansiering	-314	-6 508	-488	6 020
Reserver i alt	-142	17 350	321	-9 391
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	-164	17 426	397	-9 390
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	22	-76	-76	-1

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		
1996								
November	4,4	4,3	4,5	4,4	4,7	4,6	6,1	4,1
Desember	4,3	4,2	4,3	4,1	4,4	4,3	6,0	4,0
1997								
Januar	3,6	3,5	3,7	3,5	3,8	3,7	5,4	3,4
Februar	3,6	3,5	3,6	3,5	3,8	3,7	5,3	3,3
Mars	3,6	3,4	3,6	3,5	3,9	3,9	5,3	3,3
April	3,5	3,4	3,6	3,5	4,0	3,9	5,3	3,3
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

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
1996											
November	3,1	3,6	3,0	3,4	6,3	0,4	4,6	5,4	4,2	0,2	1,2
Desember	3,2	3,6	3,1	3,4	6,4	0,3	4,1	5,6	4,1	-0,1	0,9
1997											
Januar	3,1	3,6	3,0	3,3	6,3	0,4	3,9	5,5	4,0	-0,7	0,3
Februar	3,1	3,6	3,0	3,3	6,2	0,4	4,1	5,4	4,1	-0,6	0,3
Mars	3,2	3,6	3,0	3,3	6,2	0,5	4,3	5,6	4,2	-0,7	0,2
April	3,2	3,6	3,0	3,3	6,4	0,5	4,2	5,8	4,1	-0,7	0,2
Mai	3,1	3,6	3,0	3,4	6,5	0,5	4,2	5,8	4,1	-0,7	0,2
Juni	3,1	3,6	3,0	3,4	6,7	0,6	4,3	5,8	4,1	-0,7	0,3
Juli	3,1	3,6	3,0	3,3	7,0	0,6	4,3	5,7	4,2	-0,3	0,8
August	3,2	3,6	3,1	3,4	7,2	0,5	4,4	5,7	4,3	-0,3	0,7
September	3,3	3,6	3,3	3,3	7,2	0,5	4,4	5,7	4,3	-0,4	0,6
Oktober	3,6	3,9	3,6	3,5	7,3	0,5	4,5	5,7	4,5	-0,6	0,3
November	3,7	4,0	3,7	3,7	7,5	0,3	4,6	5,9	4,8	-0,8	0,1

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
1996						
November	5,1	5,5	5,7	6,1	6,5	7,0
Desember	4,9	5,2	5,5	5,9	6,3	6,8
1997						
Januar	4,3	4,6	4,9	5,3	6,0	6,4
Februar	4,1	4,3	4,6	5,0	5,7	6,0
Mars	4,4	4,6	5,0	5,3	5,9	6,2
April	4,5	4,7	5,2	5,5	6,2	6,5
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	5,9	6,0	6,4
August	5,0	5,3	5,4	6,5	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

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 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⁾
1996											
November	5,9	6,9	6,1	5,8	7,6	2,6	6,8	6,3	6,5	0,2	0,6
Desember	5,9	6,7	6,0	5,7	7,5	2,4	6,3	6,4	6,4	0,1	0,4
1997											
Januar	5,9	6,6	5,8	5,7	7,5	2,5	6,0	6,7	6,3	-0,2	0,1
Februar	5,6	6,3	5,5	5,5	7,2	2,5	6,1	6,5	6,1	-0,3	0,0
Mars	5,8	6,6	5,7	5,6	7,4	2,4	6,5	6,8	6,3	-0,3	0,1
April	6,0	6,7	6,0	5,8	7,6	2,4	6,6	7,0	6,5	-0,1	0,2
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

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 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
3. kvartal 1996								
Forretningsbanker	8,98	6,63	6,69	6,94	9,29	6,64	6,91	7,05
Sparebanker	9,21	6,70	7,20	7,06	9,58	6,72	7,31	7,13
Sum banker	9,06	6,67	6,92	7,00	9,39	6,68	7,09	7,09
4. kvartal 1996								
Forretningsbanker	8,59	6,22	6,49	6,60	8,77	6,23	6,64	6,68
Sparebanker	8,90	6,24	6,86	6,62	9,15	6,25	6,97	6,67
Sum banker	8,70	6,23	6,64	6,61	8,91	6,24	6,78	6,68
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

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
3. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,31	4,62	3,59	3,23	4,56
Sparebanker	3,38	4,67	3,68	3,21	4,52
Sum banker	3,34	4,65	3,63	3,22	4,54
4. kvartal 1996					
Forretningsbanker	3,05	4,14	3,27	2,98	4,15
Sparebanker	3,12	4,27	3,39	2,95	4,16
Sum banker	3,08	4,20	3,32	2,97	4,15
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

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
3. kvartal 1996	6,0	6,2	6,1
4. " "	5,7	6,0	5,8
1. kvartal 1997	5,0	5,5	5,2
2. " "	4,9	5,4	5,1
3. " "	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
3. kvartal 1996	7,0	7,0	7,0
4. " "	6,9	6,7	6,7
1. kvartal 1997	6,6	6,4	6,5
2. " "	6,2	6,2	6,2
3. " "	6,2	6,3	6,3

Kilde: Norges Bank

Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1995	1996	3. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,1	6,5	6,6	5,6
Rentekostnader	4,7	4,3	4,4	3,6
Netto renteinntekter	2,4	2,2	2,3	1,9
Sum andre driftsinntekter	1,2	1,2	1,1	1,1
Andre driftskostnader	2,5	2,4	2,3	2,1
Driftsresultat før tap	1,1	1,0	1,1	0,9
Bokførte tap på utlån og garantier	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Resultat av ordinær drift (før skatt)	1,4	1,3	1,3	1,1
Kapitaldekning i prosent ²⁾	11,9	11,5	10,9	10,1
Herav:				
Kjemekapital	8,2	8,1	7,4	6,9

1) Morbanker og utenlandskeide 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

	1995	1996	3. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,6	7,0	7,0	5,8
Rentekostnader	4,0	3,7	3,8	2,9
Netto renteinntekter	3,6	3,2	3,3	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,1	1,0	1,1
Andre driftskostnader	3,0	2,9	2,8	2,6
Driftsresultat før tap	1,7	1,4	1,4	1,4
Bokførte tap på utlån og garantier	0,1	0,1	-0,0	0,0
Resultat av ordinær drift (for skatt)	1,6	1,4	1,5	1,3
Kapitaldekning ²⁾	14,2	13,9	13,0	13,1
Herav:				
Kjernekapital	10,6	10,4	10,1	9,5

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

	1995	1996	3. kvartal	
			1996	1997
Netto renteinntekter	5,6	5,0	4,9	4,8
Sum andre driftsinntekter	2,4	2,5	2,5	2,3
Andre driftskostnader	4,9	4,1	4,1	4,0
Driftsresultat før tap	3,1	3,3	3,3	3,1
Bokførte tap på utlån og garantier	0,6	0,2	0,3	0,3
Resultat av ordinær drift (for skatt)	2,5	3,5	3,5	2,8
Kapitaldekning ²⁾	13,3	15,9	15,4	14,5
Herav:				
Kjernekapital	12,0	14,8	14,5	13,7

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

	1995	1996	3. kvartal	
			1996	1997
Renteinntekter	7,4	6,8	6,7	6,2
Rentekostnader	6,5	6,0	5,8	5,5
Netto renteinntekter	0,9	0,8	0,9	0,7
Sum andre driftsinntekter	0,2	0,1	0,1	0,2
Andre driftskostnader	0,4	0,4	0,4	0,3
Driftsresultat før tap	0,7	0,6	0,7	0,6
Bokført tap på utlån og garantier	-0,1	0,1	-0,0	-0,0
Resultat av ordinær drift (for skatt)	0,8	0,5	0,7	0,7
Kapitaldekning ¹⁾	18,8	17,4	18,4	17,4
Herav:				
Kjernekapital	14,9	14,3	14,6	13,3

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
1996										
November	100,65	8,1148	420,40	109,46	139,64	124,24	10,564	5,6570	95,92	6,3521
Desember	100,51	8,0852	416,73	108,88	139,46	123,35	10,762	5,6811	94,80	6,4657
1997										
Januar	97,75	7,8447	402,35	105,49	135,26	119,22	10,718	5,4734	91,41	6,4475
Februar	96,62	7,7252	395,76	103,77	133,17	117,23	10,761	5,3850	89,50	6,6236
Mars	97,86	7,8306	401,40	105,22	134,27	118,98	10,940	5,5659	89,03	6,8178
April	99,67	7,9807	407,51	106,97	135,85	120,98	11,353	5,5486	90,71	6,9655
Mai	101,67	8,1167	414,75	108,91	137,50	122,98	11,529	5,9525	92,03	7,0612
Juni	103,25	8,1936	417,46	109,64	139,31	123,68	11,840	6,3048	93,07	7,2041
Juli	104,64	8,2191	415,44	109,08	140,17	123,14	12,423	6,4551	95,22	7,4315
August	104,47	8,1754	413,96	108,67	138,45	122,82	12,233	6,4698	95,41	7,6286
September	102,31	8,0487	409,06	107,44	136,68	121,69	11,701	6,0570	95,03	7,3157
Oktober	100,37	7,9239	402,66	105,75	134,31	120,02	11,547	5,8440	93,44	7,0753
November	101,11	8,0398	407,40	107,04	135,24	121,67	11,904	5,6377	93,33	7,0544

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
1996					
November	1,5110	2,5129	3,384	74,318	112,29
Desember	1,5515	2,5824	3,378	73,361	113,82
1997					
Januar	1,6030	2,6641	3,375	73,508	117,82
Februar	1,6736	2,7190	3,376	73,510	123,01
Mars	1,6985	2,7255	3,374	72,132	122,51
April	1,7092	2,7857	3,368	73,446	125,53
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

Kilde: Norges Bank

Utenriksøkonomi

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1995	1996	jan-aug	
			1996	1997
Varebalansen	50 384	88 010	53 162	58 397
Tjenestebalansen	5 305	8 062	8 238	2 950
Rente- og stonadsbalansen	-27 293	-23 752	-11 706	-14 357
A. Driftsbalansen	28 396	72 320	49 694	46 990
Fordelt på:				
Oljevirkksomhet ¹⁾	105 708	148 213	92 175	103 983
Utenriks sjofart ¹⁾	25 640	26 654	18 591	17 185
Annet	-102 952	-102 547	-61 072	-74 178
B. Netto kapitaloverføringer fra utlandet	-1 224	-254	-80	-529
C. Kapitaltransaksjoner, ekskl. Norges Bank²⁾	-23 584	16 296	-23 015	-12 316
I form av:				
Direkte investeringer	-2 794	-360	-9 395	-16 249
Portefoljeinvesteringer	-10 980	13 240	-17 911	-2 197
Andre finansinvesteringer	18 072	78 718	32 426	21 440
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302	-28 135	-15 310
Fordelt på:	-23 584	16 296	-23 015	-12 316
Statsforvaltningen	8 003	5 229	-13 304	-18 805
Kommuneforvaltningen	-1 109	-1 367	-1 149	-827
Forretnings- og sparebanker	-1 041	56 069	19 291	18 968
Forsikring	783	-4 258	-7 817	-7 965
Andre finansinstitusjoner	1 785	11 533	2 881	14 813
Utenriks sjofart	-3 728	-297	-818	-740
Oljevirkksomhet	12 514	11 950	8 279	15 602
Andre private og statlige foretak	-12 909	12 739	-2 243	-18 052
Ufordelte kap. trans. og stat. avvik	-27 882	-75 302	-28 135	-15 310
D. Norges Banks netto kapitalutgang (A + B + C)	3 588	88 362	26 599	34 145
E. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utl.	2 276	-1 270	2 341	13 956
Endring i Norges Banks netto fordringer på utlandet (D + E)	5 864	87 092	28 940	48 101
Herav ³⁾ :				
Internasjonale reserver	2 175	26 839	22 149	43 479
Plassering av Statens petroleumsfond	0	47 539	2 014	3 079

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 1994			31/12 1995			31/12 1996		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statsforvaltningen ¹⁾	12,8	75,8	-63,0	13,5	77,9	-64,4	13,6	84,9	-71,3
Norges Bank	151,1	13,0	138,1	145,7	8,6	137,1	229,6	5,5	224,1
Statlige låneinstitutter	0,9	2,2	-1,3	1,0	2,0	-1,0	0,8	1,7	-0,9
Forretnings- og sparebanker ²⁾	49,3	62,8	-13,5	46,5	60,8	-14,3	58,7	128,6	-69,9
Kredittforetak	23,6	36,5	-12,9	24,1	40,1	-16,0	24,5	51,4	-26,9
Finansieringsselskaper	0,1	5,8	-5,7	0,4	7,3	-6,9	1,3	8,3	-7,0
Forsikringsselskaper	28,6	2,6	26,0	51,7	2,7	49,0	54,8	1,6	53,2
Kommuneforvaltning	0,0	3,3	-3,3	0,0	2,3	-2,3	0,0	1,1	-1,1
Kommuneforetak	0,1	2,0	-1,9	0,1	1,9	-1,8	0,0	2,1	-2,1
Statsforetak	45,5	50,9	-5,4	50,4	56,3	-5,9	45,4	63,4	-18,0
Andre norske sektorer	73,6	154,6	-81,0	85,5	157,1	-71,6	90,5	173,5	-83,0
Uforklart differanse ³⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,3	0,0	75,3
Alle sektorer	385,6	409,5	-23,9	418,9	417,0	1,9	594,5	522,1	72,4

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1995 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

¹⁾ Inkluderer også utlandets beholdning av NOK gjeld utstedt av statsforvaltningen.

²⁾ Inklusiv Postbanken.

³⁾ Omfatter nettobeløp som det på det angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere, samt statistiske feil. For enkelthets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Internasjonale kapitalmarkeder

Tabell 42. Endringer i bankenes internasjonale fordringer.¹⁾ Milliarder USD

	1994	1995	1996	1. kvartal		Utestående
				1996	1997	31. mars 1997
Total	277	680	506	75	287	8 314
Av dette vis-a-vis:						
ikke-banker	0	257	310	52	65	2 626
banker (og ufordelt)	277	423	196	23	222	5 688

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			1. kvartal	
	1994	1995	1996	1996	1997
Amerikanske dollar (USD)	32,6	31,9	32,7	32,1	34,0
Tyske mark (DEM)	11,7	11,7	11,7	11,9	11,1
Sveitsiske franc (CHF)	3,0	3,0	2,6	3,0	2,6
Japanske yen (JPY)	10,6	10,9	9,9	10,4	9,4
Britiske pund (GBP)	3,1	2,9	3,5	2,9	3,7
Franske franc (FRF)	3,3	3,9	3,6	3,7	3,3
Italienske lire (ITL)	2,4	2,8	3,7	2,9	3,5
ECU	2,1	1,8	1,4	1,8	1,3
Ufordelt ¹⁾	31,2	31,1	30,9	31,3	31,1
Totalt i mrd. USD	7 116,7	8 072,6	8 299,6	8 010,1	8 314,0

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

	1994	1995	1996	1. kvartal	
				1996	1997
Emisjoner av obligasjoner	429	467	709	184	231
– av dette med flytende rente	96	79	166	35	49
Bankullån	236	370	345	70	89
Annen internasjonal opplåning	5	4	5	0	0
Samlet opplåning	670	841	1 059	254	320

Kilde: OECD

Tabell 45. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakerland. Prosent av samlet opplåning

	1994	1995	1996	1. kvartal	
				1996	1997
OECD-området	87,7	90,1	88,3	90,7	86,9
Ikke-OECD land	10,5	7,8	9,4	7,0	10,7
Internasjonale institusjoner og andre land	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4

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
1996 Oktober	0,0	26,3	18,6	-17,7	27,2	49,4	114,0	30,8	131,7
November	0,0	20,5	23,4	-20,5	23,4	56,2	117,7	32,8	138,2
Desember	0,0	18,2	31,7	-15,4	34,5	62,3	116,4	30,6	131,9
1997 Januar	0,0	10,3	35,9	-12,2	34,0	71,0	130,6	35,1	142,8
Februar	0,0	7,0	36,4	-11,5	31,9	72,0	130,7	35,6	142,2
Mars	0,0	14,3	39,2	-6,6	46,9	75,3	128,4	36,1	135,0
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

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)

	30/9 1996	31/12 1996	31/3 1997	30/6 1997	30/9 1997
Valutaaktiva, spot	82 940	101 978	99 768	106 049	107 498
Valutapassiva, spot	111 190	130 081	150 009	176 368	175 142
1. Spotbalanse, netto	-21 886	-47 141	-50 241	-70 319	-67 644
2. Terminbalanse, netto	23 567	46 473	47 691	63 131	77 202
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-96	-72	9	-42	-94
4. Totalposisjon (1+2+3)	1 585	-740	-2 541	-7 230	9 464

Kilde: Norges Bank

Tabell 48. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene (Milliarder kroner)

	Uka i 1997													
	1-52	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	1-47	
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene														
1. Spot	-90	-1,03	-1,02	-1,05	-2,02	-1,09	-1,30	-0,69	-0,48	-1,42	-0,90	-1,13	-61,10	
2. Termin	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:														
B. Utlandet¹⁾														
1. Spot	-24	-10,50	0,36	4,80	-11,20	7,27	0,97	-1,26	-7,17	-2,29	-2,11	-4,29	-44,06	
2. Termin	-11	-0,03	-1,91	6,29	-3,09	-2,14	4,92	-0,19	-0,16	0,27	-1,81	0,72	-5,07	
	-13	-10,47	2,27	-1,49	-8,11	9,41	-3,95	-1,07	-7,01	-2,56	-0,30	-5,01	-38,99	
C. Norske sektorer, utenom bankene¹⁾														
1. Spot	-66	3,21	-1,66	-6,15	12,24	-6,47	-3,93	6,63	4,80	-2,69	2,10	5,16	-26,34	
2. Termin	-57	2,97	-4,22	-11,82	8,57	-6,81	0,04	-0,37	-3,68	6,19	-1,70	-2,75	-3,09	
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene	-7	-3,33	5,78	0,99	8,39	0,12	-1,90	6,94	7,04	-5,61	0,82	1,03	-8,54	
	-2	3,57	-3,22	4,68	-4,72	0,22	-2,07	0,06	1,44	-3,27	2,98	6,88	-14,71	
D. Annet														
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	0	6,25	0,29	0,29	-3,07	-1,89	1,65	-6,06	1,88	3,54	-0,89	-2,02	9,29	
2. Kurstap spot, utlandet	1	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,90	
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-2	-0,83	-1,29	-1,28	0,15	-0,59	0,05	0,59	-0,35	-0,88	0,17	-0,05	-2,17	
4. Økning i bankenes totalposisjon	0	5,05	-2,76	-0,33	-3,20	1,11	1,33	-3,63	2,23	3,72	-1,60	2,76	14,18	
	1	2,01	4,32	1,88	-0,04	-2,43	0,25	-3,04	-0,02	0,68	0,52	-4,75	-3,62	
Spesifikasjon:														
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:														
Netto NOK-fordringer på bankene	0	0,71	-3,28	7,46	-1,24	-2,22	3,09	-1,04	0,09	0,16	-2,40	-1,32	-3,28	
VPS-registrerte aksjer	-9	-0,30	-1,01	0,04	-0,11	0,19	1,06	0,20	1,34	0,73	0,73	-0,64	9,36	
VPS-registrerte obligasjoner	-5	0,17	-0,25	-1,78	-1,48	-0,47	0,61	0,96	-0,99	-0,07	-0,08	-1,12	-8,91	
VPS-registrerte sertifikater	3	-0,61	2,63	0,57	-0,27	0,36	0,14	-0,31	-0,60	-0,55	-0,06	3,80	-2,24	
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-11	-0,03	-1,91	6,29	-3,10	-2,14	4,92	-0,19	-0,16	0,27	-1,81	0,72	-5,07	
Memo:														
Økning i bankenes spoisposisjon (netto) overfor utlandet														
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-21	-3,16	6,38	5,74	-7,67	8,43	-6,33	-0,74	3,69	-7,02	2,42	0,93	-51,67	

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank

PENGER OG KREDITT 1997
ÅRGANG 25

INNHold Penger OG Kreditt 1997

(Tall i parentes angir heftenummer innenfor årgangen)

Ledere/årstale

Oppjustering	3 (1)
Ubalanser og paradokser	171 (2)
Et tungt ansvar	299 (3)
Hard landing?	435 (4)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	58 (1)

Kvartaloversikt med inflasjonsrapport

Inflasjonsrapport (i nr. 4 med Perspektiver mot år 2001)	5 (1), 172 (2), 300 (3), 436 (4)
--	----------------------------------

Temaer utdypet i egne oppslag:

– Forutsetninger om utviklingen i valutakursen	12 (1)
– Virkninger av lavere rente i en høykonjunktur	14 (1)
– Underliggende inflasjon	176 (2)
– Harmonisert indeks for forbrukspriser	183 (2)
– Vurdering av anslag på den økonomiske utviklingen for årene 1994 til 1996	192 (2)
– Virkninger av en mer ekspansiv finanspolitikk og gjeninnhenting av lønnsnivået	308 (3)
– Mobiliteten i bygge- og anleggsbransjen	320 (3)
– Inflasjon og valutakurs	441 (4)
– Sammenlikning med fremskrivningene i Penger og Kreditt 1996/4	444 (4)
– Nytt tallmateriale i RIMINI-modellen	450 (4)

Finansmarknadene og Noregs Banks operasjoner	27 (1), 201 (2), 323 (3), 461 (4)
--	-----------------------------------

Tema utdypet i egne oppslag:

– Lånekostnader i Noreg og enkelte andre land	213 (2)
---	---------

Internasjonal økonomisk utvikling	42 (1), 335 (3)
-----------------------------------	-----------------

Aktuell utdypning:

– Representerer den sterke veksten i utviklingsland og transformasjonsøkonomier en trussel for industrilandene?	52 (1)
– Vil prosessen fram mot ØMU ha virkninger for konjunktorene i Europa?	349 (3)

Finansielt utsyn	215 (2), 473 (4)
------------------	------------------

Tema utdypet i eget oppslag:

– Om datagrunnlaget og nøkkelstørrelser som benyttes i analysen av husholdnings- og foretakssektorene	491 (4)
---	---------

Signerte artikler (alfabetisk etter forfatternavn):

<i>Brufot, Geir, og Dag-Inge Flatraaker</i> : Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel	245 (2)
<i>Enge, Asbjørn M., og Jon Petter Holter</i> : Valutastrømmer og utenriksregnskap 1996 og de to første måneder 1997	254 (2)
<i>Evjen, Snorre</i> : Opphevelse av penge- og kredittlovens emisjonsforskrift	117 (1)
<i>Flatraaker, Dag-Inge, og Elisabeth Holvik</i> : Norges Banks nye oppgjørssystem - NBO	379 (3)
<i>Flatraaker, Dag-Inge, og Geir Brufot</i> : Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel	245 (2)
<i>Frøyland, Espen</i> : Beregning og tolkning av terminrenter	126 (1)
<i>Hansen, Svein O., og Bjørn Wamli</i> : Utenlandske direkte investeringer i Norge fram til og med 1996	398 (3)
<i>Holmsen, Amund</i> : Storbritannia og Sverige gir større ansvar til sentralbankene	228 (2)
<i>Holter, Jon Petter</i> : Historiske valutakurser fra 1819 til 1996	368 (3)

<i>Holter, Jon Petter, og Asbjørn M. Enge: Valutastrømmer og utenriksregnskap 1996 og de to første måneder 1997</i>	254 (2)
<i>Holvik, Elisabeth, og Dag-Inge Flatraaker: Norges Banks nye oppgjørssystem - NBO</i>	379 (3)
<i>Husebø, Tore Anders og Harald Johansen: Det fremtidige konkurransemiljøet i banknæringen</i>	92 (1)
<i>Johansen, Harald, og Tore Anders Husebø: Det fremtidige konkurransemiljøet i banknæringen</i>	92 (1)
<i>Jore, Anne Sofie: Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996</i>	493 (4)
<i>Karlsen, Harald, og Robin R. Nilsen: Risiko og kapitalforvaltning i livsforsikringsselskapene</i>	387 (3)
<i>Karlsen, Harald, Sindre Weme og Inger Anne Nordal: Finansinstitusjonenes drift i 1996</i>	74 (1)
<i>Knivsberg, Hans Christian: Norges Bank går nye veier i forvaltningen av valutaresservene</i>	122 (1)
<i>Kobberstad, Knut, og Terje Åmås: Tap og gevinster på valutauroen i desember 1996 og januar 1997</i>	405 (4)
<i>Larsen, Kai, og Sverre William Skagemo: Kontanters rolle som betalingsmiddel</i>	533 (4)
<i>Lohrmann, Heidi: Euroens rolle i det internasjonale monetære system</i>	517 (4)
<i>Lund, May Helle, Thorvald Grung Moe og Eline Vedel: Om elektroniske penger</i>	526 (4)
<i>Moe, Thorvald Grung, May Helle Lund og Eline Vedel: Om elektroniske penger</i>	526 (4)
<i>Nilsen, Robin R., og Harald Karlsen: Risiko og kapitalforvaltning i livsforsikringsselskapene</i>	387 (3)
<i>Nordal, Inger Anne, Harald Karlsen og Sindre Weme: Finansinstitusjonenes drift i 1996</i>	74 (1)
<i>Olsen, Jens Petter: Hvor stor del av Statens petroleumsfond bør investeres i aksjer?</i>	231 (2)
<i>Rye, Mette: Perspektiv på transformasjonslandene</i>	105 (1)
<i>Sand, Andreas, og Anders Svor: Euro-innføringen - konverteringsscenariet og rettslige konsekvenser for finansiell formue i EU-valutaer</i>	509 (4)
<i>Skagemo, Sverre William, og Kai Larsen: Kontanters rolle som betalingsmiddel</i>	533 (4)
<i>Svor, Anders: EUs monetære union og kravene til offentlige finanser</i>	359 (3)
<i>Svor, Anders, og Andreas Sand: Euro-innføringen - konverteringsscenariet og rettslige konsekvenser for finansiell formue i EU-valutaer</i>	509 (4)
<i>Vedel, Eline, May Helle Lund og Thorvald Grung Moe: Om elektroniske penger</i>	526 (4)
<i>Wamli, Bjørn, og Svein O. Hansen: Utenlandske direkte investeringer i Norge fram til og med 1996</i>	398 (3)
<i>Weme, Sindre, Harald Karlsen og Inger Anne Nordal: Finansinstitusjonenes drift i 1996</i>	74 (1)
<i>Winje, Pål, og Lars Erik Aas: Norges Banks likviditetspolitikk - og litt om andre land</i>	238 (2)
<i>Åmås, Terje, og Knut Kobberstad: Tap og gevinster på valutauroen i desember 1996 og januar 1997</i>	503 (4)
Brev og uttalelser fra Norges Bank	
Det økonomiske opplegget for 1998 <i>Brev av 3.11.1997 til Finansdepartementet</i>	554 (4)
Etableringen av oppgjørssystemet TARGET og mulige konsekvenser for norsk finansnæring <i>Brev av 20.3.1997 til Finansdepartementet</i>	266 (2)
Forslag til retningslinjer for Statens petroleumsfond <i>Brev av 22.8.1997 til Finansdepartementet</i>	540 (4)
Fremtidig forvaltning av Statens petroleumsfond <i>Brev av 10.4.1997 til Finansdepartementet</i>	258 (2)
Høring - NOU 1996:24 Betalingssystemer m.v. <i>Brev av 19.2.1997 til Finansdepartementet</i>	134 (1)
Oversikter, kunngjøringer mv.	
Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1997	269 (2), 405 (3)
Frigjøringsmynten 1995 gav overskudd til informasjonsfond	141 (1)
Ny 50-kroneseddel	72 (1)
Ny 5-kronemynt / Posten 350 år	73 (1)
Ny 100-kroneseddel og 1-kronemynt	357 (3)

Nye arbeidsnotater og reprints fra Norges Bank	402 (3)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	142 (1), 270 (2), 406 (3), 568 (4)
Retningslinjer for Statens petroleumsfond <i>Vedtak 3.10.1997 fra Finansdepartementet</i>	552 (4)
Tabeller	144 (1), 272 (2), 408 (3), 570 (4)

TITTELREGISTER

Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater 2. halvår 1997	269 (2), 405 (3)
Beregning og tolkning av terminrenter <i>Espen Frøyland</i>	126 (1)
Det fremtidige konkurransemiljøet i banknæringen <i>Harald Johansen og Tore Anders Husebø</i>	92 (1)
Det norske oppgjørssystemet for verdipapirhandel <i>Dag-Inge Flatraaker og Geir Brusflot</i>	245 (2)
Det økonomiske opplegget for 1998 <i>Brev av 3.11.1997 til Finansdepartementet</i>	554 (4)
Etableringen av oppgjørssystemet TARGET og mulige konsekvenser for norsk finansnæring <i>Brev av 20.3.1997 til Finansdepartementet</i>	266 (2)
Etterprøving av Norges Banks anslag for 1994 til 1996 <i>Anne Sofie Jore</i>	493 (4)
Et tungt ansvar <i>Leder</i>	299 (3)
Euro rolle i det internasjonale monetære system <i>Heidi Lohrmann</i>	517 (4)
Euro-innføringen - konverteringsscenariet og rettslige konsekvenser for finansiell formue i EU-valutaer <i>Andreas Sand og Anders Svor</i>	509 (4)
EUs monetære union og kravene til offentlige finanser <i>Anders Svor</i>	359 (3)
Finansielt utsyn	215 (2), 473 (4)
Finansinstitusjonenes drift i 1996 <i>Harald Karlsen, Sindre Weme og Inger Anne Nordal</i>	74 (1)
Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar	27 (1), 201 (2), 323 (3), 461 (4)
Forslag til retningslinjer for Statens petroleumsfond <i>Brev av 22.8.1997 til Finansdepartementet</i>	540 (4)
Forutsetninger om utviklingen i valutakursen (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	12 (1)
Fremtidig forvaltning av Statens petroleumsfond <i>Brev av 10.4.1997 til Finansdepartementet</i>	258 (2)
Frigjøringsmynten 1995 gav overskudd til informasjonsfond	141 (1)
Hard landing? (<i>leder</i>)	435 (4)
Harmonisert indeks for forbrukspriser (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	183 (2)
Historiske valutakurser fra 1819 til 1996 <i>Jon Petter Holter</i>	368 (3)
Hvor stor del av Statens petroleumsfond bør investeres i aksjer? <i>Jens Petter Olsen</i>	231 (2)
Høring - NOU 1996:24 Betalingssystemer m.v. <i>Brev av 19.2.1997 til Finansdepartementet</i>	134 (1)
Inflasjon og valutakurs (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	441 (4)
Inflasjonsrapport	5 (1), 172 (2), 300 (3)
Inflasjonsrapport - Perspektiver mot år 2001	436 (4)
Internasjonal økonomisk utvikling	42 (1), 335 (3)
Kontanters rolle som betalingsmiddel <i>Kai Larsen og Sverre William Skagemo</i>	533 (4)
Lånekostnader i Norge og enkelte andre land (<i>utdyping til Finansmarknadene og Noregs Banks operasjonar</i>)	213 (2)
Mobiliteten i bygge- og anleggsbransjen (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	320 (3)
Norges Bank går nye veier i forvaltningen av valutaeservene <i>Hans Christian Knivsberg</i>	122 (1)
Norges Banks likviditetspolitikk - og litt om andre land <i>Pål Winje og Lars Erik Aas</i>	238 (2)
Norges Banks nye oppgjørssystem - NBO <i>Elisabeth Holvik og Dag-Inge Flatraaker</i>	379 (3)
Ny 100-kroneseddel og 1-kronemynt	357 (3)
Ny 50-kroneseddel	72 (1)
Ny 5-kronemynt / Posten 350 år	73 (1)
Nye arbeidsnotater og reprints fra Norges Bank	402 (3)
Nytt tallmateriale i RIMINI-modellen (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	450 (4)
Om datagrunnlaget og nøkkelstørrelser som benyttes i analysen av husholdnings- og foretakssektorene (<i>tema utdypet i Finansielt utsyn</i>)	491 (4)

Om elektroniske penger <i>May Helle Lund, Thorvald Grung Moe og Eline Vedel</i>	526 (4)
Opphevelse av penge- og kredittlovens emisjonsforskrift <i>Snorre Evjen</i>	117 (1)
Oppjustering (<i>leder</i>)	3 (1)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	142 (1), 270 (2), 406 (3), 568 (4)
Perspektiv på transformasjonslandene <i>Mette Rye</i>	105 (1)
Representerer den sterke veksten i utviklingsland og transformasjonsøkonomier en trussel for industrilandene? (<i>utdypning til internasjonal oversikt</i>)	52 (1)
Retningslinjer for Statens petroleumsfond <i>Vedtak av 3.10. 1997 fra Finansdepartementet</i>	552 (4)
Risiko og kapitalforvaltning i livsforsikringselskapene <i>Harald Karlsen og Robin R. Nilsen</i>	387 (3)
Sammenlikning med fremskrivningene i Penger og Kreditt 1996/4 (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	444 (4)
Storbritannia og Sverige gir større ansvar til sentralbankene <i>Amund Holmsen</i>	228 (2)
Tabeller	144 (1), 272 (2), 408 (3), 570 (4)
Tap og gevinster på valutauroen i desember 1996 og januar 1997 <i>Knut Kobberstad og Terje Åmås</i>	503 (4)
Ubalanser og paradokser <i>Leder</i>	171 (2)
Underliggende inflasjon (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	176 (2)
Utenlandske direkte investeringer i Norge fram til og med 1996 <i>Bjørn Wamli og Svein O. Hansen</i>	398 (3)
Valutastrømmer og utenriksregnskap 1996 og de to første måneder 1997 <i>Asbjørn M. Enge og Jon Petter Holter</i>	254 (2)
Vil prosessen fram mot ØMU ha virkninger for konjunktorene i Europa? (<i>utdypning til internasjonal oversikt</i>)	349 (3)
Virkninger av en mer ekspansiv finanspolitikk og gjeninnhenting av lønnsnivået (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	308 (3)
Virkninger av lavere rente i en høykonjunktur (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	14 (1)
Vurdering av anslag på den økonomiske utviklingen for årene 1994 til 1996 (<i>tema utdypet i inflasjonsrapport</i>)	192 (2)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	58 (1)

Norges Banks adresser m.v.

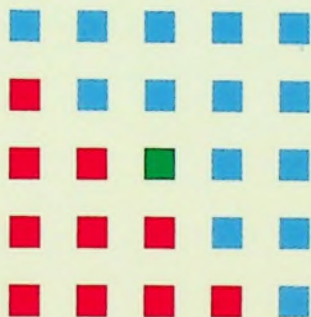
<i>Reg.nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Teleks</i>	<i>Telefaks</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 57 24 00	71 369 nbank n 71 57 24 01	22 41 31 05 71 57 24 01

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 nbllil n	61 25 99 44
0631	Stavanger Haugesund kassekr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	51 56 86 00 52 72 85 00	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	51 89 54 01 52 71 61 17
0632	Tromsø	Postboks 489, 9001 Tromsø	77 65 54 11	64 141 nbtrm n	77 65 88 39
0633	Trondheim	Postboks 564, 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)