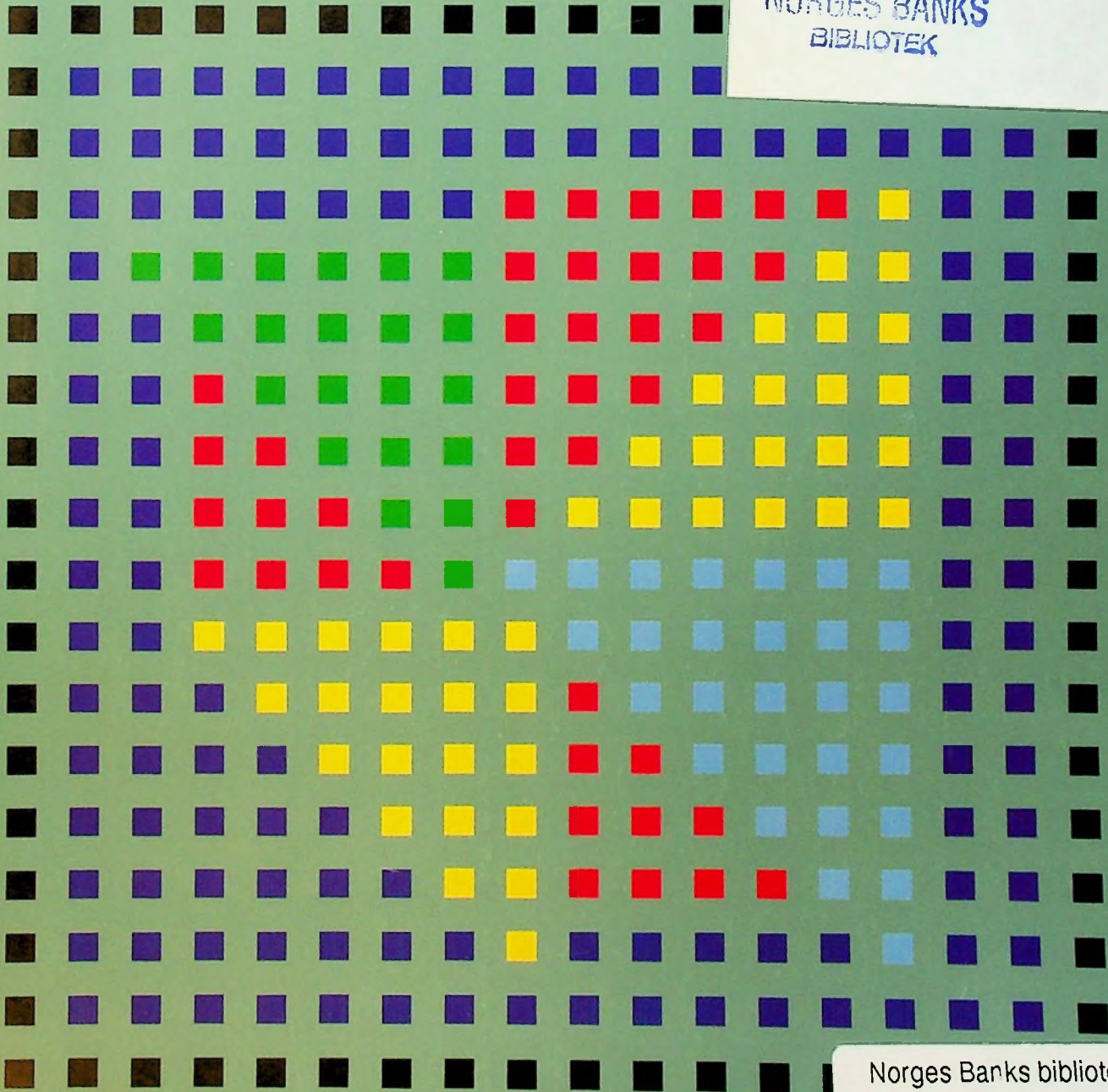


ARKIVEMPEPLAR

⌘NB⌘ NORGES BANK

NORGES BANKS  
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek  
  
013275VPA



NORGES BANKS  
BIBLIOTEK

INNHold

- Del A:
- 55\* Sentralbankens rolle  
*Leder*
- 57\* Økonomisk oversikt
- 57\* Kap. 1. Den økonomiske situasjonen
- 78\* Vedlegg 1: Lånekostnader i Norge og i enkelte andre land
- 81\* Vedlegg 2: Terminrenter og prisstigningsforventninger
- 84\* *Aktuell utdyping til kap. 1: Utviklingen i de langsiktige rentene*
- 90\* Kap. 2. *Nytt sidan sist: Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene*
- Del B:
- 69 Kredittoversikt for året 1993
- 82 Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1993
- 86 Penge- og valutapolitiske problemstillinger på veien fram mot en mulig felles valuta  
*Foredrag av sentralbanksjef Torstein Moland*
- 92 Sentralbankens institusjonelle stilling – noen momenter fra den internasjonale debatten  
*Anne Berit Christiansen*
- 100 Beregning av en indikator for pengepolitikken  
*Anne Sofie Jore*
- 106 Økonomisk og monetært samarbeid i EU  
*Håkon Samnes*
- 113 Falskmyntneri: Ny teknologi gir nye utfordringer  
*Jan Waaler*
- 118 Rapport fra Norges Bank om betalingsformidling
- 119 Brev og uttalelser fra Norges Bank  
Pengepolitikk under flytende valutakurser  
*Brev til Finansdepartementet av 19. april 1994*
- 129 Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater
- 130 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 131 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 141 Tabeller

*Redaksjonen avsluttet:*

Del A: 14. juni 1994

Del B: 9. juni 1994

Tabellvedlegget: 7. juni 1994

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal  
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Torstein Moland  
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastøyl  
Redaksjonsutvalg: Harald Bohn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)  
Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen  
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen  
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler  
Liv Kielland, Informasjonsavdelingen  
Arild J. Lund, Økonomisk avdeling  
Bernt Nyhagen, Sekretariats- og rettsavdelingen  
Else Marie Stuenæs, Personalavdelingen

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

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

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt

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

**ISSN-0332-5598**

*Standardtegn i tabeller:*

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

## Sentralbankens rolle

Den første tiden etter at kronen begynte å flyte, var Norges Bank pålagt å legge til rette for at vi kunne vende tilbake til et system med faste valutakurser så snart internasjonale forhold gjorde dette mulig. Etter hvert viste det seg at det ville ta lengre tid å komme tilbake til fast kurs enn en hadde tenkt seg, og hovedvekten ble lagt på at Norges Bank skulle sørge for stabile forhold i det norske valutamarke-

det. Som en retningslinje for pengepolitikken i en kortvarig overgangsperiode var dette tilstrekkelig. Derimot var ikke dette noen særlig presis retningslinje i en mer langvarig flyt. Dette gav Norges Bank også uttrykk for i et brev i oktober forrige år, der det ble lagt vekt på at pengepolitikken også måtte ha en langsiktig forankring.

De nye retningslinjene for penge- og valutapolitikken som Regjeringen la fram i Revidert nasjonalbudsjett 1994, er basert på den tilråding hovedstyret i Norges Bank gav i forkant av budsjettet. Tilrådingen er gjengitt i dette nummer av Penger og Kreditt.

Etter sentralbankloven har Norges Bank to oppgaver på penge- og valutapolitikkens område. Vi skal

- stå for utøvelsen av penge- og valutapolitikken i samsvar med de operative retningslinjer de politiske myndigheter har fastsatt, og
- gi råd til de politiske myndigheter om penge- og valutapolitikken.

På begge disse punktene innebærer Revidert nasjonalbudsjett og den nye forskriften om kursordningen en avklaring. Denne avklaringen bidrar til at den rollen Norges Bank skal spille, er blitt klarere definert enn den har vært så langt under flytekursregimet.

De nye operative retningslinjene for Norges Banks virkemiddelbruk innebærer en videreføring av den nåværende praksis.

Fordelen er at de klargjør bedre Norges Banks mandat, og at dette også gjøres kjent for offentligheten.

Revidert nasjonalbudsjett gir også en klare forankring for vår rådgivning. Regjeringen har der sluttet seg til det syn Norges Bank har gitt uttrykk for - nemlig at en pris- og kostnadsvekst på linje med eller lavere enn våre konkurrentland er en nødvendig forutsetning for å nå hovedmålene om sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst. Et bredt flertall i Stortingets finanskomite har gitt uttrykk for det samme.

Den sterke understrekningen i Revidert nasjonalbudsjett av å videreføre en lav pris- og kostnadsstigning gir en klar føring for Norges Banks rådgivning. Vi oppfatter at vår rolle er å passe på at denne forutsetningen ikke brytes, og vi vil si ifra dersom vi mener at utviklingen i økonomien er slik at inflasjonen på nytt kan bli et problem.

Norges Bank har i flere år utgitt kvartalsvise oversikter over utviklingen i norsk økonomi. I tiden framover vil disse rapportene i større grad ta for seg utsiktene for pris- og kostnadsstigningen. Den rapporten som følger i dette nummer av Penger og Kreditt er således et første skritt i denne retning. Rapportene vil være basert på en best mulig vurdering av hva inflasjonspresset i norsk økonomi faktisk er, og hvordan det kan utvikle seg i tiden framover.

En slik rapportering må se framover. Det er for sent å sette inn tiltak når inflasjonen er et faktum. Det tar tid fra økt etterspørsel etter varer og tjenester slår ut i tiltakende lønnsvekst og til importørene beregner seg økte marginer. Det tar tid før økte kostnader slår ut i de prisene produsentene beregner seg, både til hjemmemarkedet og på eksportleveranser. Ubalansene har oppstått lenge før de slår ut i økt prisstigning.

Vår analyse i denne kvartalsrapporten viser at norsk økonomi er inne i en utvikling med

markert vekst både i innenlandsk og utenlandsk etterspørsel og samtidig rekordlav inflasjon. Hvis pris- og kostnadsveksten i Norge forblir lav, er det mulig å få til stabil og balansert vekst i fastlandsøkonomien. Dette setter krav både til partene i lønnsoppgjørene og til gjennomføringen av den økonomiske politikken.

Dersom det oppstår ubalanser som kan gi grunnlag for at pris- og kostnadsveksten kan ta av på ny, er det Regjeringen og Stortinget som har ansvar for å treffe de tiltak som er nødvendige for å bremse en slik utvikling. Men Revidert nasjonalbudsjett har gitt oss grunnlaget for å si klart ifra når en slik utvikling er på gang.

*Torstein Moland*

### Den økonomiske situasjonen

Norges Bank sendte 19. april i år brev til Finansdepartementet med tilrådinger om opplegget for pengepolitikken. Det ble anbefalt at det endelige målet for pengepolitikken skulle være lav inflasjon og at stabilitet i valutakursen skulle være det operative målet. Regjeringen har i Revidert nasjonalbudsjett fulgt opp dette ved å understreke at pengepolitikken skal sammen med de andre virkemidlene i den økonomiske politikken bidra til en stabil økonomisk utvikling. Lav pris- og kostnadsvekst, på linje med eller lavere enn våre konkurrentland, er en forutsetning for å nå hovedmålene for den økonomiske politikken. Samtidig føres den lange fastkurstradisjonen videre ved at stabilitet i kronens kurs fastlegges som pengepolitikken operative mål. Dette er i samsvar med den linje en har fulgt også etter at kronen ble flytende.

Norges Banks kvartalsrapporter gir en vurdering av utviklingen i norsk økonomi og av utfordringene for den økonomiske politikken. Disse kvartalsrapportene vil, i tråd med bankens brev og Revidert nasjonalbudsjett, legge større vekt på utviklingen i priser og kostnader.

En slik rapportering må nødvendigvis ha et relativt langt perspektiv. Det tar lang tid fra ubalanser oppstår i økonomien til dette slår ut i den registrerte prisstigningen, og det tar tilsvarende lang tid før en igjen klarer å redusere prisstigningen. Erfaringene fra 80-tallet underbygger dette, først fra konjunkturoppgangen 1985–86 der prisveksten lenge var svært moderat, og senere i 1988–89 da det ble nødvendig å bruke lønnsregulering for å få lønnsveksten ned på et forsvarlig nivå.

Kvartalsrapportene vil derfor som før legge vesentlig vekt på den generelle makroøkonomiske situasjonen, og varsle om hvilke ubalanser som vil kunne oppstå i norsk økonomi.

Prisstigningen i Norge er i dag den laveste på mer enn tretti år. De prisdrivende kreftene er svake. Lønnsoppgjørene i år er moderate og det er sterk konkurranse i detaljhandelen. Den internasjonale prisstigningen er også lav, og de internasjonale organisasjonene som OECD og IMF varsler heller ingen snarlig oppgang i den internasjonale prisstigningen. I et land som USA med en sterk konjunkturoppgang har dette krevd en pengepolitisk innstramning. Prisstigningen i det vestlige Tyskland har falt markert og er nå 3.0 prosent samtidig som de store lønnsoppgjørene har kommet ut som tilnærmede «nulloppgjør». Vi har basert oss på at det er mulig å holde inflasjonen i industrilandene i størrelse 2½–3 prosent i årene framover.

Prisimpulsene fra utlandet inn i norsk økonomi ventes derfor å bli svært moderate i årene framover. Prisstigningen i Norge kan forventes å holde seg rundt 1–1½ prosent det nærmeste året. Dersom partene i arbeidslivet klarer å videreføre en lønnsvekst på 2½ prosent slik det er mulig i inneværende år, kan prisstigningen stabiliseres under 2 prosent i årene framover.

Norsk økonomi er i en konjunkturoppgang drevet av det private forbruket og økte priser i boligmarkedet. Privat konsum kan øke med 4½ prosent i år. Det er likevel grunn til å tro at vi unngår et gjentak av kjøpsfesten på 1980-tallet. For det første vil nok husholdninger, bedrifter og finansinstitusjoner fortsatt ha begivenhetene den gang så friskt i minne at de samme feilene ikke vil bli gjentatt. I tillegg er viktige rammebetingelser endret vesentlig. Kostnaden ved låneopptak er nå positiv, mens den for ti år siden var negativ. For det første har realrenten økt, for det andre er skattesystemet lagt om. Men det er likevel grunn til å analysere situasjonen med sikte på å avdekke hvilke krav som må oppfylles for at utviklingen skal gå i riktig spor.

En første forutsetning er at partene i arbeidslivet lykkes med å holde kontroll på lønnsutviklingen slik at konkurranseevnen fortsatt kan styrkes. Dette må understøttes av en stram finanspolitikk. Beregningene i denne rapporten viser at en da kan få en balansert utvikling, der økt eksport og bedret posisjon på hjemmemarkedet gir rom for en ekspansjon i den innenlandske

*etterspørselen uten økt bruk av oljeinntekter. Sysselsettingen kan øke og arbeidsledigheten reduseres. Både konkurranseutsatt og skjermet sektor kan vokse. Siden lønnsveksten forutsettes å forbli lav og prisimpulsene fra utlandet er små, blir inflasjonen i Norge lav.*

*Grunnlaget for en slik balansert utvikling rives bort om oppgangen i det private forbruket og boliginvesteringene blir mer enn en engangsøkning for å møte et oppdemmet behov for erstatning av varige konsumgoder og redusert boligkapital. Da kan en sette i gang en selvgående prosess der det handles på forventninger om prisgevinster i boligmarkedet og formuesgevinster tas ut i økt forbruk. En slik utvikling må før eller siden reverseres. Hvis lønnsveksten i en slik oppgangsperiode øker i tråd med historiske erfaringer slik at konkurranseevneforbedringen snus om i en svekkelse, kan en få en rent innenlandsk drevet oppgangskonjunktur uten basis i en økning i nettoeksporten.*

*I tillegg er det fare for at en særegen kostnadsøkning i byggebransjen vil gi ringvirkninger som innebærer en forsterkning av pristigningen. Prisstigningen kan nok forbli moderat i historisk sammenheng, men i en situasjon med lav prisvekst i andre land innebærer en slik utvikling en svekkelse av inntjeningsgrunnlaget i norske bedrifter. Denne svekkelsen må i tilfelle før eller siden korrigeres med sterke tiltak.*

*Norges Bank legger til grunn at man klarer å realisere en balansert utvikling i norsk økonomi. Men det er en reell fare for at en kan komme inn i en mer ubalansert bane. For å unngå dette bør en stramme til i finanspolitikken. Gjør en det nå, reduserer en faren for å senere bli tvunget til sterkere innstramminger med virkninger det er vanskelig å overskue.*

## 1 Prisutsiktene

Lav pris- og kostnadsvekst, på linje med eller lavere enn hos våre konkurrentland, er nødvendig for å nå målene for sysselsetting og produksjon. Det er internasjonalt bred enighet om at prisstabilitet i betydningen lav inflasjon bør være det langsiktige målet for pengepolitikken. Den operative retningslinjen for den norske pengepolitikken er at den skal innrettes mot å sikre en stabil valutakurs overfor de europeiske valutaene. Skal dette være mulig på lang sikt, må pris- og kostnadsveksten i Norge ikke avvike for mye fra prisveksten i de europeiske landene.

Det kan ta lang tid fra ubalanser oppstår i økonomien til dette viser seg som tiltakende prisvekst, og da spesielt i de aggregerte prisindeksene. Det er derfor nødvendig å ta i betraktning en rekke forhold når en skal vurdere prisstigningsutsiktene. Dette omfatter både den faktiske pris- og kostnadsveksten, og prisstigningsforventningene som rår blant aktørene i økonomien, men også utviklingen i realøkonomien som kan gi indikasjoner om at et pris- og kostnadspress er i ferd med å bygge seg opp.

Modellbaserte analyser er en viktig utbygging av en slik overvåking ved indikatorer. Modellene er nødvendigvis svært aggregerte,

og resultatene må suppleres med vurderinger av mer spesifikke forhold som modellene ikke kan fange opp.

I de makroøkonomiske beregningene som er presentert senere i rapporten, er det lagt vekt på å belyse potensialet for en kraftig konjunkturoppgang i norsk økonomi. En slik oppgang kan på ny utløse pris- og kostnadspress innenlands. Virkemidlene som settes inn for å korrigere en slik utvikling, trenger tid på å få gjennomslag. Selv i en fase der den registrerte pris- og kostnadsveksten er lavere enn på flere tiår, må en derfor ha for øye hvilke utfordringer en kan komme til å stå overfor om noe tid.

### *Lav pris- og kostnadsvekst*

Den gjennomsnittlige veksten i konsumprisene fra 1992 til 1993 var 2,3 prosent. Veksten avtok markert gjennom året, og i desember 1993 var konsumprisindeksen 1,8 prosent høyere enn ett år tidligere. Veksttakten har blitt ytterligere dempet de første månedene i år, og i april var tolv månedersveksten i konsumprisene under 1 prosent for første gang siden oktober 1963.

Siden årsskiftet 1992/93 har det skjedd en markert endring i prisutviklingen på importerte konsumvarer. Før dette tidspunktet var vek-



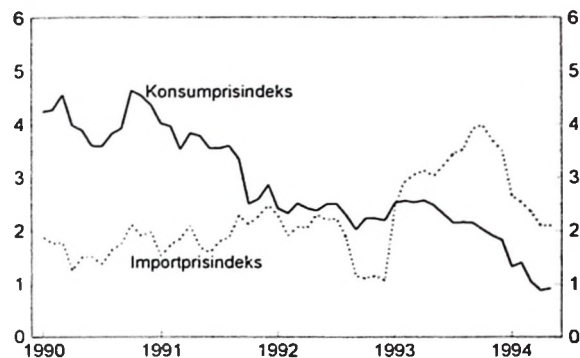
sten i importprisene klart lavere enn i totalindeksen, mens bildet er snudd i tiden etter. Og mens tolv månedersveksten i konsumprisindeksen har vært avtakende siden dette tidspunktet, økte veksten i prisene på importerte konsumvarer gjennom fjoråret.

Importprisene er påvirket av fallet i den internasjonale prisveksten. Dette er i noen grad blitt motvirket av svekkelsen av kronkursen. Siden kronen begynte å flyte i desember 1992, er den effektive valutakursen svekket med omkring 7 prosent. For 1993 må en også ta hensyn til at moms-økningen fra 1. januar 1993 i større grad slo ut i importprisene enn i de øvrige prisene i konsumprisindeksen. Nær sagt all import er pålagt moms, mens de øvrige prisene også omfatter tjenester, som i hovedsak er fritatt for merverdiavgift.

Ser vi på den underliggende veksten i importprisene, som reflekterer de mer kortsiktige utviklingstrekkene, var veksten avtakende gjennom store deler av 1993. I år har veksten økt noe igjen, men underliggende vekst var likevel ikke høyere enn 2,0 prosent i mai. Det er ingen grunn til å vente at prisveksten internasjonalt vil ta seg vesentlig opp de nærmeste årene. Vi vil derfor få svake prisimpulser fra importen i tiden framover. En må imidlertid ta høyde for at norsk økonomi har vært gjennom en kraftig nedgangskonjunktur, med lav etterspørsel og press på importørens driftsmarginer. Konjunkturoppgangen vi er inne i, kan føre til at importørene forsøker å øke driftsmarginene.

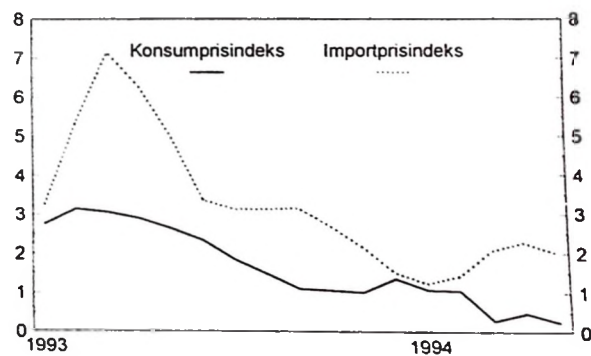
Prisutviklingen på norskproduserte varer og tjenester har de siste årene vært svært moderat. Dette gjelder spesielt varer som i liten grad er utsatt for konkurranse fra utlandet, og disse prisene har bare økt med 0,4 prosent de siste tolv månedene. Dette reflekterer både avdempingen av lønnsveksten og fortsatt høy produktivitetsvekst i norsk næringsliv. Etter hvert har også rentefallet påvirket prisutviklingen gjennom lavere vekst i husleiene. Husleieindeksen utgjør 18 prosent av vektgrunnlaget i konsumprisindeksen, og omfatter husleiene for leide boliger og borettslag-leiligheter. Fram til mars 1994 lå veksten i husleiene høyere enn veksten i konsumprisindeksen totalt. Etter det har den falt under veksten i totalindeksen. I mai var tolv månedersveksten i husleieindeksen 0,4 prosent.

Figur 1.1.A Konsumprisutviklingen. Vekst siste tolv måneder



Fallet i konsumprisveksten gjennom 1993 har fortsatt inn i 1994. Tolv månedersveksten i konsumprisene var i april og mai nede i 0,9 prosent, det laveste nivået på over tretti år. Fram til utgangen av 1992, da den norske kronen begynte å flyte, var veksten i prisene på importerte konsumvarer lavere enn i konsumprisindeksen samlet. Etter dette tidspunktet har dette snudd seg, og veksten er nå sterkere i prisene på importerte konsumvarer. Dette skyldes blant annet depresieringen av norske kroner, men også moms-økningen fra 1. januar 1993 som antakelig påvirket importerte varer sterkere enn innenlands produksjon der tjenester uten moms inngår. Hele denne tiden har den underliggende veksten (vekst siste tre måneder mot foregående tre, omregnet til årlig rate) vært sterkere i prisene på importerte konsumvarer.

Figur 1.1.B Underliggende vekst i konsumprisene (Vekst siste tre måneder mot foregående tre måneder omregnet til årlig rate)



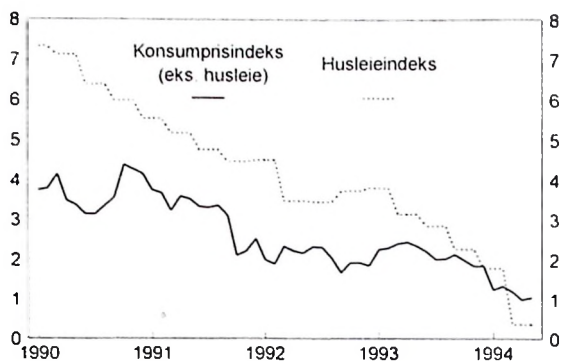
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Sterk konkurranse i dagligvarebransjen har ført til en svært moderat prisutvikling på matvarer de siste årene. Veksten har imidlertid tatt seg noe opp de siste månedene, og prisnivået så langt i år er 1,4 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Den moderate prisutviklingen ser ikke ut til å ha svekket driftsmarginene innen sektoren. På den annen side har den sterke konkurransen trolig lagt et press på leverandørenes marginer. Ved en konjunkturoppgang er det mulig at for eksempel næringsmiddelindustrien prøver å hente inn igjen noe av dette gjennom økte priser, noe som i neste omgang kan føre til økte priser fra dagligvarehandelen. Mot dette står de store butikkjedenes uttalte mål om å senke prisene i dagligvarehandelen ytterligere.

Årets lønnsforhandlinger gjennomføres i forbundsvis og lokale oppgjør, hvor de lokale forhandlingene skal ta hensyn til bedriftens økonomi, produktivitet, fremtidsutsikter og konkurransevne. Etter flere år med sentralt fastsatte rammer for de lokale oppgjørene, er det i år ikke fastlagt slike tallmessige forutsetninger. Oppgjørene i offentlig sektor er ferdigforhandlet, og sammen med lokale tillegg og overheng fra i fjor, innebærer lønnsoppgjøret en gjennomsnittlig årslønnsvekst for ansatte i offentlig sektor på 2–2½ prosent i år. Også de forbundsvis oppgjørene innen LO/NHO-området er i hovedsak ferdigforhandlet, og disse tilleggene vil bidra med omkring ¼ prosentpoeng til årslønnsveksten. Det er imidlertid større usikkerhet enn vanlig knyttet til lokale tillegg og glidning. Både i 1992 og 1993 var bidragene fra lønnsglidning i størrelsesorden 1 prosent. Gitt et overheng fra 1993 på 1 prosent, innebærer en lønnsglidning på linje med de siste årene en årslønnsvekst på omkring 2¼ prosent i år for arbeidere innen LO/NHO-området.

Prisveksten i Norge er rekordlav. De prisdrivende faktorer er nå så begrenset i styrke at det er all mulig grunn til å tro at den lave prisveksten vil fortsette gjennom 1994 og inn i 1995. Både moderate lønnsoppgjør, rentefallet og den sterke konkurransen i dagligvarehandelen trekker i en slik retning. Selv om lønnsglidningen skulle ta seg opp som følge av den økte etterspørselen etter arbeidskraft, vil det erfaringsmessig ta noe tid før dette slår ut i økt prisvekst. Derfor er det grunn til å tro

Figur 1.2 Husleieindeksen og konsumprisutviklingen ekskl. husleier. Vekst siste tolv måneder



Det sterke fallet i rentenivået den siste tiden har bidratt til en reduksjon i prisindeksen for boligkonsum i konsumprisindeksen (husleieindeksen). I januar 1993 var tolv månedersveksten 4 prosent, mens den i mars i år falt ned under ½ prosent. Det var første gang på 6 år at veksten i husleiene var lavere enn i prisene forøvrig.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

at konsumprisveksten fortsatt vil være i størrelse 1–1½ prosent gjennom 1994. Våre anslag innebærer at den vil holde seg godt under 2 prosent også i 1995.

#### Lav pris- og kostnadsvekst i andre land

Lav prisvekst i andre land vil bidra til lave priser også i Norge. Internasjonal økonomi er inne i en periode der den økonomiske veksten tar seg opp samtidig som inflasjonen forblir lav. Våre anslag innebærer at konsumprisveksten i våre markedsland faller fra 3,6 prosent i 1993 til 2½ prosent i 1994 og 2¼ prosent i 1995. Importen til Norge vil vise en svakere prisvekst enn dette. Det skyldes at importen i stor grad består av varer som har lavere prisvekst enn tjenester som veier tungt i konsumprisen.

En viktig årsak til lavere prisvekst i våre markedsland, er fallet i inflasjonen i Tyskland. Prisveksten i det vestlige Tyskland ligger nå godt under prisveksten i tilsvarende fase i konjunkturforløpet først på 1980-tallet. Samtidig er arbeidsledigheten høyere, og den for-

ventede økonomiske oppgangen og sysselsetningsveksten svakere. Dette reflekteres allerede i at lønnsoppgjøret i 1994 i det vestlige Tyskland ble det mest moderate i Forbundsrepublikkens historie. I flere forhandlingsområder, blant annet den viktige metallindustrien, har resultatet av lønnsoppgjøret blitt at lønnskostnadene ventes å være uendret fra 1993 til 1994. Dette er skjedd både ved lavere nominelle tillegg og ved reduksjoner i øvrige arbeidskraftkostnader.

En av grunnene til at en ikke allerede har sett sterkere fall i prisveksten i Tyskland og mange andre europeiske land er økninger i de indirekte skattene. Et usikkerhetsmoment er i hvilken grad det vil bli pålagt nye indirekte skatter som kan slå ut i prisveksten. I vår prognose har vi lagt til grunn at prisveksten i Tyskland reduseres til 3 prosent i 1994 og 1½ prosent i 1995. Selv om veksten i Tyskland ventes å ta seg opp legger vi til grunn at inflasjonen blir liggende omtrent på dette nivået.

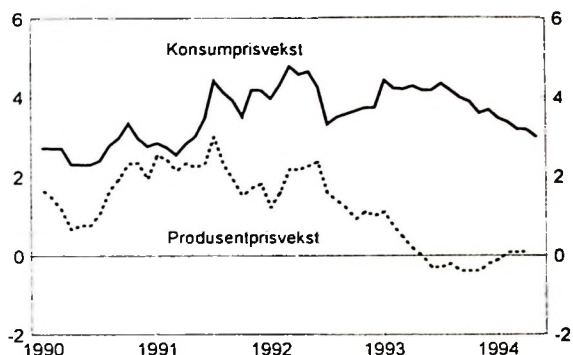
Prisveksten også i det øvrige Kontinental-Europa viser nå en relativt sterkt fallende trend. Det er grunn til å anta at prisveksten også i disse landene vil kunne falle ytterligere på grunn av de moderate lønnsoppgjørene vi har hatt de siste årene, og fordi konjunkturoppgangen vil bli mer moderat enn på første halvdel av 1980-tallet.

I Storbritannia, Finland og Sverige der man fikk flytende valutaer høsten 1992, har importprisene økt sterkt, men landene har likevel ikke fått høy konsumpris- eller lønnsvekst. Driftsmarginene ved leveranser til hjemmemarkedet har dermed falt sterkt. En konjunkturoppgang kan gi grunnlag for at disse marginene heves igjen. Vi har lagt til grunn at inflasjonen holder seg innenfor det som er myndighetenes målsoner for inflasjonsutviklingen.

I USA derimot ventes veksten i prisene å tilta som følge av høyere kapasitetsutnyttelse og lavere arbeidsledighet. Mens konsumprisveksten fra 1993 til 1994 kan anslås til 2½ prosent, ventes den å bli på 3¼ prosent fra 1994 til 1995. Den pengepolitiske innstramningen som er foretatt hittil i år ventes å slå ut i lavere prisstigning fra 1996 og i senere år.

Utviklingen i oljeprisen har tidligere hatt stor betydning for veksten i prisene, og på 1970-tallet og først på 1980-tallet satte olje-

Figur 1.3 Prisutviklingen i Tyskland. Vekst siste 12 måneder.



\* De vestlige delstater

Lavkonjunktoren i det vestlige Tyskland har bidratt til å holde produsentprisene om lag uendret gjennom 1993 og inn i 1994, og konsumprisveksten målt ved tolv månedersraten har falt fra i overkant av 4 prosent de første månedene av 1993 til 3,0 prosent i mai 1994. Økte indirekte skatter har bidratt til at konsumprisveksten hittil ikke har falt sterkere. Konsumprisveksten ventes å bli 3 prosent fra 1993 til 1994 og 1½ prosent fra 1994 til 1995.

Kilde: OECD

prishopp i gang en sterk pris- og lønnsinflasjon i OECD. Dagens oljepris er reelt sett tilbake på 1970-nivået, og det forventes en svak vekst i oljeprisene de neste årene. Oljeforbruket i de vestlige industriland har falt sterkt i forhold til BNP over de siste tjue årene. En moderat oljeprisvekst vil derfor gi små utslag i inflasjonen.

Råvarer utenom olje har vist en sterk prisoppgang hittil i år, og The Economists råvareindeks for råvarer utenom olje har økt med 12 prosent siden årsskiftet. Oppgangen skjer fra et meget lavt nivå, og samtidig har OECD-landene fått økt innslag av tjenesteproduksjon. Dette har redusert industrilandenes sårbarhet overfor endringer i råvareprisene. Økning i råvareprisene må således bli meget kraftig før det blir betydelige utslag i den generelle prisstigningen.

Flere forhold taler for at prisveksten internasjonalt vil kunne forbli lav i lang tid. Det er større forståelse for at lav inflasjon er nødvendig for varig vekst. Samtidig vil handelsliberaliseringen og økt priskonkurranse fra ny-industrialiserte land holde tilbake eventuelle inflasjonsimpulser i industrilandene. I siste

Tabell 1.1 Anslag for inflasjonen i noen viktige land. Prosentvis vekst fra foregående år.

	Konsumpriser <sup>1)</sup>			
	1993	1994	1995	1996-98
USA	2,7	2½	3¼	
Japan	1,0	¼	¼	
Tyskland	3,9	3	1¼	
Storbritannia	3,5	3	2¼	
Sverige	6,1	2½	2½	
Finland	3,7	1½	2	
Danmark	1,5	2	2½	
Memo:				
OECD totalt	3,6	3½	3½	2¼
Norges handelspartnere	3,6	2½	2¼	2¼

<sup>1)</sup> Målt ved deflatoren for privat konsum

Kilde: OECD, IMF og Norges Bank

instans vil fortsatt lav inflasjon være avhengig av at etterspørselsreguleringen hindrer at oppgangen blir for sterk, og at arbeidet for å øke omstillingsevnen i arbeidsmarked og varemarkeder, spesielt i Europa, fortsetter.

På mellomlang sikt anslås den potensielle veksten i industrilandene med dagens struktur i arbeidsmarkeder og varemarkeder til å være 2½ til 3 prosent. Vi har basert anslagene i denne rapporten på at en realiserer en vekst i tråd med dette potensialet. En vil dermed ikke utløse en ny oppgang i inflasjonstakten, og inflasjonen antas å bli liggende på 2¼ prosent.

I en egen Aktuell utdyping til dette kapitlet er utviklingen i de lange rentene drøftet nærmere. Drøftingen omfatter hvilke forhold som kan ligge bak de siste måneders sterke økning, hvordan oppgangen har spredd seg mellom land og hvordan den økonomiske politikken bør innrettes for å motvirke økningen.

## 2 Valutamarked og renteutvikling

Etter det opplegget for pengepolitikken som Regjeringen presenterte i Revidert nasjonalbudsjett, er valutakursstabilitet det operative målet for Norges Banks bruk av de pengepolitiske virkemidlene. Kronens verdi skal holdes stabil overfor de europeiske valutaene, omtrent på det nivået kronen har vært siden den begynte å flyte i desember 1992. Intervensjoner ved kjøp og salg av valuta og endringer i Norges Banks renter til bankene

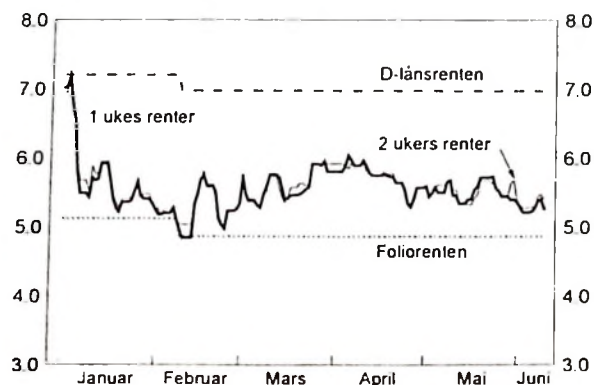
skal ikke brukes med samme styrke som under fastkursregimet for å sikre stabile kurs, men en skal innrette virkemidlene slik at valutakursen ved vesentlige avvik etter hvert vender tilbake til dette utgangspunktet.

### Stabilt valutamarked uten behov for inngrep fra Norges Bank

Kronekursen målt ved ECU-indeksen har i perioden siden midten av mars beveget seg mellom 105,1 og 104,5, og Norges Bank har ikke intervenert i valutamarkedet siden begynnelsen av februar. Den effektive kronekursen svekket seg imidlertid med 0,8 prosent fra midten av mars til midten av april, som følge av sterkere dollar og japanske yen mot europeiske valutaer. Etter dette har den effektive kronekursen styrket seg igjen slik at den nå er om lag 0,8 prosent sterkere enn i mars.

De norske pengemarkedsrentene steg gjennom mars fra i overkant av 5 prosent til om lag 5¼ prosent. Siden mars har de kortsiktige rentene falt noe, og ligger nå i området 5¼–5½ prosent. Avstanden til de europeiske rentene er redusert perioden sett under ett. Den norske tremånedersrenten ligger nå nærmere ½ prosentpoeng lavere enn tilsvarende ECU-rente

Figur 1.4 Utviklingen i de kortsiktige pengemarkedsrentene 1. januar – 10. juni 1994. Effektive renter.



Bunnpunktet for de korteste pengemarkedsrentene ble nådd i første del av februar, like etter nedsettelsen av de administrerte rentene med virkning fra 9. februar. Etter økning i mars har de falt noe igjen.

Kilde: Norges Bank

og ¼ prosentpoeng over den tyske. I begynnelsen av mars lå den norske renten omkring 1¼ prosentpoeng lavere enn ECU-renten, og ¾–1 prosentpoeng under den tyske.

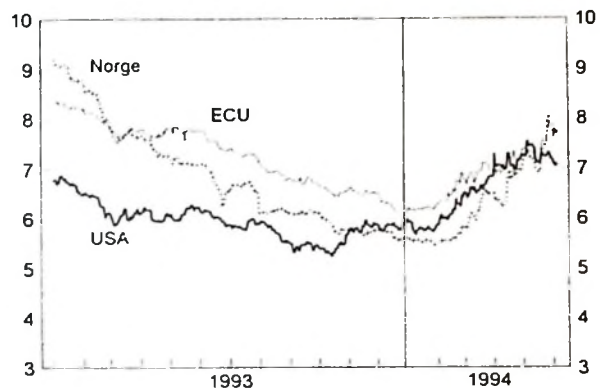
Den reduserte differansen mellom norske og europeiske kortsiktige renter har skjedd samtidig med at oljeprisen har steget fra 13–14 amerikanske dollar pr fat til omkring 16 dollar pr fat. Oljeprisøkningen og den relative renteøkningen kan samlet sett se ut til å ha gitt tendens til noe sterkere krone i en periode. Utslaget har imidlertid vært beskjedent, og kronens verdi i forhold til ECU er nå om lag på samme nivå som i midten av mars.

### *Kraftig økning i obligasjonsrentene*

De norske obligasjonsrentene nådde et bunnpunkt i begynnelsen av februar, da tre- og femårsrentene lå i underkant av 5 prosent, mens tiårsrenten var 5,5 prosent. Fem- og tiårsrentene har etter dette steget med om lag 2,3 prosentpoeng, mens treårsrenten har steget med 1,9 prosentpoeng. Avkastningskurven har således blitt brattere. De langsiktige ECU-rentene har i samme periode steget 1,6–1,7 prosentpoeng, og i femårsområdet ligger de norske rentene nå omtrent på samme nivå som tilsvarende ECU-renter, mot 0,6 prosentpoeng lavere i begynnelsen av februar. Fram til midten av mars økte de norske obligasjonsrentene med et etterslep i forhold til øvrige europeiske renter, men siden har oppgangen i de norske rentene vært sterkere enn i Tyskland og ECU-området generelt. Rentedifferansen mot tyske mark i fem- og tiårsområdet var negativ fram til annen halvdel av mars, men i begynnelsen av juni lå de norske rentene om lag 0,7–0,9 prosentpoeng høyere enn de tyske.

Det er blitt stadig klarere at Norge er i en annen konjunkturfase enn de kontinentaleuropeiske landene, og dette kan ha gitt grunnlag for forventninger som har ført til at økningen i de langsiktige rentene har slått ut relativt mye i Norge. Disse forventningene kan gjelde utviklingen i inflasjon og balansen mellom privat og offentlig sparing. Også korreksjoner for tidligere svært lave renter kan ligge under tendensen til særnorsk renteoppgang. Det norske markedet er fortsatt svært tynt, med både få investorer og lån, noe som kan virke selv-

*Figur 1.5 Renten på 10 års statsobligasjoner 1. januar 1993 - 9. juni 1994.*



Utviklingen i obligasjonsrentene må sees i sammenheng med tilstramningen i pengepolitikken i USA, som startet i begynnelsen av februar. Til å begynne med ga de økte pengemarkedsrentene kraftig fall i amerikanske obligasjonskursene, noe som smettet over på europeiske obligasjonsmarkeder. Effekten i det norske obligasjonsmarkedet kom noe senere enn i det øvrige Europa, men ser til gjengjeld ut til å ha blitt noe sterkere. Ved den siste økningen av de amerikanske administrerte rentene (den 17. mai) reagerte imidlertid obligasjonsrentene med å falle.

Kilde: Norges Bank

forsterkende på utviklingen når kursene begynner å bevege på seg.

I et vedlegg til dette kapitlet har en drøftet informasjonsinnholdet i de lange rentene nærmere.

## **3 Konjunkturutviklingen**

### *En konsumledet konjunkturoppgang*

Indikatorer for etterspørsel og produksjon viser klart at norsk økonomi er inne en konjunkturoppgang, og de siste observasjonene indikerer nærmest entydig at konjunkturoppgangen er sterkere enn vi tidligere har lagt til grunn. Etterspørselen viser en såvidt sterk vekst i første kvartal i år at selv uten ytterligere vekst resten av året, vil årsveksten bli betydelig sterkere enn vi har sett de siste årene. En viktig årsak til oppgangen er den ekspansive virkningen av pengepolitikken. Både den effektive kronkursen og realrentenivået falt markert gjennom 1993. Det er liten grunn til å

tro at effektene på aktivitetsnivået av denne stimulansen er uttømt.

Privat konsum har tatt seg kraftig opp. Det er spesielt konsumet av varige forbrugsgoder som øker – nyregistreringen av personbiler de fem første månedene i år lå om lag 45 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Detaljomsetningsindeksen for mars – april lå 7 prosent høyere enn de samme månedene ett år tidligere.

Økt boligetterspørsel har ført til en sterk oppgang i prisene på brukte boliger. Etter at bunnen ble nådd i første kvartal i fjor, har bruktboligprisene ifølge ECON Bygghanalyser og Norges Eiendomsmeglerforbund steget med 17 prosent fram til første kvartal i år. Samtidig har igangsettingen av boliger tatt seg markert opp, og i de fire første månedene i år lå nivået 34 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Videre har tilgangen på boligordrer økt sterkt gjennom hele fjoråret. Fra første kvartal i fjor til første kvartal i år ble ordretilgangen fordoblet. Den oppgangen man har hatt i boligmarkedet, har imidlertid ikke noen parallell i markedet for kommersielle bygg. Her har leieprisene fortsatt å falle fram til januar i år.

Økningen i innenlandsk etterspørsel reflekteres i en sterk økning i den tradisjonelle vareimporten. I de fem første månedene i år var verdien av tradisjonell import omkring 17 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Samtidig har sysselsettingen vært i oppgang siden første kvartal i fjor, og i første kvartal i år var sysselsettingen 1 prosent høyere enn ett år tidligere.

Unntaket i det positive etterspørselsbildet er investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge, som falt i siste del av fjoråret. Statistisk sentralbyrås investeringstelling for første kvartal viser heller ikke forventninger om oppgang i industriens investeringer i 1994.

Industrien er imidlertid preget av oppgang på andre områder. Mot slutten av fjoråret økte industriproduksjonen markert. De første månedene i år har det vært et visst fall igjen, men nivået de fire første månedene i år er likevel 5½ prosent høyere enn i tilsvarende periode i fjor. Den økte aktiviteten har bakgrunn i leveranser både til ute- og hjemmemarkedet. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer for første kvartal viser at industri-

Figur 1.6 Detaljomsetningen (Sesongjustert volum. 1992 = 100)



Detaljomsetningen steg markert gjennom hele 1993, og økningen har fortsatt så langt i år. Siden vinteren 1992/93 fram til de fire første månedene i år har detaljomsetningsvolumet steget med 7 prosent (sesongjustert). Nivået i mars i år, det høyeste i denne oppgangen, var omkring 8 prosent lavere enn detaljomsetningsvolumet var på sitt høyeste under forrige konjunkturoppgang.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

lederne venter produksjonsøkning fra første til annet kvartal, og for første gang på sju år ventes økt sysselsetting.

#### *Svak kredittvekst, men markert utlånsvekst fra private banker*

Veksten i kredittindikatoren har fortsatt å tilta. Innenlandsk kreditttilførsel økte med 1,3 prosent de siste tolv månedene til utgangen av april, og den underliggende veksten (tremånedersrate omregnet til årlig rate) var da 3,1 prosent. Forretnings- og sparebankenes utlån økte i løpet av dette året med 6,9 prosent. Økningen i banklånene har således ikke gått sammen med en tilsvarende vekst i samlet total kreditt, men skjedd parallelt med reduksjon i utlånene fra statsbankene, kredittforetakene og forsikringsselskapene. Dessuten har kreditten fra utlandet (lån direkte i utenlandske finansinstitusjoner og valutalån fra norske banker) fortsatt å falle. Samlet kreditt fra innen- og utenlandske kilder har derfor vært nær uendret det siste året.

Veksten i pengemengden – publikums likvide fordringer – var svært lav i 1993. Gjennom året økte den bare med 0,5 prosent. Årsaken til den lave veksten var at den finan-

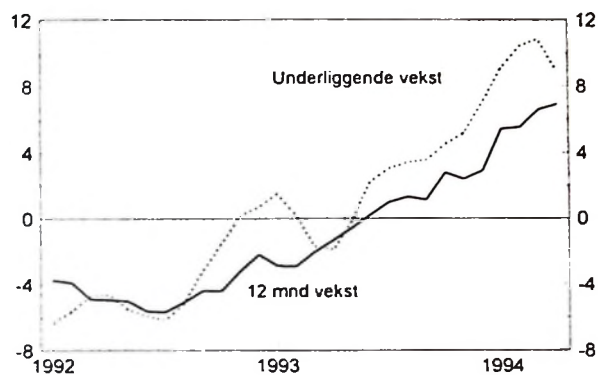
sielle sparingen heller ble plassert i obligasjoner og andre verdipapirer, jf. tabell 1.2. Den lave pengemengdeveksten gjennom 1993 skyldes også lavere rentekapitalisering i desember 1993 enn i 1992. Veksten i pengemengden har tatt seg opp i år og tolv månedersveksten fram til april var 3,8 prosent. Den økte veksten i pengemengden kan være et resultat av økt omsetning i økonomien der oppgjør for kjøp av varer og tjenester går inn på næringslivets transaksjonskonti.

Ser en pengemengdeveksten i sammenheng med den moderate veksten i kreditttilførselen har en ennå få indikasjoner på en oppgang i innenlandsk etterspørsel basert på nedbygging av fordringer og oppbygging av gjeld.

### Uendrede finansinvesteringer i publikumssektoren i 1993

Netto finansinvesteringer for bedrifter, husholdninger og kommuner under ett var uendret fra 1992 til 1993 og utgjorde 18 milliarder kroner i begge år. Dette indikerer at den finansielle konsolideringen, som vi har hatt i flere år, har stoppet opp. Både husholdningene og kommunene økte sine finansinvesteringer

Figur 1.7 Forretnings- og sparebankenes utlånsvekst siden januar 1992



Selv om publikums lånegjeld til innenlandske finansinstitusjoner falt kraftig gjennom 1993, har utlånene fra de private bankene vist positiv vekst siden midten av året. De tolv månedene fram til utgangen av april økte forretnings- og sparebankenes totale utlån med 6,9 prosent.

Kilde: Norges Bank

fra 1992 til 1993, men dette ble motsvart av et fall i bedriftenes finansinvesteringer.

Selv om husholdningenes finansinvesteringer økte når vi ser på 1993 under ett, viser

Tabell 1.2 Endringer i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner <sup>1)</sup>

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>1. Økning i fordringer</b>	<b>104</b>	<b>68</b>	<b>124</b>	<b>69</b>	<b>6</b>	<b>69</b>	<b>104</b>
1.1 Økte innenlandske bankinnskudd	40	19	30	21	9	34	-7
1.2 Økning i andre innenlandske fordringer	61	35	30	38	17	52	63
1.3 Økte fordringer på utlandet	14	8	11	22	1	-8	-5
1.4 Omvurdering av fordringsposter	-11	6	53	-12	-21	-9	53
<b>2. Økning i gjeld</b>	<b>177</b>	<b>141</b>	<b>165</b>	<b>39</b>	<b>-50</b>	<b>60</b>	<b>114</b>
2.1 Økt lånegjeld til innenlandske finansinstitusjoner	147	86	59	69	-5	46	-13
2.2 Økning i annen innenlandsk gjeld	53	26	23	9	-3	-4	37
2.3 Økt gjeld til utlandet	16	22	13	5	6	18	10
2.4 Omvurdering av aksjegjeld	-9	24	79	-5	-19	-18	67
2.5 Omvurdering av andre gjeldsposter	-30	-17	-9	-39	-29	18	13
<b>3. Netto fordringsøkning (1-2)</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-41</b>	<b>30</b>	<b>56</b>	<b>9</b>	<b>-10</b>
3.1 Bidrag fra transaksjoner (netto finansinvestering) herav husholdningene og kommuneforvaltningen	-102	-72	-24	-2	28	18	18
3.2 Bidrag fra kursgevinster og andre omvurderinger	29	-1	-17	32	27	-9	-28
<b>Memo:</b>							
<b>4. Netto fordringsøkning utenom omvurdering av aksjegjeld</b>	<b>-82</b>	<b>-49</b>	<b>38</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>-9</b>	<b>57</b>

<sup>1)</sup> Omfatter private (ikke-finansielle) foretak, statlige og kommunale foretak, samt husholdninger og kommuneforvaltning. Tallene er delvis basert på anslag.

Publikums netto fordringer eksklusive omvurderinger av aksjegjeld økte med hele 57 milliarder kroner gjennom 1993 (jf. linje 4), mens finansinvesteringene utgjorde 18 milliarder av dette (linje 3.1). Det er spesielt plasseringene i verdipapirer og forsikringskrav (linje 1.2) som har bidratt positivt til finansinvesteringene. På gjeldssiden har lånegjelden falt (linje 2.1), mens finansiering via aksjemarkedet og kapitalinnskudd (linje 2.2) har ført til økt gjeld. Husholdningenes og kommunenes finansinvesteringer økte fra 1992 til 1993, mens ikke-finansielle foretak etter disse foreløpige tallene hadde tiltakende netto opplåning.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kvartalstallene at det var en viss avmatning gjennom året. I fjerde kvartal lå finansinvesteringene 8 milliarder kroner lavere enn ett år tidligere.

### *Forskjellig utvikling i forretnings- og sparebanker*

Den sterke utlånsveksten fra bankene det siste året har i første rekke bakgrunn i en markert vekst i utlånene fra sparebankene, som har økt med nær 9 prosent. Forretningsbankenes utlån har i samme periode økt med knapt 5 prosent. Sparebankene har fortsatt å vokse, både når vi ser på forvaltningskapital og utlån. I forretningsbankene har reduksjonen i antall ansatte og antall filialer fortsatt.

Både forretningsbankene og sparebankene opplevde vesentlige reduksjoner i tap på utlån fra første kvartal i fjor til samme periode i år. Den sterkeste tapsreduksjonen fant sted i forretningsbankene. Samtidig falt verdipapirgevinstene relativt mest i sparebankene, slik at driftsresultatet nå er på om lag samme nivå i de to bankgruppene.

Rentenettoen i forretningsbankene har vist en positiv utvikling over de fire siste kvartalene, mens den falt noe i sparebankene, til tross for at det har funnet sted en sterkere reduksjon

i forretningsbankenes rentemargin. Både lavere volum av nullstilte lån og mindre belastning med å finansiere slike lån på grunn av lavere rentenivå, bidrar til høyere rentenetto. For forretningsbankenes del trekker også høyere innskuddsdekning i samme retning, og disse forholdene har således mer enn motvirket reduksjonen i rentemarginen overfor bankenes kunder og bortfallet av de subsidierte grunninnskuddene fra Norges Bank.

## 4 Perspektiver for norsk økonomi til 1998

Det mest sentrale spørsmålet i norsk økonomi i dag er om den konjunkturoppgangen vi nå har vil forsterkes og om den kan ledes over i en langsiktig vekst som ikke utløser et tiltakende pris- og kostnadspress. De anslag som presenteres nedenfor er basert på at norsk økonomi kan ledes over i en balansert utvikling. Dette er en *mulig* utvikling for norsk økonomi, der en rekke forutsetninger må være oppfylt. Anslagene har et tidsperspektiv på fem år. Med et slikt tidsperspektiv kan en klarere få fram mulige ubalanser som ikke trer klart fram på kort sikt og dermed avdekke de utfordringer en står overfor i den økonomiske politikken.

Et spesielt usikkerhetsmoment ved analyser av norsk økonomi i årene framover er valget av markedstilknytning i forhold til Europa forøvrig. For eksempel vil investeringsutviklingen i fastlandsøkonomien påvirkes av om Norge står innenfor eller utenfor EU, og hvilke valg våre naboland gjør. Prisutviklingen og utviklingen i de offentlige budsjetter vil også påvirkes av et medlemskap, for eksempel gjennom omlegging fra skjermingsstøtte til prisstøtte for landbruksprodukter og en tilpassning til europeisk prisnivå. I denne rapporten har en ikke innarbeidet forutsetninger om virkningene av et eventuelt EU-medlemskap. På tross av dette nødvendige forbeholdet er det av stor betydning for den økonomiske politikken å få klarlagt de underliggende drivkreftene i norsk økonomi og som vi må forholde oss til, enten vi blir EU-medlemmer eller ikke. Det er formålet med denne rapporten.

*Tabell 1.3 Resultattall for bankene. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital<sup>1)</sup>*

	Forretningsbanker		Sparebanker (30 største)	
	1.kv. 93	1.kv. 94	1.kv. 93	1.kv. 94
Nettorente	2,85	2,94	4,51	4,38
Netto kursgevinster på verdipapirer	0,53	-0,05	0,86	-0,23
Netto kursgevinster på valuta	0,32	0,42	0,11	0,05
Driftsresultat før tap	2,03	1,77	3,25	1,93
Tap	2,02	0,50	1,37	0,57
Resultat av ordinær drift	0,01	1,27	1,87	1,36
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	9,0	11,3	11,2	14,8
Memo: Rentemargin i prosent p.a.	5,5	4,8	5,1	4,7

<sup>1)</sup> Foreløpige tall

<sup>2)</sup> I prosent av risikovektet balanse.

Kilde: Norges Bank



### *Internasjonal økonomi er inne i en oppgangs-konjunktur*

Etter flere år med en svak utvikling i de land vi har sterkest økonomisk samkvem med, kan norsk økonomi de nærmeste årene dra nytte av økt etterspørsel og produksjon i andre land. Oppgangen er godt befestet i de engelskspråklige OECD-landene. Veksten er høy i USA og betydelig i Storbritannia. Det synes nå også klart at bunnpunktet ble passert i Kontinental-Europa i løpet av 1993 og at et moderat oppsving er i gang. I Japan ser omslaget ut til å ligge noe lenger fram i tid, men den mer ekspansive finanspolitikken samt stabilisering og en viss oppgang i eiendomspriser og aksjekurser, kan bidra til en moderat vekst mot slutten av 1994.

Drivkraften bak oppsvinget i Kontinental-Europa ventes på kort sikt å være nettoeksporten. Men etter hvert vil økt innenlandsk etterspørsel ta over som den viktigste drivkraft bak veksten, blant annet stimulert av den nedgang i de kortsiktige rentene som allerede har funnet sted. Vi har lagt til grunn at inflasjonen fortsetter å falle i Tyskland og at dette gir grunnlag for en ytterligere nedgang i det tyske rentenivået som forplanter seg videre til de øvrige europeiske landene. Beregningsmessig er det forutsatt at de kortsiktige tyske rentene i 1995 vil falle til 4 prosent.

BNP-veksten for Norges handelspartnere forventes å bli 2½ prosent i inneværende år og 3 prosent i 1995, mens vi for et halvt år siden la til grunn en BNP-vekst på 1½ prosent i

*Tabell 1.4 Anslag for BNP-vekst i noen viktige land. Prosentvis vekst fra foregående år.*

	BNP i faste priser			
	1993	1994	1995	1996-98
USA	3,0	4	3	
Japan	0,1	¼	2½	
Tyskland	-1,3	1½	2½	
Storbritannia	1,9	2½	3	
Sverige	-2,1	2½	3	
Finland	-2,6	2½	5	
Danmark	0,8	3½	3½	
Memo:				
OECD totalt	1,3	2½	3	2½
Norges handelspartnere	0,2	2½	3	2½

Kilde: OECD, IMF og Norges Bank

1994. Veksten i markedet for norske produkter, målt ved vareimporten til disse landene, kan dermed bli vel 5 prosent i 1994 og 7 prosent i 1995.

Vi har lagt til grunn at den økonomiske politikken utformes slik at konjunkturoppgangen internasjonalt ledes over i en mer stabil langsiktig vekst der inflasjonen holder seg under 3 prosent, og at dette i første rekke skjer ved en stram finanspolitikk. I så fall kan det være grunnlag for at rentene forblir lave også i årene framover.

### *Forutsetninger for en balansert økonomisk utvikling*

Den realøkonomiske situasjonen vi nå har i norsk økonomi, har flere likhetstrekk med utviklingen midt på 1980-tallet. Det private forbruket øker og boligmarkedet er preget av stigende priser og økning i igangsettingen. Samtidig er det utsikter til at den internasjonale konjunkturoppgangen slår inn over norsk økonomi i en fase der forbruksetterspørselen er i sterk oppgang. Det gjenstår å se om forbruks- og eksportetterspørsel drar med seg en sterk økning i investeringene i næringslivet, og om den fører til høyere pris- og lønnsvekst. En del viktige forhold har endret seg siden midt på 80-tallet. Skattereformen og den lave inflasjonen har gjort at realrenten etter skatt er vesentlig høyere nå. Dessuten er det grunn til å håpe at husholdninger, bedrifter og finansinstitusjoner har tatt lærdom av de feilene som ble begått den gang.

Vi har basert oss på at konjunkturoppgangen blir svakere, men til gjengjeld varer lenger enn det erfaringene fra 1980-tallet tilsier. Dette er dels basert på at husholdningene er forsiktige med å la formuesøkning slå ut i økt forbruk og at bankene har en forsiktig låneutmåling ved boligkjøp. Bedriftenes investeringer forutsettes også å reagere mer moderat på økt innenlandsk etterspørsel enn tidligere.

Pris- og kostnadsveksten er nå rekordlav. Det vi nå vet om lønnsoppgjørene i inneværende år og den tidsforskyving det normalt er fra etterspørselen etter arbeidskraft øker til lønnsveksten reagerer, innebærer at den lave pris- og lønnsveksten vil fortsette i 1994 og 1995.

Historiske erfaringer tilsier at vi etter hvert vil kunne få tiltakende kostnadsvekst når konjunkturoppgangen har vart lenge nok. Dette skjer i så fall i en situasjon der pris- og lønnsveksten internasjonalt er svært lav. Tiltakende lønnsvekst i Norge slår ut i svekket konkurranseevne for norsk næringsliv. Utviklingen i norsk økonomi vil dermed bli ubalansert. Aktiviteten i fastlandsøkonomien blir i økende grad avhengig av innenlandsk etterspørsel i en situasjon der utenlandsetterspørselen svekkes. En slik utvikling må før eller siden reverteres gjennom inntektspolitiske inngrep og tilstramminger i finans- og pengepolitikken.

Vi har lagt til grunn at vi unngår en slik utvikling. Norsk industris konkurranseevne er forutsatt å forbedres med ½ prosent pr år fra 1995 etter en forbedring på 2½ prosent i 1994. Dette krever ikke bare en produktivitsvekst på linje med våre handelspartnere, men også at lønnsveksten holder seg på 2½ prosent. Sammen med svært lav importert prisstigning, vil dette føre til at prisveksten holder seg under 2 prosent gjennom hele prognoseperioden.

Dette er pris- og lønnsvekst som ligger vesentlig lavere enn det vi har observert under

tidligere konjunkturoppganger. Ansvaret for å realisere en slik gunstig utvikling ligger hos partene i arbeidslivet, men dette må understøttes av en stram økonomisk politikk. Spesielt er det viktig å dempe oppgangen i etterspørselen hvis det er fare for at den blir så sterk at den setter i gang en selvforsterkende oppgang i boligmarkedet. Dette kan bli tilfelle hvis de selvregulerende mekanismer i finansinstitusjonene, husholdningene og bedriftene ikke virker som forutsatt, og setter i så fall sterke krav til etterspørselsreguleringen. Det tar tid før en finanspolitisk innstramming slår ut i privat etterspørsel og fram til lønnsveksten reagerer på dette igjen. Skal en unngå tiltakende pris- og lønnsvekst fra slutten av 1995 og senere, er det i 1994 og tidlig i 1995 at tiltakene må settes inn. Til gjengjeld behøver de ikke da å være av den krisekarakter som en må ty til når svekkelsen av konkurranseevnen først er et faktum.

#### Markert vekst i 1994 og 1995

Beregningsmessig har vi forutsatt at pengemarkedsrentene i Norge følger rentene i Tyskland. Dette innebærer et visst fall gjen-

Tabell 1.5 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år.

	1988-92	1993	1994	1995	1996-98
Privat konsum	-0,2	1,6	4%	3	2
Offentlig konsum	2,5	1,7	3%	1%	1%
Realinvesteringer i fast kapital	-5,5	14,9	6%	4	-1%
Fastlands-Norge	-7,0	-4,7	4%	6%	4%
Påløpte oljeinvesteringer	3,5	15,8	-7	-4%	-4%
Innenlandsk anvendelse	-0,6	4,4	4%	2	1
Herav: Fastlands-Norge <sup>1)</sup>	-0,9	0,7	4%	3	2%
Eksport	7,3	1,8	7	4	4
Olje og gass	12,2	5,8	12%	2%	2%
Andre varer	5,0	3,0	5%	7	5
Import	1,0	3,3	6%	3%	2%
Andre varer	0,2	2,2	7%	4	2
BNP	1,3	2,3	4	2%	2%
BNP, Fastlands-Norge	-0,3	1,9	2%	3	2%
Memo:					
Utførte timeverk, Fastlands-Norge	-1,2	0,3	1%	1%	1%
Sysselsatte personer	-0,8	0,1	1	1%	1%
AKU-ledighet	5,9 <sup>2)</sup>	6,0	5%	5	4% <sup>2)</sup>
Driftsbalanse, milliarder kroner	18,0 <sup>2)</sup>	17,1	22	29	67 <sup>2)</sup>
Konsumpriser	4,2	2,3	1%	1%	1%

<sup>1)</sup> Inklusive lagerinvesteringer, men eksklusive lagerinvesteringer i plattformer under arbeid.

<sup>2)</sup> Utgangen av perioden

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

nom 1994 og 1995, og at realrentene holder seg nær uendret i årene framover. Pengepolitikken gir imidlertid en sterk stimulans direkte på husholdningenes inntekter og gjennom den prisoppgang på boliger i annenhåndsmarkedet som rentefallet fram til nå har ført til. Dette er en viktig drivkraft bak etterspørselsøkningen i 1994 og 1995, og privat konsum når en veksttakt på 4½ prosent i år og 3 prosent i 1995. Forbruksveksten faller gradvis, og i 1998 er den igjen nede på 2 prosent. Den internasjonale konjunkturoppgangen medfører at eksporten øker sterkere enn vi har sett de siste årene og kommer opp i 5-7 prosent. Nettoeksporten vil gi positive stimulanter til økonomien og motvirke avdempingen av veksten i forbruket fra 1995. Økt etterspørsel, sammen med moderat lønnsutvikling og fortsatt lave renter, stimulerer i neste omgang til vekst i investeringene i bedriftene i fastlandsøkonomien. Veksten kan bli omkring 6½ prosent i 1995 og stabiliserer seg så på dette nivået. Oljeinvesteringene som nå tilsvarer 6½ prosent av BNP, nådde en topp i 1993 og er antatt å falle med 7 prosent i år, og vel 4 prosent pr år deretter.

Dette gir et bilde der bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge øker med 2¼ prosent i år og 3 prosent i 1995. Deretter er veksten 2½ prosent. Sysselsettingen er anslått å vokse med 1-1½ prosent, men virkningen på arbeidsledigheten blir noe motvirket av økt arbeidstilbud og reduksjon i arbeidsmarkeds tiltakene. Arbeidsledigheten, slik den måles i Arbeidskraftundersøkelsen (AKU), faller gradvis til 4½ prosent.

#### *Vi kan risikere tiltakende lønnsvekst*

Framskrivningene er basert på Norges Banks økonometriske modell RIMINI. Våre forutsetninger om og anslag for den økonomiske utviklingen innebærer at vi på en rekke punkter har valgt å avvike fra modellens mekanismer. Avvikene er delvis begrunnet i en vurdering av at modellen ikke fanger opp alle relevante forhold, eller at en ikke lenger kan basere seg på de historiske erfaringene. Dels er avviket bestemt ut fra krav til den økonomiske utviklingen slik tilfellet er for lønnsveksten. Korreksjonene av modellen er nærmere omtalt i en egen ramme.

Uten forutsetningen om lønnsveksten, og uten våre øvrige korreksjoner i modellen, ville timelønnsveksten i industrien ligge nærmere 6 prosent i 1998, og lønnsnivået ville da ligge 9 prosent høyere enn vårt forløp innebærer. Isteden for en bedring i konkurranseevnen på ½ prosent årlig gjennom perioden 1995-98, vil vi da få en årlig svekkelse av konkurranseevnen på 1¼ prosent.

Flere forhold underbygger imidlertid at det er mulig å opprettholde den lave pris- og kostnadsveksten. Det faktum at arbeidsledigheten er høyere enn noen gang i etterkrigstiden, tilsier moderat lønnsvekst. Dessuten viser de erfaringene en nå har at reallønnsveksten ikke har vært vesentlig høyere i perioder med høye nominelle tillegg enn i de årene vi har hatt mer moderat lønnsvekst. Dette er også en grunn til at de nominelle lønnskravene kan bli mer moderate enn tidligere.

På den annen side er det andre forhold som medfører at det kan bli vanskelig å holde lønnsveksten under kontroll. Det er grunn til å tro at det også er endringer i, og ikke bare nivået på arbeidsledigheten som har betydning for lønnsutviklingen. Når ledigheten ikke lenger stiger, vil faren for oppsigelser virke nokså fjern for de som er i jobb. Selv om rammen i de sentrale oppgjørene kan holdes moderate, er det et åpent spørsmål om de lokale oppgjørene gir en samlet lønnsutvikling som gir mulighet for å få de arbeidsledige inn i jobb.

Selv om ledigheten fortsatt er høy for økonomien sett under ett, kan det være forskjeller fra sektor til sektor. Spesielt innen bygg- og anleggssektoren har man hatt en markert reduksjon i sysselsettingen de siste årene, samtidig som rekrutteringen til denne bransjen har vært lav. Når byggevirksomheten nå tar seg opp, kan man forholdsvis raskt oppleve knapphet på kvalifisert arbeidskraft.

Hvorvidt et strammere arbeidsmarked innen enkelte sektorer vil føre til økte lønninger, vil sannsynligvis avhenge av oppgjørsformen. Vi har de senere år hatt sentrale oppgjør med rammer for de lokale tilleggene. Årets lønnsforhandlinger gjennomføres forbundsvis, og uten at det er lagt rammer for lokale tillegg. Hvis vi får oppgjør der rammer for lokale tillegg ikke står i et klart definert forhold til de sentralt fastlagte tilleggene også

### Ramme: Nærmere om modellkorreksjonene

RIMINI-modellen er en økonometrisk kvartalsmodell, utviklet av Utredningsavdelingen i Norges Bank. I slike modeller vil det alltid være forhold som ikke er belyst tilfredsstillende, ved at viktige sider ved økonomien må bestemmes utenfor modellen. For eksempel har det hittil ikke lyktes å finne en sammenheng mellom boliginvesteringene og de forklaringsvariable som a priori synes relevante. Siden tallfestingen av likningene er foretatt på grunnlag av historien, ligger det også en usikkerhet i at adferden kan ha endret seg etter den perioden estimeringen av modellens atferdsammenhenger bygger på. Modellens mekanismer ble noe nærmere omtalt i en tilsvarende ramme i Penger og Kreditt 4/93.

Når modellbrukernes oppfatninger om adferden avviker fra modellen, blir det nødvendig å legge til grunn en del skjønsmessige vurderinger når en skal utarbeide en prognose for norsk økonomi. Dette gjelder ikke bare de variablene som blir bestemt utenfor modellen, men også de modellbestemte. Konkret gjøres dette ved å legge til eller trekke fra modellens resultater for enkeltvariable, såkalt overstyring.

Denne gangen er det i framskrivningene forutsatt at adferden som ligger til grunn for lønnsfastsettelsen ikke blir slik den tallfestes på grunnlag av historien, men at partene i arbeidslivet i hovedsak følger opp Sysselsettingsutvalgets anbefalinger.

I tabell 1.6 ser vi effekten av å fjerne overstyringer av noen viktige enkeltvariable. Vi ser da bort fra overstyringer som er mer «teknisk»

begrunnet. Vi presenterer videre bare den direkte virkningen på variabelen selv. Tallene i tabellen viser *bidrag til den prosentvise veksten*.

Før prognoseperioden viser dette hvordan disse variablene er overstyrt *direkte*. For den historiske perioden, dvs. 1992 og 1993, viser derimot korreksjonsleddene hvorledes modellens relasjoner har truffet de historiske dataene. For 1994 har vi både rene overstyringer og korreksjoner som skyldes at modellen har bommet året før. En kan for eksempel få inntrykk av at konsumprisveksten og eksportveksten er kraftig nedjustert i 1994. Dette skyldes imidlertid at modellen undervurderte utviklingen i disse variablene i 1993.

*Investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge* er nedjustert med den begrunnelse at akselleratormekanismene, som er bestemmende for investeringsutviklingen, er for sterke. Det fremgår at uten overstyring ville konjunkturforløpet bli svært markert. Ikke bare forløpet, men også nivået på investeringene er nedjustert. Dette er motivert ut fra vår oppfatning om at investeringsratene ikke vil bli så høye som de var på 1980-tallet.

*Eksportvolumet* er oppjustert fordi vi mener eksportlikningen i modellen undervurderer utviklingen. Vi har lagt til grunn at Norges markedsandeler i utlandet vil holde seg om lag på dagens nivå ut framskrivningsperioden.

*Importvolumet* er også oppjustert fordi det ser ut som modellen undervurderer utviklingen. Særlig gjelder dette i år og neste år. Årsaken kan være at modellen ikke fanger opp økningen i importandelen i en konjunkturoppgang.

Tabell 1.6 Foretatte modellkorreksjoner. Korreksjonsleddets bidrag til den prosentvise veksten.

	1992	1993	1994	1995	1996-1998 <sup>1)</sup>
Privat konsum	0,1	-2,1	-0,8	-1,1	0,1
Private investeringer					
Industri, bygg og anlegg	2,8	-5,8	-6,0	-6,6	3,7
Varehandel og tjenesteyting	10,5	-3,5	-14,2	-4,2	3,3
Eksportvolum i alt	4,7	-0,8	-2,7	8,0	2,6
Importvolum i alt	0,4	-0,1	4,5	0,5	-0,5
Konsumpriser	-0,3	0,9	-1,4	0,3	0,0
Timelønn					
Industri, bygg og anlegg	1,8	1,0	-2,0	-0,4	-1,1
Tjenesteyting og varehandel	-1,3	-1,1	2,2	-1,3	-0,8
Husholdningenes gjeld	-0,7	-1,3	0,4	-1,8	-4,3

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig årlig bidrag

Kilde: Norges Bank

Når det gjelder lønnsveksten, er denne nedjustert for å gi en gjennomsnittlig årlig lønnsvekst på rundt 2½ prosent i hele perioden. Vi har altså lagt til grunn at vi vil lykkes i å få en utvikling med et svært moderat nominelt forløp.

Vi legger også til grunn at både husholdninger og banker har lært av erfaringene fra 1980-tallet. Dette kommer til uttrykk ved at husholdningenes gjeldsvekst er kraftig nedjustert. Uten justering ville husholdningenes gjeld ligge 15 prosent høyere i 1998.

Endelig har vi justert ned privat konsum direkte i konsumfunksjonen. Dette kommer altså i tillegg til de negative effektene vi får på konsumet ved blant annet nedjustering av lønns- og gjeldsvekst. Motivet for denne nedjusteringen kan sies å være at ut fra erfaringene fra 1980-tallet og den høyere realrenten etter skatt ønsker husholdningene å spare mer i denne konjunkturoppgangen.

Tabell 1.6 viser de korreksjoner vi har gjort på hvert enkelt område i modellen, og som ligger til grunn for våre anslag for den økonomiske utviklingen. Fjernes korreksjonene slik at modellen i større grad lar de historiske erfaringene slå igjennom, får vi en total virkning på de enkelte variable som ikke bare gjenspeiler at denne variabelen ikke lenger er overstyrt, men også tilbakevirkningene fra andre variabler. For eksempel vil konsumet ikke bare gjenspeile at vi ikke lenger overstyrer dette, men også at endringer i investeringene kan påvirke konsumet.

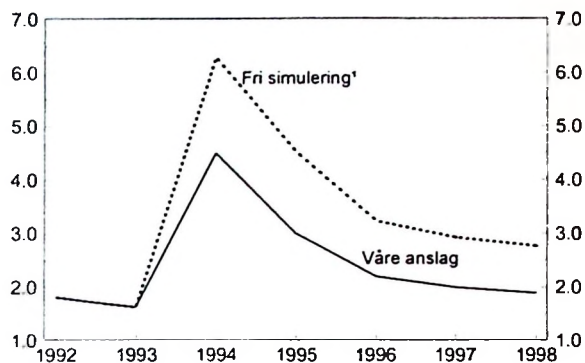
Uten korreksjoner – annet enn de som er nødvendige for å korrigere for åpenbare feil i modellen og for å tilpasse modellen til den faktiske utvikling fram til begynnelsen av 1994 – viser modellen et langt mer markert konjunkturforløp enn våre anslag medfører. Konsumveksten ville nådd en topp på over 6 prosent i år, for deretter å avta gradvis til 2½ prosent i 1998. En sterk vekst i boligprisene, og dermed i husholdningenes formue ville føre til et kraftig fall i spareraten.

Investeringsveksten innen industri, bygg og anlegg ville bli noe høyere når vi ser framskrivningsperioden under ett, og vi ville fått et kraftig konjunkturforløp med 20 prosent vekst i 1995 og 2 prosent mot slutten av perioden.

Sysselsettingen ville være høyere gjennom hele perioden, og i 1998 ville antall lønnstagere være 20 000 høyere enn våre anslag. Lønnsveksten og prisveksten ville ta seg opp, og konkurranseevnen ville svekkes med 9 prosent gjennom perioden i forhold til våre anslag.

Figur 1.8 Forbruks- og lønnsutvikling med og uten korreksjoner av modellen

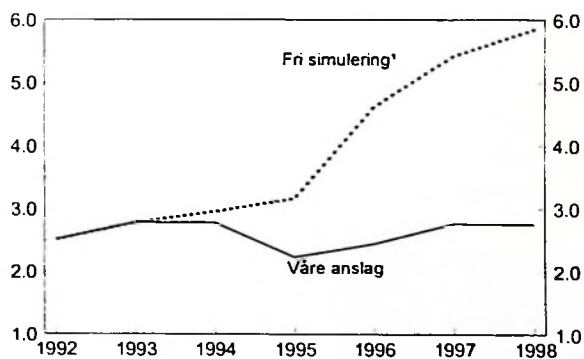
a Privat konsum (prosentvis vekst fra foregående år)



\* Kun tekniske justeringer

Et anslag for den økonomiske utviklingen basert på at denne blir i samsvar med de historiske erfaringer, innebærer et langt mer markert konjunkturforløp enn de anslag vi har lagt til grunn. Konsumveksten kan i år komme opp i 6 prosent. Samtidig vil lønnsveksten gradvis tilta og nå nærmere 6 prosent i 1998. Konkurranseevnen blir dermed 7 prosent svakere enn i 1994.

b. Lønnsvekst i industri, bygg og anlegg



\* Kun tekniske justeringer

Kilde: Norges Bank

i årene framover, er det sannsynlig at lønnsveksten tar seg opp i bransjer med knapphet på arbeidskraft.

Under nedgangskonjunkturen har driftsmarginene blitt markert svekket i bygg- og anleggssektoren. Det er derfor grunn til å tro at lønnsøkninger i denne sektoren vil måtte slå nokså direkte ut i prisene. Dette vil i så fall innebære økte kostnader for norsk økonomi for øvrig, noe som i neste omgang kan føre til en økning i det generelle prisnivået.

### *Husholdningene leder an i konjunkturoppgangen....*

Husholdningenes realdisponible inntekt er antatt å øke med vel 2½ prosent årlig gjennom prognoseperioden. Dette skyldes for det første en økning i reallønningene på 1 prosent, men sysselsettingsveksten vil også bidra betydelig. Med uendrede skattesatser vil dette innebære økte skatteinnbetalinger fra husholdningene. Rentefallet vil isolert sett redusere inntektene, siden husholdningssektoren har positive netto rentebærende fordringer. Vi legger imidlertid til grunn at sektoren vil fortsette å øke sine netto fordringer i årene framover. Dette vil motvirke effekten av lavere renteinntekter og bidra til å trekke inntekten opp.

Verdien av husholdningenes formue økte langt kraftigere gjennom 1993 enn vi tidligere har lagt til grunn. Det skyldtes i første rekke en markert verdistigning på verdipapirer, men også veksten i verdien av boligformuen ble noe sterkere enn vi hadde ventet. Behovet for sparing er således lavere enn vi tidligere har lagt til grunn, og vi har anslått veksten i privat konsum til 4½ prosent i år og 3 prosent neste år. For årene 1996-98 innebærer anslagene en gjennomsnittlig vekst på 2 prosent pr år.

Våre anslag innebærer at sparingen som andel av disponibel inntekt reduseres fra 5,3 prosent i fjor til omkring 3½ prosent i år. Denne reduksjonen i spareraten må sees i sammenheng med en vesentlig reduksjon i inntekten fra de såkalte «fremmede rentene», som fører til lavere vekst i husholdningenes inntekter og dermed nedgang i spareraten. Dette er renter på husholdningenes forsikringskrav, og siden dette er midler som er bundet opp over lang tid, er det grunn til å tro

Tabell 1.7 Husholdningenes tilpasning

	1993	1994	1995	Gjennomsnitt 1996-98
Prosentvis vekst i:				
Privat konsum	1,6	4½	3	2
Disponibel realinntekt	2,4	2½	3	2½
Herav bidrag fra:				
-Reallønn	0,9	2	1½	2
-Stønader fra det offentlige	0,8	¼	¼	½
-Skatter	-1,2	-1¼	-1	-1
-Netto renteinntekter	0,6	¼	¼	¼
Andel av disponibel inntekt:				
Netto realinvesteringer	-0,7 <sup>1)</sup>	-0	¼	½
Netto finansinvesteringer	6,0 <sup>b)</sup>	3½	3	4
Sparing	5,3	3½	3¼	4½

<sup>1)</sup> I denne tabellen er sparingen i samsvar med nasjonalregnskaps tall. Finansinvesteringene er residualt bestemt ut fra anslag på husholdningenes netto realinvesteringer. For 1993 er dermed finansinvesteringene i denne tabellen forskjellig fra anslag basert på Kreditmarkedsstatistikken. Norges Banks database FINDATR anslår husholdningenes finansinvesteringer i 1993 til 38 milliarder kroner, det vil si 9,5 prosent av disponibel inntekt.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

at endringer i disse inntektene har liten effekt på det løpende forbruket. Fallet i fremmede renter betyr isolert sett et fall i spareraten på 1½ prosentpoeng fra 1992 til 1994. Fra 1996 legger vi til grunn at spareraten vil ta seg noe opp igjen, slik at den ved utgangen av prognoseperioden kommer opp i 5 prosent. Boligprisoppgangen og fallet i rentenivået stimulerer til at en stadig større del av sparingen skjer i form av boliginvesteringer, men også netto finansinvesteringer øker målt som andel av inntekten. Anslagene innebærer at husholdningenes netto finansformue øker fra 40 prosent av inntekten i 1993 til nærmere 50 prosent i 1998.

I sparebegrepet inngår ikke husholdningenes kjøp av varige forbruks-goder. Det er grunn til å tro at husholdningene til en viss grad betrakter kjøp av slike goder som sparing. I likhet med tidligere konjunkturoppganger, ser vi også nå at salget av varige konsumgoder øker mer enn forbruket for øvrig. Vi antar at konsumet av slike varer i årene framover vil øke noe mer enn annet konsum, i første omgang på grunn av et behov for utskiftninger. Slik sett antas altså husholdningene å bygge opp kapital i større grad enn

det spareraten gir uttrykk for. En korrigeret sparerate, der slike kjøp regnes som investering og deretter avskrives, vil øke fra i underkant av 4 prosent i 1993 til nærmere 7 prosent i 1998.

Vi har antatt at husholdningene vil være mer forsiktige i sin adferd enn det observasjoner fra 1980-tallet tilsier. For det første har husholdningene sett at boligprisene kan falle. De vil derfor være forsiktigere med å ta økt boligformue ut i forbruk. Dessuten er det flere forhold som taler for at det er en underliggende trend i retning av økt sparerate. Sammenliknet med andre land er spareraten i Norge svært lav, og i et litt lengre historisk perspektiv er dessuten realrentenivået fortsatt høyt.

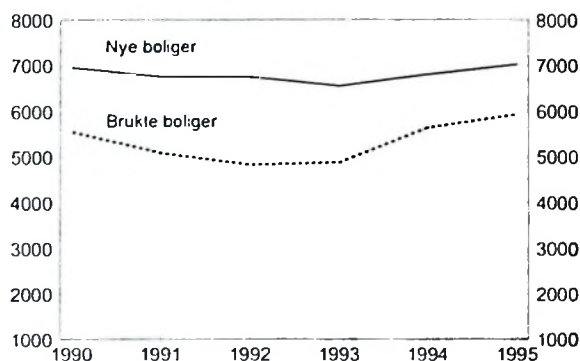
### Markert økning i boligprisene

Selv uten ytterligere vekst i boligprisene etter første kvartal i år, vil vi få en vekst på om lag 10 prosent fra 1993 til 1994. Det er fortsatt et betydelig gap mellom prisene på nye og brukte boliger, og dersom rentenivået holder seg lavt også i tiden framover er det grunn til å vente ytterligere vekst i boligprisene. Vi har anslått at den nominelle prisveksten på brukte boliger vil bli rundt 15 prosent i år. For neste år har vi lagt til grunn en vekst omkring 5 prosent, og gjennomsnittlig 1–2 prosent årlig de neste tre årene. Alt i alt gir dette en realprisvekst i overkant av 15 prosent fra 1993 til 1998. Vi har da lagt til grunn en forsiktig låneutmåling fra bankenes side, noe som demper oppgangen i boligprisene og dermed også forbruksveksten.

Økningen i prisene i annenhåndsmarkedet vil stimulere til økt boligbygging, både som følge av at forskjellen mellom prisene på nye og brukte boliger blir redusert, og fordi husholdningenes formue øker. Vi har anslått at boliginvesteringene vil stige med 20 prosent i år og 15 prosent neste år, men at veksttakten gradvis vil falle ned til 0 ved slutten av framskrivningsperioden. Anslagene innebærer at boligbyggingen tar seg opp fra 19 000 igangsatte boliger i år, til omkring 25 000 i 1998.

I et vedlegg til dette kapitlet har vi beregnet realrenten etter skatt for Norge og noen andre land, og drøftet betydningen for det norske boligmarkedet.

Figur 1.9 Boligprisutviklingen. Nye og brukte boliger, 1990–95. Kroner pr. kvadratmeter.



Boligprisene i annenhåndsmarkedet har steget med 17 prosent siden bunnen ble nådd i fjor. Vi ventet at prisene vil fortsette å stige markert i inneværende og år.

Kilde: ECON Byggsanalyser, Norges Eiendomsmeglerforbund, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Økt etterspørsel vil i neste omgang stimulere bedriftsinvesteringene

Siden nedgangskonjunkturen satte inn på slutten av 1980-tallet har det vært en betydelig overskuddskapasitet i bedriftene, og det er derfor grunn til å anta at finansieringskostnadene har hatt relativt liten betydning for nyinvesteringene. Etter hvert som økt etterspørsel reduserer overskuddskapasiteten, vil lave renter virke positivt på investeringene.

Bedringen i den kostnadmessige konkurransevnen gjør at Norge klarer å beholde markedsandelene på eksportmarkedet. Den markedsveksten som følger av oppgangskonjunkturen internasjonalt vil dermed etter hvert virke positivt på industriinvesteringene.

Med dette utgangspunktet har vi anslått nullvekst i industriinvesteringene i år, 7½ prosent neste år, og deretter en vekst på om lag 8 prosent årlig i perioden 1996–98. Anslagene innebærer imidlertid at investeringene som andel av bruttoproduktet, investeringsraten, vil stige forholdsvis svakt i årene framover. I 1998 når investeringsraten innen industrien 14 prosent.

Tabell 1.8 Bruttoinvesteringer etter næring. Milliarder kroner i 1991-priser og årlig volumvekst i prosent

	Milliarder kroner		Prosentvis årlig vekst	
	1993	1994	1995	Gj.snitt. årlig vekst 1996-98
Påløpte oljeinvesteringer <sup>1)</sup>	52,0	-7	-4%	-4%
Oljeboring og utenriks sjøfart	3,0	...	...	...
Fastlands-Norge, fast kapital	87,3	4%	6%	4%
Bedrifter	53,3	3%	6%	6%
Herav: Industri og bergverk	13,3	0	7%	8%
Varehandel og privat tjenesteyting	33,8	5%	7	6%
Boliger	11,4	20	15	4
Offentlig forvaltning	22,6	-2	1	1
Varelagre uten plattformer <sup>2)</sup>	-5,0	½	0	-½
Bruttoinvesteringer i alt	137,3	1%	2%	1%
Bruttoinvesteringer i fast kapital	152,5	6%	½	-1%

<sup>1)</sup> Investeringer i oljeutvinning og rørtransport og endring i lager av oljeplattformer under arbeid.

<sup>2)</sup> Volumvekstratene gir endring i lagerinvesteringene i prosent av bruttonasjonalprodukt året før.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Investeringsratene er betydelig lavere enn hva de var gjennom hele første halvdel av 80-tallet. Dette skyldes delvis at bedriftene i dag står overfor en vesentlig høyere realrente, både før og etter skatt. Vi har også lagt til grunn at produsentene, med den sterke konjunkturedgangen friskt i minne, vil være noe mer tilbakeholdne med nyinvesteringer. Økt konkurranse fra lavkostnadsprodusenter i Øst-Europa og fortsatt overskuddskapasitet trekker i samme retning.

Det er i første rekke investeringene innen tjenesteyting og varehandel som vil være følsomme overfor økningen i innenlands etterspørsel. Den store beholdningen av forretningsbygg vil dempe veksten i investeringene, men vi har likevel anslått investeringsveksten innen tjenesteytende næringer til å bli 5½ prosent allerede inneværende år og 7 prosent neste år. Utbyggingen av Gardermoen vil slå sterkt ut i investeringsveksten i år, men også i årene framover vil dette prosjektet bidra vesentlig. Konjunkturoppgangen kan føre til at investeringsveksten blir sterkere dersom likeveksten i markedet for forretningsbygg kommer raskere enn vi har lagt til grunn. På den annen side må en også ta hensyn til at tjenesteytende næringer etter hvert vil bli mer konkurranseutsatt, noe som kan dempe investeringene.

Totalt innebærer anslagene at investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge øker med 3½ prosent i år, 6½ prosent neste år, og 7 prosent i årene 1996-98. Dette kan virke lavt, også sett i sammenheng med at den økonomiske integrasjonen og utvidelsen av markedsadgangen for norske produsenter gjennom EØS-avtalen kan bidra til høyere innenlandske investeringer. En samlet vurdering av investeringsutviklingen er imidlertid vanskelig før spørsmålet om medlemskap i den Europeiske Union er avklart i alle de nordiske land.

#### *Økt oljeproduksjon sikrer økt overskudd i utenriksøkonomien*

Gitt at norsk industri beholder sine markedsandeler på eksportmarkedene, tilsier konjunkturoppgangen internasjonalt at eksporten tar seg markert opp de neste årene. Veksten i eksport av tradisjonelle varer er på denne bakgrunn anslått til 5½ prosent i år, 7 prosent neste år og 5 prosent i gjennomsnitt for årene 1996-98.

Konkurranseevneforbedringen bidrar også til at norske produsenter klarer seg bedre på hjemmemarkedet. Men vi må vente at en relativt stor del av økningen i konsumet vil kom-



Tabell 1.9 Komponenter på driftsbalansen. Milliarder kroner

	1993	1994	1995	1998
Eksport	318	337	361	433
Petroleum	104	106	117	137
Skip og plattform	11	10	10	12
Tradisjonelle varer	113	124	138	171
Bruttofrakter skipsfart	47	46	48	58
Øvrige	43	51	48	55
Import	268	291	307	351
Skip og plattform	13	14	14	15
Tradisjonelle varer	158	171	180	206
Skipsfartens konsum i utlandet	27	27	28	34
Øvrige	70	79	85	96
Eksportoverskudd	50	45	54	82
Tradisjonell varebalanse	-45	-47	-42	-34
Rente- og stønadsbalansen	-33	-23	-25	-15
Driftsbalansen	17	22	29	67
Nettogjeld til utlandet pr. 31.12 <sup>1)</sup> i prosent av BNP	8	6	3	-14

<sup>1)</sup> Ved beregningen av nettogjeld overfor utlandet er det tatt hensyn til omvurderinger på grunn av valutakursendringer. Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn uendrede valutakurser ut 1998.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1.10 Finansinvesteringer etter sektor. Milliarder kroner

	1993	1994	1995	1998
Offentlig sektor inkl. Norges Bank	-18	-26	-23	-10
Husholdningene	24	14	13	21
Finansinstitusjonene	14	15	15	12
Private foretak <sup>1)</sup>	-2	13	20	42
Totalt	17	22	29	67

<sup>1)</sup> Inklusive statistiske avvik

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

me i form av «luksusgoder» som reiser, klær, og varige forbruksgoder. Dette er produkter med høy importandel i Norge. Fallet i realrentenivået siden 1991–92 stimulerer dessuten ytterligere til økt konsum av varige forbruksgoder. Importen ventes derfor å stige noe mer enn samlet etterspørsel, og vi har lagt til grunn en vekst i importen på 6½ prosent i år, 3½ prosent neste år og 2½ prosent i gjennomsnitt over årene 1996–98.

Normalt vil en internasjonal konjunkturoppgang føre til økt vekst i råvareprisene. Den tradisjonelle norske vareeksporten er i stor grad råvarebasert, og vi har anslått prisveksten på tradisjonelle varer til 3¼ prosent i år, 2¼ prosent neste år, og 1¼ prosent årlig i gjennomsnitt de neste tre årene. Importprisveksten

er i stor grad bestemt av pris- og kostnadsveksten i utlandet, slik at vi de første årene får en noe lavere vekst her enn i eksportprisene. På lang sikt innebærer lavere lønnsvekst i Norge enn andre land også lavere prisvekst for norske produkter. Alt i alt vil bytteforholdet for tradisjonelle varer være om lag uendret perioden sett under ett.

Overskuddet på driftsbalansen ventes å øke kraftig i perioden, fra 22 milliarder kroner i år til 67 milliarder kroner i 1998. Økt eksport av olje og gass bidrar alene med 31 milliarder kroner til denne forbedringen, mens redusert rente- og stønadsunderskudd bidrar med 8 milliarder kroner. Også nettoeksporten av tradisjonelle varer øker i perioden. Det vil imidlertid fortsatt være et betydelig underskudd

for Fastlands-Norge, om lag 75 milliarder kroner i 1998. I beregningene er det forutsatt en oljepris på 110 kroner i 1994 og uendret realpris i årene framover. Den sterke veksten i driftsoverskuddet kommer til tross for en betydelig importvekst de første årene og en forutsetning om relativt lave oljepriser gjennom hele perioden.

#### *Fortsatt underskudd, men en viss bedring i statsfinansene*

I tråd med Regjeringens økonomiske opplegg har vi lagt til grunn en viss reduksjon i det statlige budsjettunderskuddet de nærmeste årene. Økt formuesskatt og økte avgifter i år bidrar til økte inntekter, mens vi på utgiftssiden legger til grunn at realveksten i stønader utenom dagpenger ved arbeidsledighet i 1994 blir vesentlig lavere enn BNP-veksten. Hoveddelen av offentlig konsum er lønnsutgifter, og siden 1986 har offentlig sektor stått for en stadig økende andel av sysselsettingen. Konjunkturoppgangen fører til sysselsettingsvekst i privat sektor de nærmeste årene. Det blir således rom for dempet vekst i offentlig konsum. Vi har anslått en realvekst i 1994 og 1995 på henholdsvis 3% og 1% prosent, og 1% prosent årlig i perioden 1996-98. I tillegg vil den markerte konjunkturoppgangen med økt privat konsum, sysselsetting og høyere verdi av privat formue, innebære et større skattegrunnlag for staten. I motsatt retning trekker en negativ utvikling i statens rentebalanse. Gitt en økning i produksjonen av olje og gass fra 1993 til 1998 på 25 prosent, vil statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten med vårt anslag for oljeprisen øke fra 23 milliarder kroner i år til nærmere 42 milliarder kroner i 1998, en vesentlig del av dette kommer i form av reduserte investeringer.

Underskuddet i offentlig forvaltning målt ved påløpte nettofinansinvesteringer som andel av BNP, vil dermed bedres de nærmeste årene. Vi venter en reduksjon fra 2½ prosent av BNP i år til 2¼ prosent i 1995 og 1¼ prosent i 1996 og en ytterligere reduksjon etter dette. Bak denne forbedringen ligger både et positivt bidrag fra stabilisatorene og en bedring i strukturelle forhold, i tillegg til økte oljeinntekter. I år innebærer oljeprisfallet en

svekkelse i forhold til året før, men innstramningen i finanspolitikken sammen med konjunkturoppgangen fører totalt til en viss styrking av budsjettet.

## 5 En balansert utvikling

Spørsmålet er ikke lenger om vi er inne i en oppgangskonjunktur, men heller hvor langt vi er kommet og hvor sterkt oppsvinget er. De økonomiske indikatorene viser at oppgangen har vært sterkere enn hva vi trodde helt fram til for kort tid siden.

Et lavere realrentenivå enn tidligere på 1990-tallet gir grunnlag for økt produksjon og sysselsetting i privat sektor etter mange år hvor ekspansjonen er kommet i offentlig sektor. En balansert utvikling i norsk økonomi er avhengig av at pris- og kostnadsveksten holdes under kontroll. Med en fortsatt forbedring av den kostnadsmessige konkurranseevnen, vil norske produsenter kunne opprettholde markedsandeler på ute- og hjemmemarked. Utenlandsetterspørselen vil dermed gi stimulanse til fastlandsøkonomien.

Den importerte prisstigningen blir lav i årene framover. Det gjør det lettere å holde prisveksten nede. Men det reflekterer også lav lønnsvekst og fortsatt produktivitetsvekst i våre konkurrentland. Kravet om fortsatt forbedring av konkurranseevnen blir desto vanskeligere å oppfylle.

Dette stiller krav om effektivisering i norske bedrifter og en lavere lønnsvekst enn i andre land, og innebærer en ytterligere vridning i inntektsfordelingen i favør av bedriftene. Forsterkingen av eierinntektene må i neste omgang gå med til å styrke produksjonsgrunnlaget ytterligere, enten ved investeringer i egen bedrift eller gjennom et aksjemarked som kanalisere sparingen til de områder der den kaster mest av seg.

Forutsetningene for fortsatt moderate inntektsoppgjør skulle være de beste. Prisstigningen er rekordlav. De siste års moderasjon har ikke ført til lavere kjøpekraft, tvert om har lave nominelle tillegg gjennomgående falt sammen med markerte kjøpekraftsforbedringer. Det har tatt lang tid å komme i en slik situasjon, og mange forutsetninger må være oppfylt om den skal vare ved. En manglende budsjettkonsolidering kan føre til at oppgang-

en blir for sterk, med generell tiltakende pris- og kostnadsvekst som resultat. I tillegg kan overoppheting i bolig- og eiendomsmarkedet og tilhørende kostnadsimpulser fra byggebransjen gi et ekstra skift oppover i prisveksten. Disse forholdene kan i neste omgang underminere bedringen i norsk næringslivs konkurranseevne fra 1988 og fram til i år.

Forhåpentligvis har husholdninger, bedrifter og finansinstitusjoner lært av de feil som ble gjort, men vi ser allerede flere paralleller til utviklingen på 1980-tallet. Konsumoppgangen har blant annet bakgrunn i en sterk stigning i boligprisene. En stabilisering av boligmarkedet har vært en viktig forutsetning for å bryte den svake utviklingen i norsk økonomi. Etter flere år med lav boliggetterspørsel og reell nedbygging av boligkapitalen og beholdningen av varige konsumgoder, må en forvente at husholdningene igjen begynner å investere i realkapital framfor finanskapital. Om dette tar form av en nivåheving av slike investeringer, bør det ikke ha sterke virkninger for norsk økonomi. Faren er at det settes i gang en prosess der det kjøpes ut fra forventninger om prisgevinster på boliger og der slike prisgevinster tas ut i økt forbruk. Om prisene i boligmarkedet bringes ut av takt med en underliggende kostnadsforhold, må utviklingen før eller siden reverseres.

Lavere nominelle renter betyr ikke nødvendigvis at låneopptak er billig. Riktignok er gjeldsbelastningen redusert etter flere år med svært høye realrenter etter skatt, men samtidig er prisstigningen redusert, og ikke minst endringene i skattesystemets utforming gjør at låneopptak nå er langt dyrere enn under den forrige oppgangskonjunkturen. De siste måneders utvikling i de lange rentene viser også at et rentefall kan slå om i renteøkning.

Kampen om bankenes markedsandeler var

sterk i den forrige oppgangskonjunkturen. Veksten i bankutlånene er nå tiltakende. Veksten kommer fra et lavt nivå, og er i stor grad basert på overtakelse av utlån fra andre finansinstitusjoner, og da spesielt statsbankene. Dette er utlån med lav risiko, som dermed har et trygt fundament. Bankenes framtidige utlån må først og fremst baseres på en nøktern vurdering av låntakernes tilbakebetalingsevne. Størrelsen på pantesikrede boliglån må imidlertid også baseres på realistiske anslag på boligens verdi, og kan ikke baseres på at sikkerhetsmarginen ligger i en ytterligere prisstigning. Økt låneutmåling i takt med økende verdi av den underliggende pantesikkerhet var en viktig drivkraft bak oppgangen i 1980-årene. Krav til egenkapital er på denne bakgrunn både naturlig og nødvendig. Om vi har lært noe av 1980-tallet, er det at krav om forutgående sparing er en viktig indikator for låntakernes vilje og evne til å oppfylle sine forpliktelser. Krav om egenkapital sikrer at dette er oppfylt.

I den situasjonen norsk økonomi er inne i framstår en klar tilstramming i finanspolitikken som nøkkelen til en balansert utvikling. En konjunkturoppgang vil gi bedring i budsjettbalansen som følge av høyere skatte- og avgiftsinngang, lavere utbetaling av dagpenger ved arbeidsledighet og kutt i arbeidsmarkedstiltakene. Men uten en varig neddemning av utgiftsveksten vil budsjettbalansen på ny svekkes markert når konjunkturerne snur. I så fall har vi ingen handlefrihet til å møte nedgangen – tvert i mot kan vi risikere å måtte stramme til i en nedgangskonjunktur. Hensynet til forvaltningen av oljeformuen og voksende framtidige trygdeforpliktelser tilsier også at en benytter den muligheten det økonomiske oppsvinget gir til å få budsjettene i balanse.

**Vedlegg 1 til kapittel 1: Lånekostnader i Norge og i enkelte andre land**

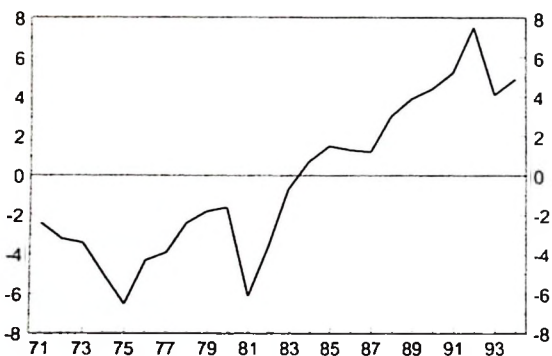
Norges Bank oppdaterer hvert år i kvartalsrapport nummer 2 beregninger av realrenten etter skatt i Norge og enkelte andre land. I år omfatter oversikten Norge, Sverige, Danmark, Finland, Storbritannia, Tyskland, USA og Japan.

Når vi velger å sammenlikne realrenter etter skatt, og ikke nominelle renter, er det fordi dette er den «reelle» satsen låntakerne står overfor når kostnadene ved lånet skal beregnes. Prisstigning reduserer realverdien av renteutgiftene, mens muligheten for å trekke renteutgifter fra den skattebare inntekten reduserer den delen av renteutgiftene som bæres av låntakeren selv. Både prisstigning og skattesystem varierer landene i mellom og bidrar til at låntakerne står overfor ulike betingelser. Alle beregningene er basert på observert inflasjon, og de renteoppgavene en har, gjenspeiler renten på samtlige utestående lån og ikke på nye lån.

I Norge har vi det siste tiåret observert en sterk økning i realrentenivået. Målt ved gjennomsnittlig

rente på private bankers utlån til publikum steg realrenten i løpet av de ti årene fra 1982 til 1992 fra vel -6 prosent til over 7 prosent. Både høyere nominelle renter, lavere inflasjon og endringer i den skattemessige behandlingen av gjeldsrenter bidro i disse årene til økning. Siden 1992 har det sterke rentefallet bidratt til å redusere realrentene. Lav inflasjon har imidlertid trukket i motsatt retning. Realrenten etter skatt var i første kvartal på

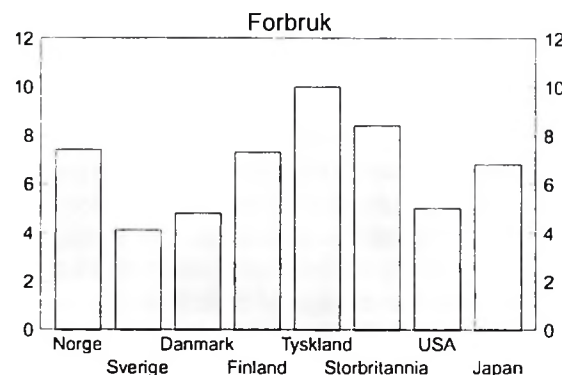
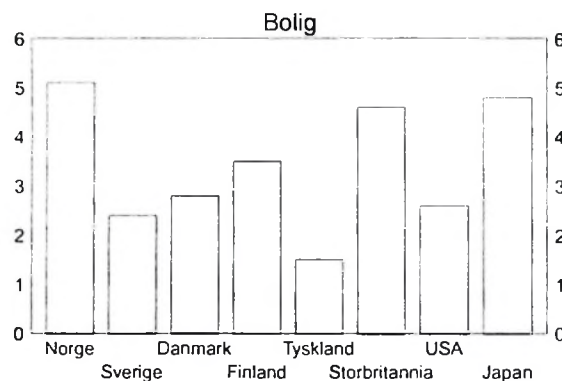
**Figur 1.10 Realrenten etter skatt i Norge, 1971 – 1. kvartal 1994 Prosent p.a.**



Realrenten etter skatt viser husholdningenes lånekostnader etter at det er tatt hensyn til at prisstigningen reduserer realverdien av gjelden, og effekten av at gjeldsrentene kan trekkes fra ved beskatningen. Figuren viser at realrenten etter skatt var negativ fram til midten av 1980-tallet, men at den etter dette steg frem til 1992. Dette var fordi de nominelle rentene steg i forhold til prisstigningen, men også fordi skattesystemet ble lagt om. Realrenten etter skatt har falt siden 1992, men den er fortsatt høy i forhold til hva norske husholdninger sto overfor på 80-tallet.

Kilde: Norges Bank

**Figur 1.11 Realrenten etter skatt i Norge og andre land. Gjennomsnitt 1993. Prosent p.a.**



Blant de land som Norges Bank innhenter opplysninger for, sto norske husholdninger i 1993 overfor en realrente etter skatt ved boligkjøp på linje med husholdninger i Storbritannia og Japan, mens andre nordiske land lå noe lavere. Etter dette har realrenten etter skatt steget i Sverige. Når det gjelder forbrukslån var de reelle lånekostnadene i Norge om lag på linje med gjennomsnittet i de andre landene.

Kilde: Norges Bank

knappe 5 prosent, om lag 1½ prosentpoeng lavere enn det høyeste nivået 4. kvartal 1992.

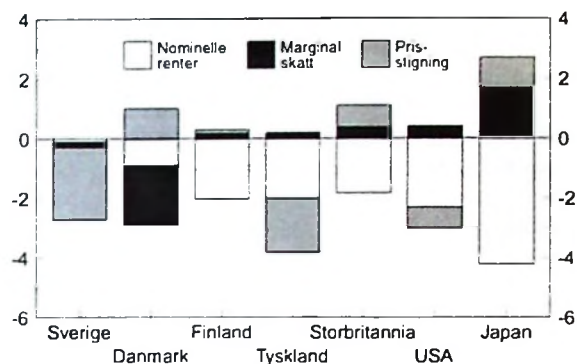
I figur 1.11 er realrenten etter skatt i Norge sammenliknet med tilsvarende renter i endel andre land. For Norge har vi her også inkludert lån i andre finansinstitusjoner enn private banker (kredittforetak, livsforsikringsselskaper, Postbanken og Husbanken).

Figuren viser at lånekostnadene varierer betydelig mellom landene. Mens Norge, Storbritannia og Japan i fjor hadde en realrente etter skatt på boliglån i størrelsesorden 4½–5 prosent, lå realrenten i de to andre skandinaviske landene under 3 prosent, og i Tyskland var den helt nede på 1½ prosent. Det er særlig det nominelle rentenivået som trakk lånekostnadene i Norge opp. Sammenlikner vi for eksempel med Tyskland, finner vi at det høyere nominelle rentenivået på boliglån i Norge isolert sett bidro med 2 prosentpoeng av differansen. Dette må blant annet ses i sammenheng med at tyske husholdninger har en relativt lang rentebindingstid på sin boliggjeld, mens boliglånene i Norge hovedsaklig gis med variabel rente.

Sammenlikner vi med våre to naboland Sverige og Danmark, er det henholdsvis forskjellig prisstigning og forskjellig skattemessig behandling av gjeldsrenter som bidrar sterkest til forskjellen. I Sverige førte avgiftsomlegginger fra nyttår i fjor til en midlertidig økning i inflasjonstakten til opp mot 5 prosent. Dette bidrar til en reduksjon i realrenten på rundt 2 prosentpoeng, og lånekostnadene i Sverige ville uten denne avgiftsomleggingen vært på linje med lånekostnadene i Norge. Når det gjelder Danmark er det mulighetene til fradrag for gjeldsrenter på selvangivelsen som gir det største bidraget til forskjellen. I Norge er den marginale skattesatsen på gjeldsrenter, altså den skattesatsen som viser hvor stor del av en økning i renteutgiftene som kan trekkes fra på skatten, 28 prosent. Tilsvarende sats i Danmark var i fjor 52 prosent. Denne kilden til avvik vil imidlertid bli noe mindre i årene framover, ettersom den nylig gjennomførte skattereformen i Danmark legger opp til en reduksjon i fradragsrettighetene til 49 prosent i år og deretter anslagsvis ett prosentpoeng pr år de neste fem årene. Disse forholdene er belyst i figur 1.12. Figuren viser for eksempel at for Danmark bidrar lavere nominelle renter og høyere marginalsatt til lavere lånekostnader, mens prisstigningen bidrar til høyere lånekostnader i forhold til Norge.

På grunn av valutauroen høsten 1992 var rentenivået ved inngangen til 1993 spesielt høyt. Med den korte rentebindingstiden påvirkes boliglånsrenten spesielt i Norge og Storbritannia raskt av

Figur 1.12 Bidrag til forskjellen mellom realrenten etter skatt ved boligkjøp i Norge og andre land.



Relativt høye nominelle renter gjorde at husholdningenes reelle boliglånskostnader i 1993 var høyere i Norge enn i de fleste andre landene. Det norske gjeldsrentefradraget bidro til å trekke ned lånekostnadene i Norge i forhold til i de fleste andre land.

Kilde: Norges Bank

utviklingen i pengemarkedsrentene. Parallelt med fallet i de norske pengemarkedsrentene fikk vi derfor en reduksjon i rentesatsene på nye boliglån. Den nominelle gjennomsnittrenten på utestående beholdning av boliglån ble redusert fra 12 prosent ved utgangen av første kvartal til 9 prosent ved utgangen av fjerde kvartal. Realrenten etter skatt ble redusert fra 6 prosent til 4½ prosent. Det nominelle rentefallet fortsatte inn i første kvartal i år, og bidro til en ytterligere reduksjon i lånekostnadene. Lavere prisstigning trakk imidlertid i motsatt retning, og sammenliknet med fjerde kvartal i fjor var lånekostnadene uendret på 4½ prosent. Dette er drøyt ½ prosentpoeng lavere enn årsgjennomsnittet for 1993.

I Norge kan skatteyderne trekke fra en like stor andel av renteutgiftene på skatten, uavhengig av om utgiftene er knyttet til bolig- eller forbrukslån. Etter skattereformen er denne andelen som tidligere nevnt 28 prosent og for boliglån er dette på linje med det internasjonale gjennomsnittet. Ytterpunktene her er Danmark, som altså har svært omfattende fradragsmuligheter, og Japan, der det ikke gis fradrag for gjeldsrenter i det hele tatt. Når det gjelder renteutgifter knyttet til forbrukslån er situasjonen en helt annen, og blant de landene vi

ser på er det kun i de skandinaviske at det gis skattefradrag for disse utgiftene. Dette forholdet gjenspeiler seg i resultatene. Vi ser av figur 1.11 at de reelle lånekostnadene knyttet til forbrukslån er lavere i Skandinavia enn i de fleste av de øvrige landene. Igjen er det relativt høye nominelle rentenivået som bidrar til høyere lånekostnader i Norge sammenliknet med andre land.

Det forhold at lånekostnadene knyttet til bolig i Norge, beregnet slik vi her har angitt, fortsatt er relativt høye, har ikke hindret en markert oppgang i boligmarkedet det siste året. Dette illustrerer for det første at de endelige lånekostnadene også er avhengig av de kapitalgevinster en har ved boligkjøp. For det andre har boliginvesteringer fremdeles en gunstig skattemessig behandling sammenliknet med finansielle plasseringer. Disse forholdene innebærer at selv ved en beskjeden realprisvekst på boliger, vil den reelle belastningen ved et låneopptak være neglisjerbar, eller endog negativ.

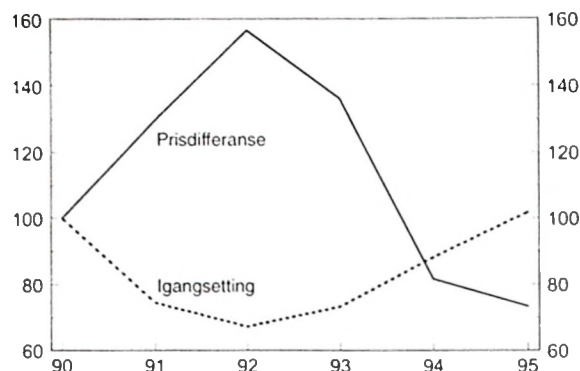
Forventet kapitalgevinst ved boligkjøp avhenger av den antatte utvikling i boligprisene. Siden slutten av 80-tallet har prisene på brukte boliger falt kraftig i forhold til nybyggingskostnadene. Prisivridningen i favor av bruktboliger har ført til svært lav etterspørsel etter nye boliger, og boliginvesteringene har derfor falt kraftig.

Figur 1.13 viser blant annet hvordan differansen mellom boligprisene i første- og annenhåndsmarkedet har utviklet seg de siste årene. Prisgapet var størst i 1992, men ble i følge våre beregninger redusert med om lag  $\frac{1}{3}$  fram til utgangen av 1993. Vi må imidlertid ta forbehold om mangelfull statistikk på dette området, som gjør at selve nivået på prisforskjellen er svært usikker.

Det antas ofte at man må ha balanse i boligmarkedet før boliginvesteringene kommer skikkelig i gang. Med balanse menes da at prisdifferansen mellom nye og brukte boliger, justert for kvalitetsforskjeller, må være eliminert. Så lenge prisene på brukte boliger er vesentlig lavere enn nybyggingsprisene, vil boliginvesteringene være lave. I figur 1.13 ser vi sammenhengen mellom prisdifferansen og igangsettingen av bygg til boligformål. Det ser ut til å være en klar sammenheng mellom utviklingen i disse to seriene, og både prisdifferansen og igangsettingen av nye boliger nådde et vendepunkt i begynnelsen av 1993.

Lave realrenter sammen med en økt boligetter-spørsel fra husholdningene vil de nærmeste årene

Figur 1.13 Prisforskjell mellom nye og brukte boliger, igangsetting av nye boliger, 1990-95, 1990=100.



Det antas ofte at man må ha balanse i boligmarkedet før boliginvesteringene kommer skikkelig i gang. Med balanse menes da at forskjellen mellom priser på nye og brukte boliger, justert for kvalitetsforskjeller, må være eliminert. Det ser ut til å være en klar sammenhengen mellom prisforskjellen og igangsettingen av bygg til boligformål i årene 1990-93. Vi har lagt til grunn en tilsvarende sammenheng de nærmeste årene.

Kilde: ECON Byggsanalyser, Norges Eiendomsmeglerforbund, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

føre til økte realpriser på brukte boliger. Utviklingen i prisdifferansen påvirkes også av nybyggingskostnadene. Disse er igjen sterkt påvirket av hva som skjer i bygge- og anleggssektoren, der det etter en lang periode med lav aktivitet og pressede driftsmarginer kan ligge et latent prispress.

Vi har lagt til grunn at prisforskjellen reduseres markert i 1994 og 1995, men holder seg om lag uendret fra 1996. I denne forstand har vi i siste del av perioden en form for balanse i boligmarkedet. Dette reflekteres også ved at veksten i boliginvesteringene flater ut mot slutten av framskrivingsperioden. Men det er som nevnt stor usikkerhet knyttet til om de prisforskjeller vi da har forutsatt, svarer med de reelle kvalitetsforskjeller på nye og brukte boliger.

## Vedlegg 2 til kapittel 1: Terminrenter og prisstigningsforventninger

Pris- og kostnadsveksten er i dag på et rekordlavt nivå. I kapittel 1 er det drøftet hvilke krav som stilles til partene i arbeidslivet og til myndighetenes etterspørselsregulering for at denne utviklingen skal bli videreført. I denne sammenheng er det også av interesse å vurdere hvilken utvikling aktørene i markedet forventer.

Analyser av forholdet mellom korte og lange renter benyttes blant annet til å vurdere markedets forventninger om den framtidige rente- og inflasjonsutviklingen. Terminrentene, som utledes fra den såkalte avkastningskurven, kan under visse forutsetninger tolkes som forventede framtidige kortsiktige renter. Dette tok vi opp i en egen ramme i forrige kvartalsrapport. Her tar vi for oss sammenhengen mellom renteforventninger og inflasjonsforventninger.

### Er det mulig å tallfeste rente- og inflasjonsforventningene?

I følge *en* av flere teorier som søker å forklare rentestrukturen, kan terminrenter som utledes fra renter med lengre løpetid tolkes som forventede framtidige korte renter. En analyse av forventede korte renter kan, ut fra noen få forutsetninger, videreføres til en analyse av forventningene om framtidens inflasjon. En helt sentral forutsetningen er at kravet til *forventet* realavkastning ikke endres over tid. Da kan vi ut fra de forventede rentene beregne hvilken prisstigning som gjør at forutsetningen om realavkastning blir oppfylt. Dersom vi for eksempel antar at kravet til forventet realavkastning ligger i området 2 til 3 prosent og venter at det kortsiktige rentenivået i 1988 er 8 prosent, kan vi grovt sett anslå forventet prisstigning i 1998 til 5 til 6 prosent.

Det er vanskelig å tallfeste kravet til realavkastning. Anslaget kan ikke baseres på grunnlag av historiske observasjoner. Den realiserte realavkastningen varierer fra år til år, og det vil bare være tilfeldig om den faktiske realavkastning i ettertid viser seg å være lik det investør på forhånd krevde. Dette betyr at selv om det skulle være en entydig sammenheng mellom forventet rentenivå og forventet inflasjon så er det vanskelig å tallfeste *nivået* på forventet inflasjon. Vi vil imidlertid fortsatt kunne tolke endringer i renteforventningene mellom to tidspunkter som *endringer* i inflasjonsforventningene.

Det er flere grunner til at forutsetningen om et

konstant realavkastningskrav ikke uten videre holder. For det første er det grunn til å tro at kravet øker dersom det blir større usikkerhet om fremtidige renter og prisstigningstakt. For det andre må en ta hensyn til at også det forventede økonomiske konjunkturløpet vil kunne påvirke avkastningskravet.

### Beregningsmetoder

Avkastningskurven blir oftest presentert som sammenhengen mellom effektive renter på obligasjoner og gjenstående tid til obligasjonenes forfall. Det kan vises at den effektive renten som beregnes på obligasjoner med fortløpende renteutbetalinger ikke gir et helt riktig bilde av rentestrukturen (ofte kalt «kupon-effekten»). Avkastningskurven basert på de effektive rentene på kuponobligasjoner vil ligge under den «riktige» avkastningskurven så lenge denne er stigende, og over når avkastningskurven er fallende. Dette er tilfellet når vi ser på norske statspapirer med løpetid over ett år.

Det finnes forskjellige metoder for å håndtere problemet med «kupon-effekter», og valget av metode er avhengig av hvor nøyaktig man må være. Når det gjelder grove vurderinger av rente- og inflasjonsforventninger kan selv de enkleste metodene, som ser bort fra dette problemet, være tilfredsstillende. Det må imidlertid tillegges, at feilen man da gjør vil være større jo brattere avkastningskurven er.

Beregningssteknikk må en også ta stilling til hvordan en skal lage en avkastningskurve på grunnlag av de data man har. Dette er først og fremst et problem når en har for få observasjoner. For norske statspapirer har vi bare 4 relativt sammenlignbare renteobservasjoner for løpetider lengre enn ett år, og disse observasjonene skal danne grunnlaget for rentestrukturen over 10 år. Det sentrale spørsmålet er da hvordan avkastningskurven ser ut *mellom* de punktene vi kan observere.

Hvordan en velger å tilpasse avkastningskurven blir spesielt viktig når vi skal beregne de implisitte terminrentene. Terminrentene må i denne sammenheng tolkes som hypotetiske renter på kortsiktige kontrakter som først får virkning på et framtidig tidspunkt, og er basert på vi har observasjoner av lange renter med nøyaktig like lang avstand mellom forfallstidspunktene.

I figur 1.14 har vi presentert 3 forskjellige avkastningskurver beregnet på grunnlag av effektive renter den 8. juni. Kurven «ukorrigert med interpolasjon» viser effektive renter beregnet på tradisjonell måte. I den kurven som vi har kalt «korrigert med interpolasjon» har vi benyttet en

metode for å rense vekk de tidligere nevnte «kupon-effektene». I den siste kurven, som er basert på en regresjonsteknikk, har vi løstrevet oss mer fra datamaterialet. Her tvinger vi ikke kurven gjennom alle observasjonene, men har isteden satt krav om at avkastningskurven flater ut når løpetiden blir lang. Figur 1.14 viser terminrenter beregnet på grunnlag av de tre avkastningskurvene.

Det er markerte forskjeller mellom formen på de tre terminrentestrukturere. De to kurvene beregnet ved hjelp av en interpoleringsteknikk har et langt mer kantete forløp enn kurven basert på regresjonsteori. Denne forskjellen kan skyldes at vi «mister» informasjon når vi ved å benytte regresjonsmetoden frigjør oss noe fra datamaterialet. Men også interpoleringsteknikken har klare svakheter. Dette illustreres ved den sterke stigningen i terminrentekurven fram til 1996. Det er i utgangspunktet svært lite informasjon i datamaterialet om hvordan rentestrukturen faktisk ser ut i dette løpetidsområdet.

De tre terminrentekurvene antyder at terminrentene med forfall etter 1996 ligger rundt 8 prosent. På grunnlag av teorien om at terminrentene uttrykker renteforventningene kan en tolke dette som at ettårsrentene forventes å stige til 8 prosent i løpet av noen år. Det er tidligere påpekt at det er vanskelig å tallfeste kravet til forventet realavkastning. Hvis vi likevel, som tidligere, antar at kravet til forventet realavkastning for eksempel ligger i området 2 til 3 prosent, kan vi ut fra terminrentekurven anslå at inflasjonen ventes å stige til 5–6 prosent.

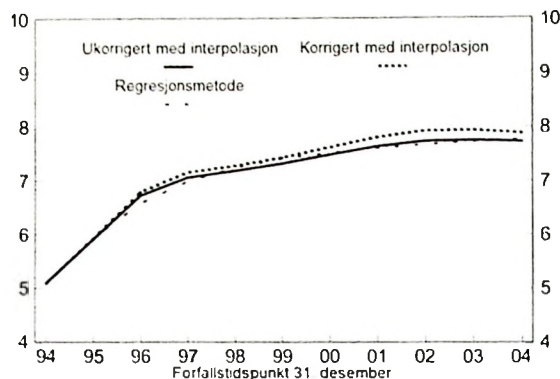
Det beregningstekniske metodevalget påvirker resultatene. Med våre metoder, og vårt datamateriale, er forskjellene størst for de lange løpetidene. Dersom en tillater en feilmargin på 1 prosentpoeng i terminrentene gir imidlertid de fleste metodene et brukbart resultat. En slik feilmargin kan være akseptabel når det gjelder en vurdering av rente- og inflasjonsforventninger.

### Renteforholdene i dag

De lange rentene har fortsatt å stige siden Norges Bank la fram forrige kvartalsrapport i midten av mars. Utviklingen i retning av en brattere norsk avkastningskurve har gått sammen med økte obligasjonsrenter internasjonalt.

Vi har beregnet implisitte terminrenter for 1. juni i fjor, 11. mars og 8. juni i år. Figur 1.16 viser «ukorrigerede» avkastningskurver, mens figur 1.17 viser terminrentene, hvor vi har renset for «kupon-effekten».

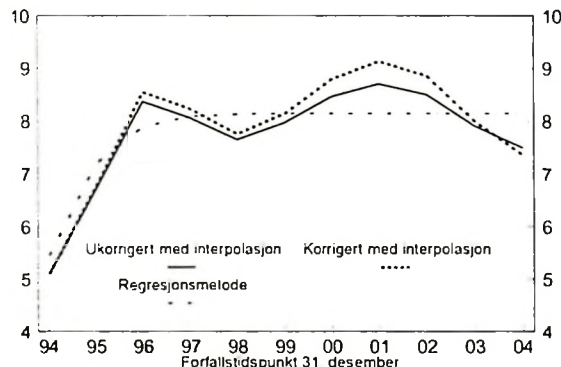
Figur 1.14 Avkastningskurven beregnet med forskjellige metoder



Det er i det norske markedet kun fire statsobligasjonslån med løpetid over ett år som er sammenlignbare med hensyn til størrelse, lånetype og likviditet. Rentene på disse lånene skal dekke en horisont over 10 år. For å tegne opp en avkastningskurve må en derfor gjøre anslag på hvordan kurven ser ut mellom de observasjonene en har. Det utviklet en rekke forskjellige metoder for dette formål. Avkastningskurvens form vil således være avhengig av hvilken metode som benyttes.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Terminrentene beregnet med forskjellige metoder



På grunnlag av avkastningskurven kan en beregne implisitte terminrenter, det vil si renter på kontrakter som først får virkning på et fremtidig tidspunkt. Terminrentene kan, i følge en av teoriene for sammenhengen mellom kortsiktige og langsiktige renter, fortelle om markedets forventninger om den fremtidige utviklingen de kortsiktige rentene. En beregning av terminrentene forutsetter at en har observasjoner av langsiktige renter som forfaller med nøyaktig like store mellomrom. Denne forutsetning er sjeldent oppfylt i praksis. En må derfor basere seg på hypotetiske observasjoner som leses ut av den konstruerte avkastningskurven. Anslagene på terminrentene er følsomme overfor hvilken beregningsmetode en velger å benytte for å konstruere avkastningskurven.

Kilde: Norges Bank



Skiftet i avkastningskurven har ført til at ettårs terminrentene med forfall ved utgangen av 1995 nå ligger ½ prosentpoeng høyere enn i mars, og om lag på samme nivå som for ett år siden. Terminrentene med forfall lenger ut i tid har steget med 1½–2 prosentpoeng, og ligger rundt 1 prosentpoeng høyere enn for ett år siden. Dette kan tolkes som at inflasjonsforventningene har steget tilsvarende.

Analysen på en rekke teoretiske forutsetninger. Dette gjelder både sammenhengen mellom terminrentene og de forventede rentene, og sammenhengen mellom de forventede rentene og forventet inflasjon. I drøftingen over har vi også påpekt konsekvensene av valget av beregningsmetoder. En skal med andre ord være forsiktig når en trekker konklusjoner på grunnlag av slike analyser.

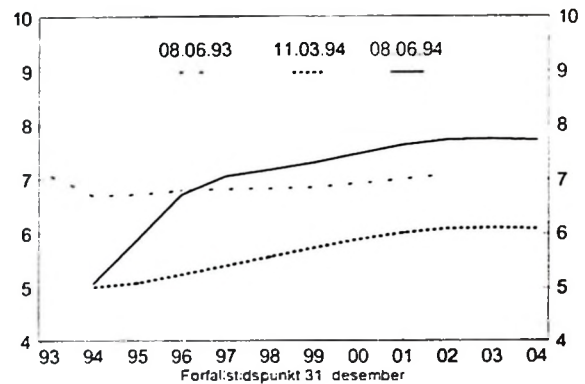
Det er vanskelig å si om de økte obligasjonsrentene reflekterer økte inflasjonsforventninger, og således økte nominelle avkastningskrav, eller økt risikopåslag for usikkerhet omkring realavkastningen. En konjunkturoppgang kan påvirke begge disse forholdene. Klarere tegn til oppgang kan gi forventninger om tiltakende pris- og kostnadsvekst. Slike tegn kan også gi forventninger om redusert finansiell sparing i privat sektor og dermed sterkere konkurranse om sparemidlene. Begge forhold kan slå ut i økte nominelle renter.

I den Aktuelle utdypingen har vi også påpekt at det er stor grad av samvariasjon mellom renteutviklingen i de forskjellige landene. Rentestigning i de store landene har lett for å forplante seg i de internasjonale finansmarkedene. Oppjusterte vekstanslag for enkelte land kan innebære forventninger om høyere inflasjon og renter. Men selv om denne veksten gir internasjonale ringvirkninger, synes det lite sannsynlig at inflasjonsforventningene dermed oppjusteres tilsvarende for alle land.

Renteøkningen i Norge kan også ha bakgrunn i at utleggelsene av obligasjoner med lang løpetid har vært større enn hva det norske markedet har vært villig til å avta. Videre viser obligasjonskursene ofte sterke utslag, noe som blant annet henger sammen med at det norske markedet fortsatt er nokså tynt. I så fall brytes de mest sentrale forutsetninger når det gjelder forholdet mellom terminrenter og forventede renter, og dermed også forholdet til forventet inflasjon. Det betyr at en kan ha skift i rentekurven som ikke er relatert til underliggende endringer i markedets forventninger om den økonomiske utviklingen.

Det er usikkert om oppgangen i de lange rentene vil vare ved, og hva som har vært de viktigste faktorer bak oppgangen. Og selv om en leser rentestigningen som et utslag forventninger om høyere renter og inflasjon, er det langt fra gitt at forventningene slår til. Det er blant annet et spørsmål om hvordan man innretter den økonomiske politikken.

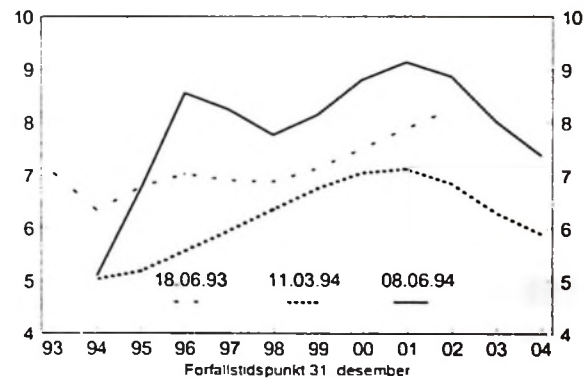
Figur 1.16 Avkastningskurven. Interpolerte effektive renter. 8. juni 1993, 11. mars 1994 og 8. juni 1994



Avkastningskurven viser sammenhengen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner og gjenstående løpetid. De langsiktige rentene har steget markert de siste månedene, og de ligger nå over nivået for ett år siden.

Kilde: Norges Bank

Figur 1.17 Beregnede terminrenter<sup>1)</sup> 8. juni 1993, 11. mars 1994 og 8. juni 1994



<sup>1)</sup> Beregnet på grunnlag av effektive renter renset for «kupon-effekter»

Figuren viser ettårs terminrenter med forfall den 31. desember i hvert år frem til år 2004. Som avkastningskurven ligger terminrentene med lang tid til forfall nå høyere enn for et år siden. Dette kan gjenspeile at det forventes at de kortsiktige rentene vil stige i årene fremover, og at det ventes at inflasjonen etterhvert vil ta seg opp. Teoriene er imidlertid ikke entydige på dette feltet. De langsiktige rentene har steget i de fleste land. Det synes lite sannsynlig at utviklingen reflekterer forventninger om tiltakende inflasjonen i alle disse landene.

Kilde: Norges Bank

### Utviklingen i de langsiktige rentene

Etter nedgangen gjennom 1993 nådde rentene på amerikanske statsobligasjoner et bunnpunkt i midten av oktober og kom ned på det laveste nivå siden begynnelsen av 1970-tallet. Den uventede sterke økningen i den økonomiske veksten i USA har medført en kraftig økning i løpende og forventet etterspørsel etter kapital, og en oppjustering av inflasjonsforventningene. Dette har bidratt til stigningen i rentene på 10 årspapirer på 1 ¼ prosentpoeng fra 18. oktober og fram til 8. juni. Det amerikanske kapitalmarkedets størrelse og den sterke integrasjonen av finansmarkedene har bidratt til at renteøkningen har spredd seg i de internasjonale finansmarkedene. Utviklingen i USA kan også ha bidratt til å endre forventningene i andre land og kan ha fremskyndet renteøkninger knyttet til den påbegynte europeiske konjunkturoppgangen. I Europa nådde det langsiktige rentenivået bunnen rundt nyttår, etter å ha falt ytterligere ½ prosentpoeng siden oktober. Siden har rentestigningen vært snaut 1½ prosentpoeng i Kontinental-Europa og tildels betydelig høyere i andre europeiske land. Forskjeller i renteøkninger mellom land synes å ha sammenheng med vekstutsikter, innretning av pengepolitikken, grad av troverdighet som er opparbeidet i inflasjonsbekjempelsen, budsjettbalanse og evne til å håndtere statsgjeldsproblemer.

I USA har det kortsiktige rentenivået steget nesten like mye som det langsiktige, mens i Tyskland og i det øvrige Kontinental-Europa har det kortsiktige rentenivået falt slik at avkastningskurven har blitt betydelig brattere. I lys av den svakere konjunktursituasjonen i Europa var den parallelle utviklingen i langsiktige renter mellom USA og Europa uventet, selv om nyere tall har vist at veksten i Europa er sterkere enn tidligere antatt. Økningen i det langsiktige rentenivået i Europa har ført til en viss bekymring for en svekkelse av den økonomiske oppgangen. Effektene på kort sikt blir trolig relativt moderate, men over tid kan renteøkningen svekke investeringene og offentlige finanser. For å unngå en slik utvikling bør en benytte den påbegynte økonomiske oppgangen til å redusere de strukturelle budsjettunderskuddene. Dette vil samtidig bidra til økt handlefrihet i offentlige finanser over tid og frigi en større andel av privat sparing for investeringer.

#### Renteoppgangen startet i USA

Hovedårsaken til renteøkningen i USA er trolig at den økonomiske veksten gjennom høsten 1993 og hittil i 1994 ble betydelig sterkere enn de fleste hadde forventet. Økningen i de kortsiktige og langsiktige rentene ser i historisk perspektiv ut til å representere en relativt normal utvikling sett i relasjon til den sterke økonomiske oppgangen.

Som et utgangspunkt for en analyse av årsakene til oppgangen i de langsiktige rentene kan det være nyttig å dele rentenivået inn i ulike komponenter:

- En realkomponent som reflekterer «realprisen» på kapital. «Realprisen» reflekterer likevekten mellom sparing og investering

og øker når etterspørselen etter realkapital øker relativt til sparingen.

- En komponent som reflekterer forventningene om fremtidig inflasjon.
- En risikopremie fordi det objektet en investerer i av ulike årsaker gir en mer usikker avkastning enn andre objekter.
- En komponent som reflekterer at markedene har en tendens til å over reagere når rentenivået snur i bunn- og topppunkter.

I og med at investorer kan velge mellom å investere i langsiktige papirer og rullere kortsiktige plasseringer, vil det langsiktige rentenivået avhenge både av forventninger om fremtidige kortsiktige realrenter og inflasjon

og av størrelsen på risikopremien. Det langsiktige rentenivået endres derfor av skiftende antakelser om utviklingen i fremtiden.

I løpet av høsten kom det etter hvert signaler om at amerikansk økonomi vokste betydelig sterkere enn forventet. Dette bidrog til at de langsiktige rentene begynte å stige fra midten av oktober, som en reaksjon på både faktisk og forventet sterkere investeringsvekst og lavere sparing. I slutten av januar ble det offentliggjort BNP-tall som indikerte at veksten hadde vært på nær 6 prosent målt i sesongjustert årlig rate i fjerde kvartal og betydelig høyere enn selv de siste oppjusterte prognosene. I begynnelsen av mars ble veksttallet ytterligere oppjustert til 7.5 prosent. De nyeste BNP-tall viser at veksten var 7 prosent i fjerde kvartal. Næringslivsinvesteringene økte med 11.8 prosent fra 1992 til 1993 og hele 22.5 prosent i fjerde kvartal 1993 målt i årlig rate. Samtidig vokste konsumet raskere enn inntektene, og husholdningenes sparerate falt fra 5.3 prosent i 1992 til 4.0 prosent i 1993. Denne utviklingen i amerikansk realøkonomi og den gradvise avdekkingen av styrken på veksten tilsier at en betydelig del av renteøkningene siden oktober representerer en økning i realkomponenten i de langsiktige rentene.

Selv om det foreløpig ikke har vært observert økende inflasjon i USA, har industriens kapasitetsutnyttingsindeks økt sakte men sikkert, samtidig som arbeidsledigheten har falt. Det er bare et tidsspørsmål før begge deler har nådd et nivå der det kommer sterkere prisimpulser til økonomien. Forventninger om dette kan ha bidratt til å øke inflasjonskomponenten i de langsiktige rentene.

Tilstrammingen av pengepolitikken ble startet av Federal Reserve 4. februar, kort etter offentligjøringen av de foreløpige BNP-tallene for 1993, for å unngå en uønsket sterk og kortvarig økonomisk oppgang. Hittil har Federal funds renten (interbankrenten for dagslån) økt fra det lave nivået på 3 prosent til 4¼ prosent. Den strammere pengepolitikken har økt lånekostnadene ved å sitte med langsiktige papirer. Markedsaktørene ser også ut til å ha oppfattet det som om Federal Reserve visste noe om fremtidig inflasjon som markedet ikke visste. Det ser således ut til at den dempende effekten av en renteøkning på

fremtidig aktivitetsnivå og inflasjon fikk mindre betydning i forhold til det at aktørene ble oppmerksomme på høyere vekst med høyere fremtidig inflasjonsfare som følge, og dermed oppjusterte sine inflasjonsforventninger.

Historisk erfaring fra de store industrilandene viser at det kortsiktige og det langsiktige rentenivået har en tendens til å bevege seg i samme retning. Generelt vil tilstramming av pengepolitikken bidra til å dempe fremtidig inflasjon. Når vi likevel ofte har sett en slik sammenheng, kan det skyldes ulike årsaker. Blant annet kan sterkere vekst og inflasjonsforventninger fører til forventninger om høyere renter i fremtiden. En påfølgende innstramming i pengepolitikken og økte kortsiktige renter vil isolert sett medføre økte lånekostnader ved finansiering av investeringer i langsiktige papirer og krav om høyere rente på slike plasseringer. I det mindretallet av tilfellene hvor kortsiktige og langsiktige renter beveger seg i ulik retning henger dette ofte sammen med sterke impulser fra utenlandsk langsiktig rentenivå eller at nedsettelsen av de kortsiktige rentene er den siste i en rekke og det ventes en reversering.

Det er trolig flere årsaker som ytterligere har medvirket til at økningen i de langsiktige rentene har blitt så sterk:

En del store aktører, blant annet en del av de såkalte «hedge funds» har hatt til dels betydelig lånefinansiering av obligasjonskjøpene eller betydelige fremtidige forpliktelser gjennom derivatmarkedet. Begge deler fører til at slike aktørers betydning i markedet blir betydelig større enn størrelsen på deres egenkapital alene skulle tilsi. De blir også svært følsomme overfor kursfall. For å dekke forpliktelser etter kurstap har flere store aktører solgt unna verdipapirer, noe som kan ha bidratt til ytterligere kursfall. Denne type aktører kan også ha medvirket til den sterke rentenedgangen gjennom mesteparten av 1993 og kan ha bidratt til at rentenivået «kom for lavt» selv sett i lys av de moderate vekstforventningene som var utbredt i USA sist sommer.

En av årsakene til at det kan være en risikopremie knyttet til langsiktige papirer er muligheten for betydelig kurstap eller gevinst. Dersom aktører som har kort investerings- eller regnskapshorisont eller svak likviditet og begrenset evne til å bære tap likevel investerer

i langsiktige papirer, vil de derfor kreve en risikopremie. De store fluktuasjonene i de langsiktige rentene de siste månedene kombinert med lavere sannsynligheter for kursgevinst, kan ha gjort at investorene krever en større risikopremie nå enn tidligere.

Aktørene vet ikke på forhånd når markedet snur eller når en pengepolitisk innstramming vil starte. De kan imidlertid feste en sannsynlighet, stor eller liten, til at slike begivenheter vil inntreffe på et bestemt tidspunkt, og tilpasse sine plasseringer ut fra dette. Når begivenheten faktisk inntreffer er forutsetningene for deres tilpasningen endret. Dette er en normal effekt av ny informasjon som bidrar til markedssvingninger.

De økte rentene i USA reflekterer ulike mekanismer som ble utløst av den sterkere veksten i amerikansk økonomi. Det er imidlertid vanskelig å vurdere i hvor stor grad de enkelte komponentene har bidratt til økningen i de langsiktige rentene. Det amerikanske langsiktige rentenivået er nå om lag 7 prosent, mens inflasjonen er rundt 2½ prosent og forventes å stige til i overkant av 3 prosent. Realrenten er rundt 4 prosent. Dette nivået er over ikke bare det gjennomsnittlige, men også det maksimale realrentenivået som ble nådd på 1960- og 70-tallet, men under gjennomsnittlig nivå på 1980-tallet.

#### *Renteoppgangen i Europa: Overveltning fra USA og selvstendige europeiske forhold*

Det ser ut til at økningen i USAs rentenivå har påvirket rentenivået i andre land på flere måter:

- Både på grunn av USAs og USDs betydning i verdens finansmarkeder (blant annet er nær halvparten av verdens utestående obligasjonsbeholdning denominert i USD) og den sterke integrasjonen i verdens finansmarkeder, får en økning i rentenivået i USA en spredningseffekt i finansmarkedene, og har bidratt til å øke det globale rentenivået.
- Samtidig har det vært store forskjeller i økning av det langsiktige rentenivået mellom land. Renteøkningen i USA kan ha

fungert som en katalysator og fremskyndet normale konjunkturrelaterte renteøkninger i ulike land.

- Selv om forskjell i renteoppgang mellom land i særlig grad ser ut til å avhenge av konjunktursituasjonen, synes også utviklingen i pengepolitikken og ulike andre landspesifikke faktorer å ha hatt betydning.

Det har vært en omfattende integrasjon av verdens finansmarkeder gjennom 1980- og 90-tallet med bakgrunn i finansielle dereguleringer og reduksjon av transaksjonskostnader. Utviklingen har vært kjennetegnet av en sterk økning i aktiviteten i valutamarkedene og en sterk vekst i brutto kapitalstrømmer mellom land. USA hadde et underskudd på driftsbalansen på USD 109 milliarder i 1993 og brutto kapitaleksport på USD 125 milliarder (og en brutto kapitalimport på USD 226 milliarder). Dette er en dobling siden 1992 og en seksdobling siden 1989. Økningen i bruttostrømmene har bidratt til at de fleste OECD-landene både har fått en økning i brutto fordringer og brutto gjeld overfor utlandet som andel av BNP.

*Tabell 1 Brutto fordringer og gjeld overfor utlandet i prosent av BNP*

		1981	1985	1991
USA	fordringer	30	29	34
	gjeld	21	28	41
Japan	fordringer	18	33	60
	gjeld	17	23	48
Tyskland	fordringer	36	54	72
	gjeld	33	47	52
Storbritania	fordringer	122	187	175
	gjeld	111	165	175

Kilde: OECD

Takten i markedsintegrasjonen har imidlertid vært sterkere enn hva utviklingen i brutto fordringer og gjeld alene indikerer. Som et eksempel kan nevnes at mens utlendingers nettokjøp av amerikanske obligasjoner ble femdoblet i løpet av 1980-tallet, ble deres kjøp og salg av amerikanske obligasjoner tredvedoblet.

Mange investorer har søkt å spre risiko ved å investere i utenlandske finansmarkeder.

Dette er mest effektivt når markedene ikke er særlig integrerte. Når mange søker å redusere risikoen på denne måten, øker integrasjonen av markedene og undergraver forsøkene på å redusere risiko. Dette bidrar til at aktørene kan pådra seg en høyere risiko og sannsynlighet for kurstap enn de har regnet med.

Korrelasjonen mellom avkastningen på amerikanske og andre lands 10 års statsobligasjoner har økt over tid, og har nådd et svært høyt nivå de siste år. Dette reflekterer trolig både integrasjonen i kapitalmarkedene og en mer lik utvikling i inflasjon mellom OECD-landene over tid. Denne økte synkroniseringen av utviklingen i de langsiktige rentene mellom land indikerer isolert sett at sammenhengen mellom endringer i kortsiktige og langsiktige renter innenfor hvert enkelt land kan ha blitt svekket.

Lånefinansiering av verdipapirplasseringer og bruk av nye finansielle instrumenter for å øke potensiell gevinst kan gi store forpliktelser i forhold til størrelsen på egenkapitalen. Under den nåværende renteøkningen har en i mange tilfeller kunnet observere at kursfall i et marked har blitt møtt med salg i andre markeder blant annet for å dekke økonomiske forpliktelser. Dette har bidratt til spredning av kursfall og renteøkninger mellom markeder. Samtidig som det har skjedd en økning i det globale rentenivået, synes det som om renteøkningen i de ulike landene har vært sterkere

jo sterkere vekstutsiktene er. I tabellen nedenfor er landene rangert etter vekstutsiktene for 1994 basert på IMF-prognoser.

Det ser ut til at både endringene i forventninger og renteutviklingen i USA har fremskyndet den normale konjunkturelle utviklingen i rentenivået i ulike land, og at investorer på et tidligere tidspunkt enn det som er vanlig i en konjunkturoppgang har tatt inn over seg forventninger om økte investeringer, svekket sparing og pengepolitiske innstramninger.

Samtidig med at det langsiktige rentenivået har vært på vei oppover i Europa, har det kortsiktige rentenivået vist en fallende tendens i mange land. I Tyskland og i andre ERM-land har det vært en sterk nedgang i de administrerte rentene siden begynnelsen av mars. Disse landene har hatt en svakere økning i det langsiktige rentenivået de siste månedene enn de fleste andre OECD-land. Mens opparbeidet troverdighet i inflasjonsbekjempelsen også ser ut til å ha dempet økningen i de langsiktige rentene, ser budsjettproblemer og sterk vekst i statsgjeld ut til å ha forsterket renteøkningen. Sverige, Finland og Storbritania er de land i tabell 2 som ventes å ha høyest offentlig underskudd som andel av BNP i 1994.

Det langsiktige rentenivået for de fleste europeiske OECD-land ligger nå innenfor et intervall fra snaut 7 prosent til snaut 10 prosent. Med unntak for Tyskland og enkelte

Tabell 2. Vekstprognoser for 1994, renteendringer og rentenivå for 10 års statsobligasjoner

	IMF- Prognose BNP- vekst 1994	Dato for bunnpunkt	Prosent- poeng renteøkning fra bunn- punkt til 8/6-94	10 års effektiv statsobli- gasjonsrente 8/6-94
Irland	4,0	25/26.01.94	2,23	8,44
USA	3,9	18.10.93	1,75	6,91
Canada	3,5	14.12.93	2,71	8,80
Norge	3,1	02.02.94	2,27	7,73
Storbritania	2,5	30.12.93	2,36	8,49
Danmark	2,4	12/18.01.94	2,08	7,97
Sverige	2,2	25.01.94	2,99	9,41
Finland	1,6	02.02.94	3,38	9,41
Frankrike	1,2	05.01.94	1,84	7,42
Tyskland	0,9	31.12.93	1,33	6,87
Nederland	0,8	30.12.93	1,49	6,99
Japan	0,7	07.01.94	1,19	4,16

Kilder: IMF og OECD

andre land på kontinentet innebærer dette et realrentenivå i intervallet 5 - 8 prosent. Dette er høyt sett i historisk lys og i forhold til konjunktursituasjonen, og må nok i betydelig grad tilskrives de store budsjettunderskuddene som legger beslag på en betydelig del av privat sektors sparing.

Likevel kan det synes som om oppjusteringen av renteforventningene i Europa kan ha vært for store og ledet til en for sterk økning i de langsiktige rentene. Mens IMF antar at det kortsiktige rentenivået i Tyskland kan komme ned mot 4 prosent i 1995, venter markedet, reflektert ved såkalte futures kontrakter, at de kortsiktige rentene vil nå en bunn på 5 prosent i løpet av høsten 1994 og nå 6 prosent i løpet av sommeren 1995, et avvik fra IMF-prognosen på om lag 2 prosentpoeng. Disse forventningene impliserer at markedet til tross for sterkt fallende tysk inflasjon venter at Bundesbanks rentekutt er nær slutten og at en pengepolitisk innstramning vil starte i løpet av kommende høst eller vinter. Dette kan reflektere en større optimisme i markedet angående veksten i tysk økonomi enn hva IMF's anslag impliserer.

Utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene er vanskelig å forklare fordi forventninger og endringer i disse spiller en såvidt stor rolle, og fordi det ikke er en enkel sammenheng mellom den økonomiske utviklingen og forventningsdannelsen. Det er også et komplisert samspill mellom rente- og valutakursendringer.

Det har vært en motsatt utvikling i det kortsiktige rentenivået i USA og Europa i løpet av våren. Dette skulle isolert sett tilsi en styrkelse av USD i forhold til europeiske valutaer. Imidlertid falt USD med 6 prosent i forhold til DEM og 11 prosent i forhold til JPY fra begynnelsen av januar og fram til sentralbankenes felles støttekjøp av USD i begynnelsen av mai.

Mens en økning i kortsiktige renter isolert sett bidrar til styrket valutakurs, ble renteøkningen i USA utløst av en sterk økonomisk vekst. De faktorer som utløste tilstramningen i pengepolitikken har hatt en direkte negativ effekt på valutakursutviklingen. Den sterkere veksten og etterspørselen etter sparemidler bidrar til en svekket utenriksøkonomi. Driftsbalanseunderskuddet ventes å øke, noe som

isolert sett legger et press på valutakursen. I samme retning trekker de høyere inflasjonsforventningene i USA enn i Europa og Japan. Dessuten har markedet oppfattet det som om amerikanske myndigheter vurderte en depreciering av USD mot JPY som et positivt element for å styrke handelsbalansen i forhold til Japan. Svekkelsen av USD har økt sannsynligheten for en fremtidig styrking av valutaen, noe som har en dempende effekt på rentenivået.

#### *Virkninger for Europa av økningen i de langsiktige rentene*

Virkningene av økningen i de langsiktige rentene på den økonomiske oppgangen vil trolig bli relativt begrenset på kort sikt, selv om mye av kreditten i mange europeiske land, og spesielt Tyskland, formidles til renter knyttet til langsiktige obligasjonsrenter. Slike lån har oftest lang rentebindingstid. Det er derfor særlig nye eller rullerte lån som blir påvirket av en renteøkning. Nye lån vil i større grad bli tatt opp med flytende rente knyttet til pengemarkedsrenten når langsiktige renter øker i forhold til korte. Den motsatte effekten ble observert i Tyskland på begynnelsen av 1990-tallet da kortsiktige renter var høyere enn langsiktige. Det er også av stor betydning at kortsiktige renter ikke bare vil slå igjennom i nye lån, men i hele den utestående lånemassen med flytende rente. Imidlertid kan økningen i de langsiktige rentene oppfattes som et signal om fremtidige økninger i kortsiktige og flytende renter, og slik påvirke kredittetterspørselen.

Det er størst grunn til bekymring på lengre sikt. Over tid vil et høyt langsiktig rentenivå slå igjennom i fastrentelån og påvirke investeringer og økonomisk vekst. Dessuten vil det bidra til en bekymringsfull utvikling for offentlig forvaltning i Europa som i all hovedsak finansierer seg ved langsiktige papirer. Offentlig bruttogjeld utgjør 50-100 prosent av BNP i de fleste OECD-land. I den grad det offentlig finansierer gjelden sin langsiktig, vil det offentliges renteutgifter over tid øke med 0,5-1 prosent av BNP ved en økning i det langsiktige rentenivået med 1 prosentpoeng. Offentlig forvaltnings underskudd ble nær

doblet fra 3,4 prosent av BNP i 1980 til 6,5 prosent i 1993 i OECD-Europa. Offentlig nettogjeld som andel av BNP har økt fra drøyt 27 prosent i 1980 til drøyt 52 prosent i 1993 og ventes av OECD å stige til over 61 prosent i 1995. Samtidig forventet OECD i prognoser offentliggjort før renteoppgangen at netto offentlig renteutgifter som andel av totale offentlige utgifter ville øke fra 4,9 prosent i 1980 og 9,3 prosent i 1993 til over 10 prosent i 1995.

Mens forskjellen i rentøkninger mellom land i betydelig grad synes å reflektere ulikheter i konjunktursituasjonen mellom land, virker det som om det høye rentenivået og de betydelige forskjeller i langsiktig rentenivå mellom land i større grad reflekterer mer «strukturelle faktorer». De høye realrentene på 1980-tallet og på 1990-tallet kan reflektere de svært høye budsjettunderskuddene i perioden. Underskuddene legger beslag på en betydelig andel av privat sektors sparing og har bidratt til å redusere private investeringer og den langsiktige veksttakten i økonomien.

På 1960-tallet var de offentlige budsjettene i de store industrilandene relativt balanserte. Sammen med sterk økonomisk vekst, bidrog

dette til at offentlig forvaltnings gjeld som andel av BNP falt sterkt både i USA og Storbritannia, og at andelen holdt seg relativt uendret på et lavt nivå i Tyskland gjennom 1960-tallet.

De høye europeiske budsjettunderskuddene må før eller senere reduseres for å unngå uhåndterlige statsgjeldsproblemer, og for å sikre midler til de ufinansierte trygdeforpliktelsene som vil gjøre seg sterkt gjeldende etter århundreskiftet. En reduksjon av budsjett- og gjeldsproblemene vil dessuten kunne gi økt handlingsfrihet i finanspolitikken ved fremtidige konjunkturtilbakeslag. Den påbegynte oppgangskonjunkturen bør derfor benyttes til å bedre budsjettsituasjonen.

De eksisterende planene for budsjettkonsolidering og den økonomiske oppgangen vil bidra til å styrke statsfinansene både i Europa og USA. Budsjettunderskuddet i USA ventes å falle fra 3,5 prosent i 1993 til vel 2 prosent i 1995. For OECD-Europa ventes i samme periode en nedgang i underskuddene fra 6,5 prosent til vel 5 prosent av BNP. Dette er fortsatt svært høyt og det er viktig at det lages ytterligere troverdige finanspolitiske konsolideringsprogrammer som reduserer den fremtidige veksten i de offentlige utgiftene eller som øker veksten i skatteinntangen. Tillit til langsiktig budsjettkonsolidering kan bidra til at den umiddelbare kontraktive effekten på økonomien av innstramningene blir moderat, fordi de langsiktige rentene blir lavere. En fortsatt nedgang i de kortsiktige rentene i de landene hvor det er rom for dette, vil også medvirke til å redusere de kontraktive effektene av innstramninger i finanspolitikken.

*Tabell 3. Langsiktige realrenter i USA, Tyskland og Storbritannia*

	1961-70	1971-80	1981-90	08.08.94
USA	2,0	-0,6	5,4	3,7
Tyskland	4,1	3,0	5,1	4,7
Storbritannia	2,9	-1,4	4,3	5,5

Kilde: OECD; Konsumprisindeks brukt som deflator. for 8. juni 1994 er IMF-prognoser for konsumprisveksten fra 1994 til 1995 benyttet.

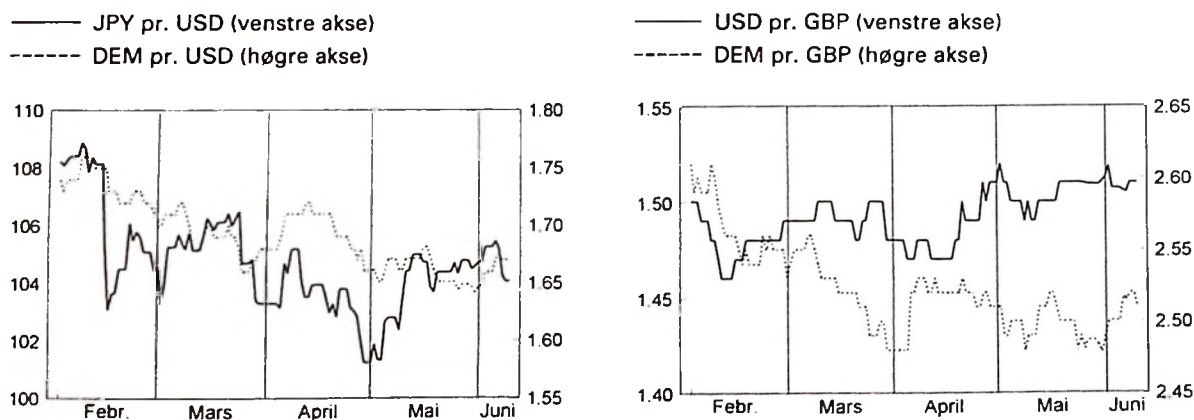
## Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

### Dei internasjonale penge-, kapital- og valuta-marknadene

**Valutamarknadene.** Svekkinga av amerikanske dollar mot japanske yen som tok til ved årsskiftet, heldt fram inn i 2. kvartal. Kursen nærma seg 100 yen pr. dollar då Federal Reserve og 16 andre sentralbankar 4. mai gjennomførte koordinerte intervensjonar som førte til ei «normalisering» i kursforholdet. Frå midten av mai har valutakursen halde seg rundt 104 yen pr. dollar. Mot tyske mark har kursen på amerikanske dollar svekt seg med om lag 1 prosent sidan 11 mars. I den europeiske valutamarknaden har dei valutaene innanfor ERM-systemet som i fjor haust valde å halde kursutslaga mot tyske mark innanfor dei gamle svingingsmarginane på +/- 2½ prosent, lukkast i det. Svenske kroner, som styrkte seg med 2½ prosent i høve til tyske mark frå årsskiftet og fram til førre kvartalsrapport, har i perioden 11. mars til 9. juni svekt seg med om lag 2 prosent. Finske mark har vist ei liknande utvikling, og styrkte seg med 2¼ prosent i høve til tyske mark frå årsskiftet og fram til førre kvartalsrapport, for så å svekkje seg med om lag 1½ prosent fram til 9. juni.

**Renteutviklinga.** I USA har den pengepolitiske innstrammainga dei siste månadene bidrege til at dei kortsiktige rentene, målt med 3-månaders eurorente, frå 11. mars til 9. juni har auka med 66 basispunkt til 4,50 prosent. I dei kontinentaleuropeiske landa har den svakt fallande trenden i dei kortsiktige rentene stort sett halde fram. Det har òg vore nedgang i dei administrerte rentene i fleire av landa på kontinentet. Målt med tremånaders eurorente var den tyske renta 9. juni notert til 5,00 prosent, som er 81 basispunkt lågare enn då førre kvartalsrapport blei utgjeven. Danmark avvik frå dei andre ERM-landa. Den fallande trenden i dei kortsiktige danske rentene blei reversert siste veka i mai, og tremånaders eurorente har sidan auka med 24 basispunkt. Renteoppgangen blei truleg utløyst av ein oppgang i inflasjonen i Danmark, ved at årsveksten i konsumprisindeksen auka frå 1,7 prosent i mars til 2,1 prosent i april. Dei japanske, britiske og svenske pengemarknadsrentene har vore om lag uendra dei siste tre månadene, og det har ikkje vore endringar i dei administrerte rentene. Dei finske pengemarknadsrentene, som har vore lågare enn dei tilsvarande tyske rentene sidan desember i fjor, har sidan slutten

Figur 2.1. Kursutviklinga for hovudvalutaene. Dagstal. 1. februar – 10. juni 1994

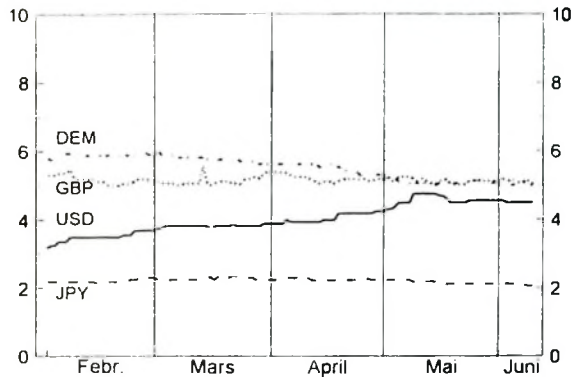


Kjelde: Noregs Bank



Figur 2.2. Internasjonale rentesatsar. Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. februar 1994 – 10. juni 1994<sup>1)</sup>

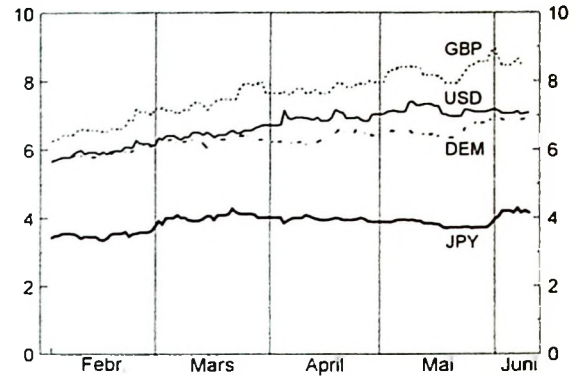
a) Kortsiktige plasseringar (3-månaders eurorente).



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

Kjelde: Noregs Bank

b) Langsiktige plasseringar (10 års statsobligasjonar).



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

Kjelde: Noregs Bank

av mai auka markert. 9. juni var dei 50 basispunkt høgare enn dei tyske pengemarknadsrentene.

#### Kronologisk oversikt over viktige renteendringar:

- 22. mars: Federal Reserve aukar federal funds-renta (dag-til-dag-renta i interbankmarknaden) med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng til  $3\frac{1}{2}$  prosent.
- 14. april: Bundesbank senkar diskonto- og lombardrenta med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng til respektive 5 og  $6\frac{1}{2}$  prosent.
- 18. april: Federal Reserve aukar federal funds-renta med  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng til  $3\frac{3}{4}$  prosent.
- 11. mai: Bundesbank senkar diskonto- og lombardrenta med  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng til respektive  $4\frac{1}{2}$  og 6 prosent.
- 17. mai: Federal Reserve aukar diskonto- og federal fundsrenta med  $\frac{1}{2}$  prosentpoeng til respektive  $3\frac{1}{2}$  og  $4\frac{1}{4}$  prosent. Dette er første auken i diskontorenta på 5 år.

Dei internasjonale obligasjonsrentene har halde seg på den stigande trenden som starta rundt årsskiftet. Årsaker til at dei langsiktige rentene har auka, er diskutert i «aktuell utdyping» i kapittel 1. Dei amerikanske langsiktige rentene, målt ved ti-års statsobligasjonsrente, har sidan førre kvartalsrapport auka med 73 basispunkt til 7,15 prosent som snitt dei første ni dagane i juni, mens dei tilsvarande tyske rentene i den same perioden auka med 70 basispunkt til om lag 7 prosent. Dei britiske obligasjonsrentene har auka kraftigare enn dei kontinentaleuropeiske. – oppgangen har sidan førre kvartalsrapport vore på 146 basispunkt til 8,62 prosent som snitt dei første ni dagane i juni. I dei finske og svenske obligasjonsmarknadene har renteoppgangen sidan førre kvartalsrapport vore enda kraftigare. Dei svenske ti-års statsobligasjonsrentene har auka frå 7,27 prosent som snitt dei første ti dagane i mars til 9,47 prosent som snitt dei ni første dagane i juni, mens dei tilsvarande finske obligasjonsrentene over den same perioden har auka med 242 basispunkt til 9,44 prosent. Auken i dei japanske obligasjonsrentene har vore meir moderat, oppgangen har vore i underkant av 20 basispunkt til 4,15 prosent som snitt dei ni første dagane i juni.

Tabell 2.1. Endringar i bankane sine internasjonale fordringar<sup>1)</sup>. Milliardar USD

	1991	1992	1993	1992 4.kv. <sup>2)</sup>	1993 4.kv. <sup>2)</sup>	Utestående 31. des. 1993
Totalt	-55	190	275	20	161	6 465
- Av dette vis-à-vis:						
ikkje-bankar	97	157	163	27	57	1 913
bankar (og ufordelt)	-151	33	112	-8	105	4 552

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

Kjelde: BIS.

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

	4. kvartal		
	1991	1992	1993
Amerikanske dollar (USD)	34,6	35,7	34,1
Tyske mark (DEM)	10,7	11,1	11,8
Sveitsiske franc (CHF)	3,9	3,6	3,1
Japanske yen (JPY)	10,6	9,4	9,7
Britiske pund (GBP)	3,3	3,1	3,1
ECU	2,8	2,7	2,5
Ufordelt <sup>1)</sup>	34,1	34,4	35,7
<b>Totalt i mrd. USD</b>	<b>6 220,9</b>	<b>6 210,6</b>	<b>6 464,9</b>

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

Kjelde: BIS

**Internasjonale aksjemarknader:** Dei tyske aksjekursane steig svakt fram til 20. mai, og målt ved aksjekursindeksen på Frankfurt-børsen nådde dei ei ny toppnotering på 2 465,5 poeng 2. mai. Men etter 20. mai har både dei britiske og tyske aksjekursane falle relativt markert. Det har vore ein svakt fallande trend i både dei amerikanske og japanske aksjekursane dei siste tre månadene.

**Internasjonale kapitalmarknader:** Dei internasjonale fordringane til bankane auka i fjerde kvartal 1993 tilsvarande 161 milliardar amerikanske dollar, mot ein auke på 20 milliardar dollar i same kvartal året før. Fordringane på ikkje-bankar auka med 57 milliardar dollar i 4. kvartal 1993, ein oppgang på 30 milliardar dollar i høve til auken same kvartal året før.

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

	1992	1993	1.kv.1993	1.kv.1994
Obligasjons- utskrivningar	334	481	140	128
- Av dette med flytande rente	44	70	16	35
Bankutlån	118	137	25	22
Anna internasjonal opplåning	7	8	1	0
<b>Samla opplåning</b>	<b>458</b>	<b>626</b>	<b>166</b>	<b>150</b>

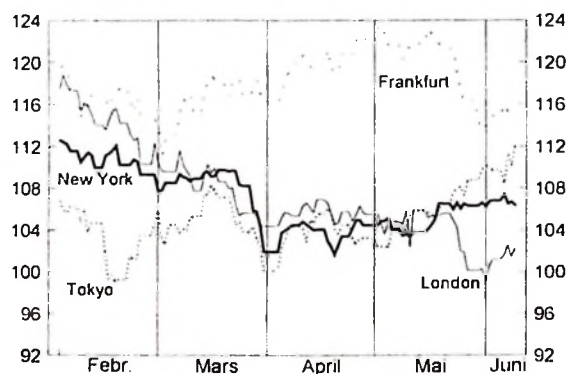
Kjelde: OECD.

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

	1992	1993	1. kv. 1993	1. kv. 1994
OECD	87,6	84,7	87,3	85,0
Utviklingsland	7,0	10,5	6,6	12,5
Aust-Europa	0,3	1,0	1,2	0,2
Internasjonale institusjonar og andre land	5,1	3,8	4,9	2,3

Kjelde: OECD.

Figur 2.3 Internasjonale aksjemarknader. Dagstal 1. februar – 9. juni 1994



Utestående beløp tilsvarte ved årsskiftet 6 465 milliardar dollar. Volumet av nye internasjonale lån finansiert ved obligasjonsutskrivning auka tilsvarende 128 milliardar dollar i 1. kvartal 1994, ein nedgang på 12 milliardar dollar i høve til auken same kvartal året før. Andelen obligasjonslån med flytande rente auka frå 11 til 27 prosent i denne perioden. Av samla nye internasjonale lån i 1. kvartal 1994 gjekk 12,5 prosent til utviklingsland. Det er ei dobling i høve til same periode i 1993.

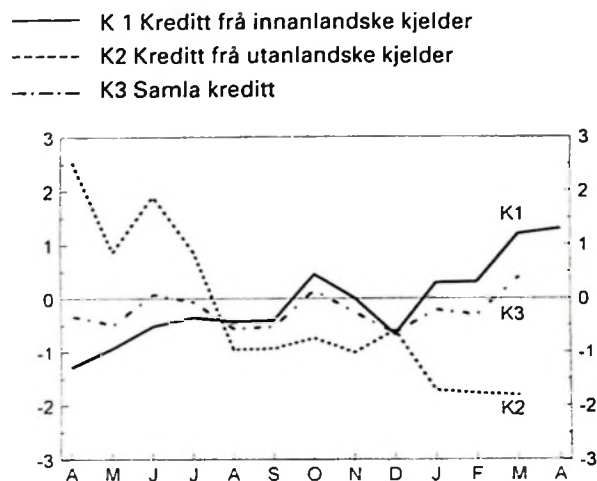
### Penge-, kreditt- og valutatilhøva i Noreg

**Kreditttilførsla.** Den sterke nedbygginga i publikum (næringsliv, hushald og kommunar) si gjeld stoppa opp i løpet av fjoråret. Samanlikna med same månad året før har den innanlandske bruttogjelda, med unntak av i desember, auka sidan oktober. Både i januar og februar var tolv månadersveksten  $\frac{1}{4}$  prosent, mens den auka til  $1\frac{1}{4}$  prosent i mars og april. Publikum har halde fram med å redusere den innanlandske valutagjelda si, og bruttogjelda til utlandet har falle med vel  $1\frac{1}{4}$  prosent frå dei tre første månadene i fjor til tilsvarende månader i år. Totalt resulterte dette i at tolv månadersveksten i den samla bruttogjelda endra seg frå  $-\frac{1}{4}$  prosent i januar og februar til  $\frac{1}{2}$  prosent i mars.

Det siste året har vi kunna observere ein klar auke i bankane sine utlån til publikum. Sett under eitt var tolv månadersveksten i utlånna frå private bankar, Postbanken og finansieringsføretak på vel  $2\frac{1}{2}$  prosent i begge dei to første månadene i år. I mars og april auka tolv månadersratene til respektive 4% og 5 prosent. Den underliggjande veksttakten (gjennomsnittleg vekst siste tremånadersperiode samanlikna med førre tremånadersperiode rekna om til årleg rate) auka frå 5% prosent i desember til  $8\frac{1}{2}$  prosent i april. Annan kreditt, som mellom anna omfattar utlån frå statsbankar og forsikringsselskap, låg i desember 1% prosent lågare enn eitt år tidlegare, og i mars  $3\frac{1}{4}$  prosent lågare enn eitt år tidlegare.

**Publikums likviditet.** Veksten i publikums likviditet (beholdning av setlar, mynt og bankinnskott) gjekk svakt ned i løpet av fjoråret, og var på sitt lågaste i desember med ein tolv månadersvekst på 0,5 prosent. Etter dette har

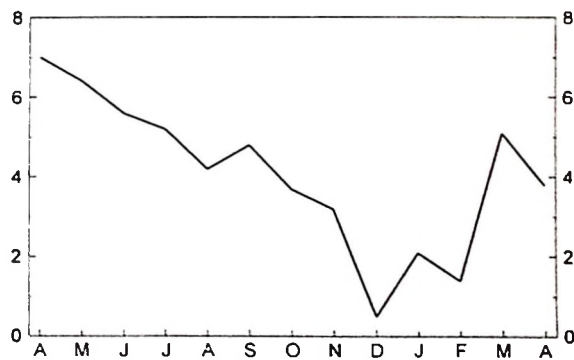
Figur 2.4. Vekst i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. April 1993 – april 1994. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)<sup>1)</sup>



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

Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5. Vekst i publikums likviditet. April 1993 – april 1994. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)<sup>1)</sup>



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

Kjelde: Noregs Bank

veksttakten tatt seg opp igjen, og tolv månadersveksten var i april 3,8 prosent. Også den underliggjande veksttakten har tatt seg opp, og etter fire månader med negativ veksttakt

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

	1994				
	feb.	mars.	april.	mai.	juni <sup>1)</sup>
<b>Eurokronerenter<sup>2)</sup></b>					
1 mnd.	5,3	5,5	5,7	5,4	4,2
3 mnd.	5,3	5,4	5,7	5,3	4,3
12 mnd.	5,1	5,3	5,8	5,7	4,8
<b>Interbankrenter</b>					
1 mnd.	5,4	5,6	5,7	5,5	4,2
3 mnd.	5,3	5,5	5,7	5,4	4,3
12 mnd.	5,2	5,4	5,7	5,7	4,7
<b>D-lånsrente</b>	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
<b>Foliorente</b>	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
<b>Statsobligasjonar<sup>3)</sup></b>					
attstående løpetid: 3 år	4,9	5,3	5,6	5,8	5,1
5 år	5,1	5,6	6,0	6,5	5,7
10 år	5,5	6,1	6,6	7,2	6,1
<b>Private obligasjonar</b>					
attstående løpetid: 3 år	5,3	5,8	6,1	6,3	5,4
5 år	5,5	6,2	6,6	7,1	6,2
10 år	5,9	6,7	7,2	7,9	6,8
<b>Rentedifferansar:</b>					
Korte renter. Kroner mot ECU <sup>4)</sup>	-1,4	-1,1	-0,7	-0,7	-0,4
Lange renter. Kroner mot ECU <sup>5)</sup>	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3	0,0

<sup>1)</sup> Gjennomsnitt for perioden 1.-9. juni.

<sup>2)</sup> Tabell 27 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar for nominelle renter.

<sup>3)</sup> Tabell 29 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar.

<sup>4)</sup> Differanse mellom 3. mnd. eurorente i norske kroner og teoretisk ECU-rente. For lengre tidsseriar sjå tabell 27.

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

var den i mars og april igjen positiv, med 5,0 og 9,0 prosent.

*Rentene.* Både i penge- og kapitalmarknaden var utviklinga i mars prega av internasjonale hendingar. I byrjinga av månaden steig tyske renter kraftig etter at oppsiktsvekkjande høge tal for pengemengdeveksten vart publiserte, og denne auken forplanta seg vidare til andre europeiske marknader.

Den initiale renteauken i pengemarknaden blei forsterka av ein renteoppgang i USA. Andre europeiske renter fall raskare til ro enn dei norske, og i løpet av månaden blei rentedifferansen mot teoretisk ECU (tre-månaders renter) redusert frå -1,2 til -0,5 prosentteiningar. I april og byrjinga av mai medverka ein stabil valutamarknad samt rimeleg god likviditet i den norske marknaden til eit rentefall, og rentedifferansen auka noko igjen. Men mot slutten av mai auka dei norske rentene meir enn andre europeiske renter, og ved utgangen av månaden var rentedifferansen mot ECU -0,4 prosentteiningar. Rentedifferansen heldt seg på dette nivået også i byrjinga av juni.

Rentene i den norske obligasjonsmarknaden heldt fram med å stige i mars og april, og også i mai var marknaden uroleg, med ein auke i den effektive renta på 10-års statsobligasjonar på vel ein halv prosentteining i snitt pr. måned som resultat. Igjen auka dei norske rentene sterkare enn tilsvarende renter i andre europeiske land, og rentedifferansen mot teoretisk ECU (10-års statsobligasjonar) endra seg frå -1,2 ved inngangen til mars til 0,2 prosentteiningar ved utgangen av mai. Hittil i juni har obligasjonsrentene gått noko ned igjen, og dei norske lange rentene er om lag på nivå med dei tilsvarende ECU-rentene.

*Verkemiddelbruken.* Bankane har dei siste månadene i hovudsak hatt eit netto plasseingsbehov i Noregs Bank. Målt som dagleg gjennomsnitt var sentralbankfinansieringa i mars på -5,8 milliardar kroner, i april på 1,3 milliardar kroner, og i mai på -2,6 milliardar kroner. For å trekkje inn delar av overskottslividiteten har det sidan midten av mars blitt lagt ut seks F-innskott av varierende storleik. Også skatteinnbetalingar i mars og utviding

Tabell 2.6. Sentralbanktilførsel<sup>1)</sup>

	1994				
	jan.	feb.	mars.	april.	mai.
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr.)	13,0	1,1	-5,8	1,3	-2,0
av dette D-lån	0,7	0,4	0,3	0,3	0,2
F-lån/innskott	10,4	-1,1	-6,9	-0,6	-3,9
anna finansiering	1,8	1,9	0,8	1,6	1,7
D-lånstilgang	4,9	5,5	4,9	4,6	4,5
Bankenes likvide reserver i form av folioinnskudd i Norges Bank	2,8	3,9	2,7	2,2	4,6

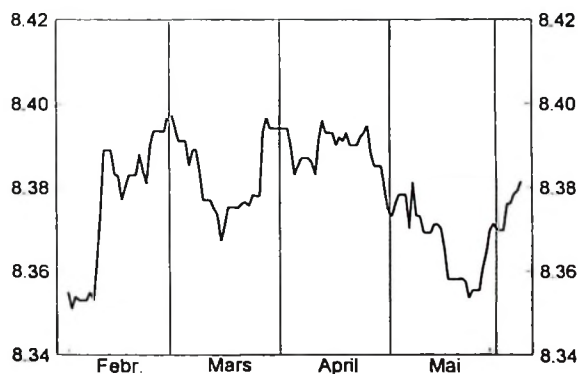
F-lån og F-innskott (-) 1993/1994:

Likviditetsverknad frå:	løpetid (dgr.)	storleik (mrd.kr.)	nominell rente
17. mars 1994	7	-2,2	5,47
7. april 1994	6	-3,5	5,56
20. april 1994	7	2,3	5,46
29. april 1994	20	-6,9	5,26
5. mai 1994	14	-3,07	5,37
10. mai 1994	8	-2,475	5,38
13. mai 1994	5	-1,675	5,23
19. mai 1994	8	5,625	5,11
27. mai 1994	7	5,792	5,02
6. juni 1994	8	-6,700	5,16
9. juni 1994	5	-2,560	5,20
14. juni 1994	6	-5,800	5,15

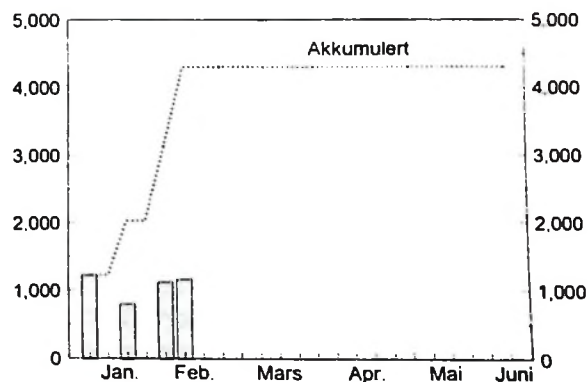
<sup>1)</sup> Oversikt over bankane sine lån i Norges Bank over ein lengre tidsperiode finst bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

Figur 2.6. Kronekursen<sup>1)</sup> og Noregs Banks intervensjonar. 1. november 1993 – 10. mars 1994.

Kroner pr. ECU



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



<sup>1)</sup> Tabell 39 i tabellvedlegget viser månedlege gjennomsnittstal for kronekursen det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

av statsobligasjonslån i mars og mai har verka til å redusere likviditeten.

D-lånstilgangen blei i april redusert frå 200 prosent av berekningsgrunnlaget til 150 prosent. Dette gav bankane ein lånetilgang på vel 4½ milliardar kroner både i april og mai. Utnyttingsgraden har vore lågare enn i byrjinga av året, og var i mars vel 6 prosent, i april 6½ prosent og i mai 4½ prosent. Folioinnskotta har i løpet av perioden vore til dels vesentleg høgare enn D-låna.

D-lånsrenta og renta på bankane sine innskott i Noregs Bank (foliorenta) har vore uendra på respektive 6.75 prosent og 4.75 prosent sidan byrjinga av februar.

*Valutamarknaden.* Det har vore roleg i valutamarknaden, og kronekursen målt mot teoretisk ECU har sidan midten av mars variert mellom 104,5 og 105,0. Noregs Bank har ikkje intervenert i marknaden sidan 8. februar.

Målt med den effektive kronekursen til industrien, depresierte krona frå midten av mars til midten av april med i underkant av 1 prosent. Etter dette har verdien til krona igjen styrkt seg, og var ved utgangen av mai om lag 2 prosent sterkare enn i midten av april.

I mai blei ei ny forskrift om kursordninga til den norske krona vedteke. Forskrifta var ei presisering og vidareføring av den politikken som har vore følgd sidan krona byrja flyte 10. desember 1992, og innebar at pengepolitikken skal innrettast mot å halde valutakursen stabil i forhold til dei europeiske valutaene. Det vil ikkje vere aktuelt å ta i bruk så sterke verkemiddel for å forsvare kronekursen som innanfor eit fastkursregime, men ved vesentlege endringar i kursen skal verkemidla innrettast på at valutakursen etter kvart skal vende tilbake til utgangspunktet.

### Verdipapirmarknaden i Noreg

*Sertifikat.* Bruttoemisjonane av sertifikat var dei tre første månadene i år 28,6 milliardar kroner, drygt 15 milliardar kroner lågare enn i same periode i fjor. Det var særleg ein sterk reduksjon i emisjonen av statssertifikat som førte til nedgangen. Desse gjekk ned med nær 22 milliardar kroner samanlikna med same periode i fjor. Emisjonen av banksertifikat auka derimot med 2½ milliardar kroner. I emi-

sjonane av dei andre sertifikattypane var det berre små endringar.

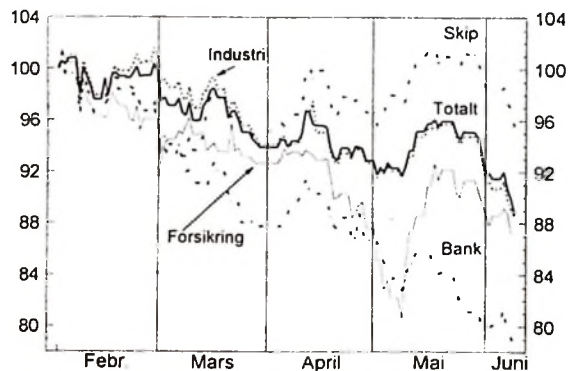
I april blei statssertifikatet med forfall i oktober (SS28) utvida med 2 milliardar kroner, og det blei i mai lagt ut eit nytt tremånaders sertifikat med volum på 3 milliardar kroner.

*Obligasjonar.* Volumet av dei emitterte ihen-dehavarobligasjonane dei tre første månadene i år var om lag det same som i tilsvarende periode i fjor. Emisjonane frå statlege aktørar (statsforvaltninga, statsbankar og statsføretak) fall med nær 9 milliardar kroner, mens emisjonane frå private og kommunar auka.

Statsobligasjonslånet med forfall i 1999 (S462) blei utvida med 3 milliardar kroner i mars. Lågaste aksepterte kurs var 113,10, som svarer til ei effektiv rente på 5,82 prosent. Også i mai blei S462 utvida. Utvidinga var denne gongen på 4 milliardar kroner, og lågaste aksepterte kurs var 109,9. Dette svarer til ei effektiv rente på 6,46 prosent.

*Aksjeindeksen.* Uroa i kapitalmarknadene dei siste månadene smitta over i aksjemarknaden, og frå byrjinga av mars til utgangen av april fall totalindeksen på Oslo Børs med nær 7 prosent. Dette innebar eit fall frå ein indeksverdi på 680 til i underkant av 635. I første halvdel av mai auka kursane igjen, mellom anna som følgje av kutt i dei viktigaste signalrentene frå den tyske sentralbanken og låg prisstiging både i Noreg og USA, men dei fall tilbake igjen mot slutten av månaden, og slut-

Figur 2.7 Aksjemarknaden. Oslo Børs.  
Dagstall 1. februar - 10. juni 1994



Tabell 2.7. Sertifikatmarknaden<sup>1)</sup>. Bruttoemisjoner av sertifikat etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1992	1993	1993	
			januar-april	1994
Statssertifikat	53,3	67,9	27,8	6,0
Banksertifikat	113,6	12,6	4,1	6,4
Kreditsertifikat	14,2	11,4	3,1	3,3
Lånesertifikat	27,1	23,2	8,9	11,1
Finanssertifikat	1,3	1,7	0,0	1,8
I alt	209,5	116,8	43,9	28,6

<sup>1)</sup> Tabell 18 i tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat lagt ut i Norge fordelt på eigarektorar. Tabell 19 viser beholdning av sertifikat etter låntakarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

ta 8. juni om lag 6½ prosent lågare enn i midten av mai.

*Omsetnad av verdipapir:* I løpet av dei fem første månadene i år blei det ved Oslo Børs omsett verdipapir for ein verdi av 968 milliardar kroner. Dette er ein auke på 330 milliardar kroner frå same periode i fjor. Sertifikat-omsetnaden gjekk ned med 45 milliardar kroner til 46 milliardar kroner, mens omsetnaden av obligasjonar auka med 338 milliardar kroner til 839 milliardar kroner. Det var ein spesielt sterk auke i handelen med statsobligasjonar. Mens denne handelen dei fem første månadene i fjor utgjorde 43 prosent av den

Tabell 2.8. Obligasjonsmarknaden<sup>1)</sup>. Bruttoemisjoner av ihendehavarobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1992	1993	1993	
			januar-april	1994
Statsforvaltninga	14,0	42,0	14,0	6,0
Statsbankar og statsforetak	9,9	11,1	3,8	2,9
Private bankar og forsikringselskap	9,7	26,6	9,0	13,7
Kredittforetak	13,8	20,6	6,4	9,1
Private og kommunar	5,8	13,9	1,7	5,3
Utanlandske låntakarar	0,0	0,0	0,0	0,5
I alt	53,3	114,1	34,9	37,5

<sup>1)</sup> Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obligasjonar i VPS fordelt på eigarektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

totale obligasjonsomsetnaden. auka andelen i år til 73 prosent.

#### Utviklinga i finansinstitusjonane

*Renteutviklinga.* Rentenivået i finansinstitusjonane gjekk ned også i første kvartal i år, men fallet var gjennomgåande mindre enn i tidlegare kvartal. Mens gjennomsnittleg rente på utlån frå private bankar (ikkje medrekna nullstilte lån) i løpet av fjoråret blei redusert med 1-1½ prosentteiningar pr. kvartal, var fallet i første kvartal i år på 0,4 prosentteiningar. Etter dette var gjennomsnittleg rente på utlån frå private bankar 8,8 prosent. Gjennom-

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

	1992	1993	1993	
			januar.-mai.	1994
<i>Omsetnad på Oslo Børs</i>				
Obligasjonar	501,5	1 583,7	501,0	838,7
- statsobligasjonar	167,0	893,6	214,9	614,0
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statsobligasjonar <sup>1)</sup>	47,0	32,6	21,0	15,4
Sertifikat	76,9	224,5	91,0	46,2
- statssertifikat	75,8	208,5	84,5	33,2
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statssertifikat <sup>1)</sup>	59,6	126,5	52,1	22,0
Aksjar, teikningsrettar og grunnfondsbevis	63,2	125,5	46,0	82,9
Totalomsetnad Oslo Børs <sup>2)</sup>	641,6	1 933,7	638,2	967,8

<sup>1)</sup> Ikkje medrekna Noregs Banks handel med statsforvaltninga og Folketrygdfondet. Pålydande verdi.

<sup>2)</sup> Ikkje medrekna opsjonar og futures.

Kjelde: Noregs Bank og Oslo Børs.

snittleg rente på innskott i private bankar har vist ei tilsvarande utvikling, og blei i første kvartal redusert med 0,4 prosenteningar til 4,0 prosent. Rentemarginen var uendra på 4,8 prosenteningar. I livsforsikringselskapa fall gjennomsnittleg utlånsrente med 0,7 prosenteningar til 7,0 prosent i første kvartal, mens gjennomsnittleg rente på utlån i kredittforetak fall med 0,8 prosenteningar til 9,2 prosent.

*Resultata til finansinstitusjonane.* Ein sterk reduksjon i tap på utlån og garantiar medverka i første kvartal til betring i driftsresultatet etter tap for finansinstitusjonane. I forretningsbankane (morbankar) var reduksjonen i tapa meir enn sterk nok til å motverke eit fall i verdipapirgevinstane og bortfall av subsidierede grunninnskott frå Noregs Bank. Driftsresultatet etter tap auka dermed frå 6 millionar kroner i første kvartal i fjor til 1 168 millionar kroner i år. Målt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital, tilsvarer dette ei betring på 1,3 prosenteningar til 1,3 prosent. I sparebankane (dei 24 største) var ikkje dei reduserte tapa på utlån store nok til å motverke fallet i verdipapirinntektene, og samanlikna med same kvartal i fjor blei driftsresultatet etter tap svekkja. Målt i kroner gjekk driftsresultatet etter tap ned med 232 millionar kroner til 700 millionar kroner, mens driftsresultatet som andel av gjennomsnittleg forvaltningskapital blei redusert med 0,5 prosenteningar til 1,4 prosent.

Heller ikkje i kredittforetakene var nedgangen i tap på utlån og garantiar sterk nok til å

Tabell 2.10. Renter på innskott og utlån i norske finansinstitusjonar<sup>1)2)</sup>

	Utgangen av			
	2.kv. 1993	3.kv. 1993	4.kv. 1993	1. kv. 1994 <sup>3)</sup>
<b>Forretningsbankar</b>				
Bankinnskott i alt	6,02	5,06	4,48	4,02
Utlån i alt <sup>4)</sup>	11,67	10,23	9,33	8,83
Rentemargin	5,65	5,17	4,85	4,81
<b>Sparebankar</b>				
Bankinnskott i alt	6,17	4,89	4,38	3,99
Utlån i alt <sup>4)</sup>	11,42	9,86	9,02	8,67
Rentemargin	5,25	4,97	4,64	4,68
<b>Livsforsikringselskapa</b>				
Utlån i alt	9,74	8,40	7,68	7,01
<b>Kredittforetak</b>				
Utlån i alt	11,87	11,07	10,03	9,17

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

<sup>2)</sup> I tabell 31 og 32 i tabellvedlegget finst tal for gjennomsnittleg utlånsrente etter ulike typar utlån, og for gjennomsnittleg innskottsrente etter ulike typar innskott i forretnings- og sparebankane. Tabell 33 og 34 viser gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringselskapa og kredittforetakene splitta på ulike typar utlån. Tabellane har tal for dei siste fem kvartalane.

<sup>3)</sup> Foreløpige tal.

<sup>4)</sup> Ikkje medrekna nullstilte utlån.

Kjelde: Noregs Bank

motverke fallet i verdipapirgevinstane, og driftsresultatet etter tap blei redusert med drygt 30 millionar kroner til 299 millionar kroner, eller 1,1 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital.

Finansieringsselskapa (16 største morselskap) oppnådde i første kvartal i år eit resultat etter tap på 2,7 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital. For eitt år sidan var overskottet 2,2 prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital.

Tabell 2.11. Hovudtal for resultata til forretnings- og sparebankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital omrekna til årleg rate<sup>1)</sup>

	Sparebankar <sup>2)</sup>			Forretningsbankar		
	1993	1. kv. 1993	1. kv. 1993 <sup>3)</sup>	1993	1. kv. 1993	3. kv. 1993 <sup>3)4)</sup>
Netto rente- og kredittinntekter	4,73	4,51	4,38	3,07	2,85	2,94
Andre driftsinntekter	1,52	1,68	0,55	1,51	1,58	1,16
Andre driftskostnader	3,03	2,97	3,01	2,32	2,26	2,40
Driftsresultat før tap	3,21	3,25	1,93	2,00	2,03	1,77
Tap på utlån og garantiar	1,19	1,37	0,57	1,41	2,02	0,50
Resultat av ordinær drift	2,02	1,87	1,36	0,58	0,01	1,27

<sup>1)</sup> Sjå tabellvedlegg, tabell 35–37, for lengre tidsseriar. Tabellane 37 og 38 i tabellvedlegget viser resultatutviklinga for kredittforetakene og finansieringsselskapa.

<sup>2)</sup> Utval på 24 bankar.

<sup>3)</sup> Foreløpige tal.

<sup>4)</sup> Ekskl. Oslobanken A/S

Kjelde: Noregs Bank.



Tabell 2.12. Månadlege konjunktural, sesongjustert

	1993	1993							Prosentvis endring			
		3. kv.	4. kv.	1. kv.	feb.	mars.	april.	mai.	Vekst fra same mnd. året før	Siste 3 mndr. i år mot foregåande 3 mndr	Hittil i år mot same periode året før	Siste 3 mndr ut året <sup>1)</sup>
Detaljomssetningsindeks	100	102,0	103,4	106,8	105,3	107,8	101,8	...	2,5	-0,1	9,1	5,0
Sal av nye bilar	5 332	5 781	5 721	6 718	6 683	7 119	7 968	7 753	58,4	19,1	44,1	39,4
Bygg igangsett totalt	4 129,1	1 014,3	1 269,9	1 086,5	369,8	349,9	393,1	...	25,3	-12,7	19,3	7,7
Bustader, kvm.	2 150,4	538,5	664,8	616,1	189,6	195,1	229,2	...	52,7	-12,3	34,1	15,4
Andre bygg, kvm.	1 978,7	476,9	584,6	481,1	177,3	153,5	189,9	...	-0,4	-7,9	5,7	4,1
Industriproduksjon	102,0	102,0	103,7	103,2	106,3	94,9	115,6	...	15,6	0,0	5,4	3,7
Import trad.varer	158 735	41 179	40 403	45 471	15 056	16 497	14 550	14 858	26,5	2,5	16,6	10,4
Eksport trad. varer	112 358	28 642	28 826	29 764	10 148	9 919	9 290	10 145	15,5	0,2	10,3	4,8
Eksport olje og gass	103 472	24 225	27 114	25 177	8 344	8 644	8 140	9 075	-2,9	2,7	-4,9	-1,3
Registrerte ledige	118 172	121 178	114 377	114 345	113 312	114 660	108 546	110 856	-5,9	-2,2	-4,8	-5,4
Sum ledige og tiltak	190 131	192 669	189 648	185 443	182 979	186 546	183 388	186 811	-0,7	-0,5	-1,9	-2,5
Tilg. ledige plassar	22 159	21 706	22 070	21 166	20 124	19 675	30 967	21 510	7,5	15,6	4,2	6,9
Konsumprisindeksen	250,3	250,8	251,6	251,8	252,2	251,7	252,0	252,4	0,9	0,1	1,1	0,7

<sup>1)</sup> Når tal for desember ligg føre, gjeld anslaget neste år.

Tabell 2.13. Kvartalsvise konjunktural, sesongjustert

	1992	1993					Prosentvis endring				
		1993	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.	Vekst fra same kv. året før	Siste to kv. mot foregåande to	Hittil i år mot same periode året før	Årsanslag	
										Siste kv. ut året <sup>1)</sup>	Siste to kv. ut året <sup>1)</sup>
Sysselsette personar AKU	2 002	2 005	2 001	2 008	2 013	2 017	1,1	0,5	1,1	0,6	0,5
Arbeidsstyrken AKU	2 128	2 132	2 132	2 138	2 134	2 131	0,5	-0,1	0,5	-0,0	0,0
Arbeidsledige AKU	126	127	131	130	121	115	-9,5	-9,7	-9,5	-9,8	-8,0
Utførde timeverk AKU	1 665	1 677	1 689	1 668	1 667	1 711	1,8	0,6	1,8	2,1	1,1
Eksportprisar trad. varer	93,3	93,2	94,7	92,4	90,9	94,7	-0,0	-0,8	-0,0	1,6	0,1
Eksportvolum trad. varer	125,9	131,3	130,1	133,3	138,9	136,3	12,7	4,5	12,7	3,8	4,6
Importprisar trad. varer	102,6	104,0	103,4	104,0	104,7	104,7	0,8	1,0	0,8	0,7	0,7
Importvolum trad. varer	110,7	111,5	106,0	116,2	114,6	121,3	12,8	6,2	12,8	8,8	6,5
Industriinvesteringar	194,1	178,5	179,0	191,9	178,4	197,6	21,9	1,4	21,9	10,7	6,7
Eksportordretilgang industri <sup>2)</sup>	303,5	336,3	288,7	347,7	395,1	385,9	23,3	22,7	23,3	14,7	15,8
Innanlandsk ordretilgang industri <sup>2)</sup>	164,8	156,6	160,0	150,0	156,8	174,1	10,3	6,7	10,3	11,2	7,0
Ordretilgang bygg og anlegg	85,0	85,3	83,3	88,4	90,9	86,1	8,6	3,1	8,6	1,0	3,1
Timeløn industriarbeidarar <sup>3)</sup>	99,88	102,54	103,07	102,68	103,53	-	2,6	1,1	2,7	1,0	0,5

<sup>1)</sup> Når tal for 4. kvartal ligg føre, gjeld anslaget neste år.

<sup>2)</sup> For metall og verkstadprodukt ekskl. transportmiddel og boreriggar

<sup>3)</sup> Ukorrigert



# Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1993

Norges Bank har fra og med 1990 utarbeidet to kredittindikatorer, symbolisert ved  $K_2$  og  $K_3$ , i tillegg til den opprinnelige kredittindikatoren,  $K_1$ .  $K_1$  står for brutto innenlandsk kredittvolum i norske kroner (publikums<sup>1</sup> innenlandske bruttogjeld),  $K_2$  for brutto kreditt fra utenlandske kilder inklusive innenlandsk valutafinansiering (publikums utenlandske bruttogjeld), og  $K_3$  for samlet brutto kredittvolum (publikums samlede bruttogjeld). Dette innebærer at  $K_3 = K_1 + K_2$ . En nærmere omtale av indikatorene er gitt i en egen artikkel i Penger og Kreditt nr. 1/1990.

Samlet kreditt fra innenlandske og utenlandske kilder ( $K_3$ ) ble redusert med 7,0 milliarder kroner (0,6 prosent) i 1993. I 1992 gikk kredittvolumet ned med 10,8 milliarder kroner (1,0 prosent). Av nedgangen i 1993 skrev 5,4 milliarder kroner seg fra innenlandsk kreditt ( $K_1$ ), mens utenlandske kilder m.v. ( $K_2$ ) hadde en reduksjon på 1,6 milliarder. Nedgangen i innenlandsk kreditt utgjorde således 77 prosent av den samlede kredittreduksjonen, mens den stod for hele nedgangen og vel så det i 1992 (110 prosent), da utenlandsk kreditt gikk opp det året. Ved utgangen av 1993 skrev 74 prosent av publikums bruttogjeld seg fra innenlandske kilder, mot 75 prosent ett år tidligere.

I det etterfølgende er det gjort nærmere rede for de enkelte kredittkomponenter.

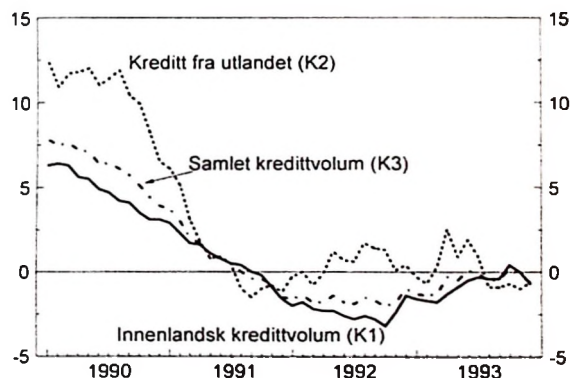
## Kreditt fra utlandet m.v.

Ifølge utenriksregnskapet fant det sted en netto kapitalinngang direkte fra utlandet til publikum på 9,6 milliarder kroner i 1993. Publikumssektorene reduserte derimot sine valutalån fra innenlandske kredittkilder med 11,8 milliarder kroner. Samlet ble dette en netto kapitalutgang på 2,2 milliarder kroner, mot en netto kapitalutgang på 14,7 milliarder i 1992. Tabell 1 viser hvordan disse beløpene fordeler seg på de ulike komponenter.

Tabell 2 angir sammenhengen mellom netto kapitalinngangstallene i tabell 1, veksten i publikums brutto samlede finansielle fordringer på utlandet og utviklingen i publikums utenlandske bruttogjeld,  $K_2$ .

Av tabellen framgår det at kreditt til publikum fra utlandet ( $K_2$ ) ble redusert med 1,6 milliarder kroner i 1993, mot en oppgang på 1,1 milliarder kroner i 1992. I begge disse årene ble innenlandsk valutafinansiering kraftig redusert, en nedgang som ble motvirket av vekst i kreditt direkte fra utlandet. Nedgangen

Figur 1 Kredittindikatorene. Prosentvis vekst siste tolv måneder



i publikums bruttogjeld til utlandet var 0,6 prosent i 1993, mot en økning på 1,0 prosent i 1992. Denne utviklingen framgår også av tabell 3b og figur 1.

I løpet av de siste årene har en stadig mindre del av publikums bruttogjeld til utlandet skrevet seg fra innenlandsk valutafinansiering. Denne delen av  $K_2$  steg riktignok fra 14 prosent ved midten av 1985 til en topp rundt

<sup>1</sup> Publikum er definert som kommuner, ikke-finansielle foretak og privatpersoner.

Tabell 1. Publikums netto kapitalinngang (kapitalutgang -) fra utlandet samt valutafinansiering innenlands. (Milliarder kroner)

	1991	1992	1993
1. Direkte langsiktig kapitalinngang fra utlandet	130,4	112,2	125,4
2. Direkte langsiktig kapitalutgang fra utlandet	128,3	107,7	118,6
3. Netto direkte langsiktig kapitalinngang fra utlandet (1-2)	2,1	4,5	6,8
4. Netto direkte kortsiktig kapitalinngang fra utlandet	-15,6	-1,1	2,8
5. Netto direkte kapitalinngang fra utlandet (3+4)	-13,5	3,4	9,6
Herav:			
Netto direkte investeringer i Norge	-1,8	5,0	14,6
Netto direkte investeringer i utlandet	-7,9	-5,0	-5,5
Utlandets nettokjøp av norske verdipapirer, porteføljeinv.	0,4	4,9	0,9
Nettokjøp av utenlandske verdipapirer, porteføljeinv.	-15,1	-1,2	-10,3
Annen inngang, netto	11,0	-0,3	9,9
6. Innenlandsk valutafinansiering i alt	-9,0	-18,1	-11,8
Herav:			
Forretnings- og sparebanker	-7,8	-6,6	-8,8
Finansieringsselskaper	-0,1	-0,1	0,1
Kredittforetak	1,6	-2,6	2,2
Statsbanker	-1,1	-0,5	-0,4
Sertifkatgjeld i valuta	0,0	0,5	-0,4
Kurskorreksjoner (-)	1,6	8,8	4,5
7. Sum netto kapitalinngang og innenlandsk valutafinansiering (5+6)	-22,5	-14,7	-2,2

32 prosent i begynnelsen av 1991. Men etter en periode hvor andelen svingte noe, satte et mer markert fall inn fra sommeren 1991. Ved utgangen av 1993 var således andelen under 20 prosent.

De siste par årenes utvikling kan ha sammenheng med at kundene velger å finansiere seg direkte i utlandet som følge av bedre betingelser der. En slik forskjell i lånebetingelser kan igjen skyldes at norske finansinstitusjoners manglende tillit i utlandet har vanskeliggjort deres internasjonale finansiering. Nedgangen kan imidlertid også være et resultat av de norske finansinstitusjonenes bestrebelser på å redusere sine balanser.

Som kjent ble hovedtyngden av den gjenværende valutareguleringen avvirket i 1990. Denne nedbyggingen medførte at de fleste restriksjoner på kapital- og tjenestetransaksjoner ble opphevet. Enkelte endringer i valutaforskriften ble foretatt også i 1991, mens det

Tabell 2. Publikums gjelds- og fordringsendring overfor utlandet (transaksjoner) inklusive innenlandsk valutafinansiering. (Milliarder kroner)

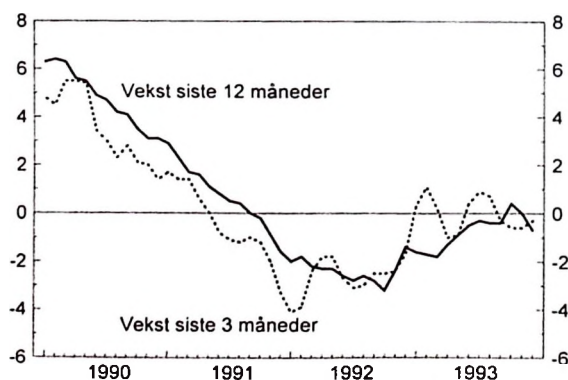
	1991	1992	1993
1. Netto direkte kapitalinngang fra utlandet	-13,5	3,4	9,6
Fordelt på:			
Ia. Brutto gjeldsendring (inngang)	5,7	19,2	10,2
Ib. Brutto fordringsendring (utgang)	19,2	15,8	0,7
2. Innenlandsk valutafinansiering, brutto	-9,0	-18,1	-11,8
3. Publikums brutto gjeldsendring overfor utlandet, medregnet innenlandsk valutafinansiering (1a+2=K <sub>1</sub> )	-3,3	1,1	-1,6

ikke ble gjort noen endringer i 1992 eller 1993 med direkte betydning for publikumssektorenes kapitalinngang. Som før har således verken kommuner eller fylkeskommuner adgang til å ta opp lån i utenlandsk valuta eller stille garanti for slike lån. I 1993 ble imidlertid disse bestemmelsene tatt ut av valutaforskriften, og ansvaret for denne reguleringen overført fra Norges Bank til Kommunal- og arbeidsdepartementet. Ordlyden i Kommunaldepartementets forskrift er identisk med den tidligere valutaforskriften på dette punktet.

#### Innenlandsk kredittilførsel

Etter vedtaket i desember 1992 om å oppheve svingningsmarginene og la den norske kronen flyte, måtte retningslinjene i penge- og valuta-

Figur 2 Kredittindikatoren for innenlandsk kreditt (K<sub>1</sub>). Prosentvis vekst



Tabell 3a. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner og prosent)

	1991		1992		1993 <sup>1)</sup>	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Forretnings- og sparebanker, Postbanken	-8 736	-2,2	12 412	3,2	12 986	3,3
Statsbanker <sup>2)</sup>	13 039	8,2	11 105	6,5	-4 301	-2,4
Private finansieringsselskaper	-652	-3,2	-2 270	-11,6	1 188	6,8
Skadeforsikringsselskaper	155	3,7	1 837	42,5	-1 810	-29,4
Livsforsikring, pensjonskasser	8 859	13,5	6 541	8,8	-7 000	-8,6
Kredittforetak	-24 606	-19,1	-35 871	-34,5	-12 239	-17,9
Obligasjons- og sertifikatmarkedet <sup>3)</sup>	3 140	5,2	-1 741	-2,7	8 750	14,2
Markedslån	-4 900	-30,1	-3 900	-34,2	-3 000	-40,0
Annen kreditt	-17	-2,6	24	3,8	-25	-3,8
Sum <sup>4)</sup>	-13 718	-1,6	-11 863	-1,4	-5 451	-0,7

1) Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

2) Ekskl. Kommunalbankenes formidlingslån.

3) Korrigert for utlendingenes beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

4) Svarer til Norges Banks kredittindikator (K<sub>1</sub>). Merk at utlån i utenlandsk valuta ikke inngår i K<sub>1</sub>, men i K<sub>2</sub> (kreditt fra utlandet).

politikken formuleres på nytt. Gjennom disse retningslinjene søkte en så langt som mulig å ivareta de samme hovedhensyn som lå til grunn for fastkurspolitikken. Siktemålet var å gjeninnføre et system med fast kronekurs når de internasjonale forhold gav tilstrekkelig grunnlag for det. I mellomtiden skulle pengepolitikken utformes med sikte på å oppnå stabile forhold i det norske valutamarkedet, noe som også ville bidra til et lavt rentenivå.

Selv om et stabilt valutamarked var den overordnede målsetting for pengepolitikken i 1993, inngikk også utviklingen i kredittmarkedet i de overveielser som ble foretatt av de pengepolitiske myndigheter. I denne forbindelse er det særlig aggregerte størrelser som innenlandsk kredittilførsel og publikums likviditet som er av interesse. Med sikte på å få løpende oversikt over kredittutviklingen, har Norges Bank i lang tid utarbeidet månedlige kredittindikatorer. Tidligere var det knyttet eksplisitte måltall til veksten i den samlede

kreditt fra innenlandske kilder. Etter hvert ble disse måltallene avløst av intervaller. Fra og med nasjonalbudsjettet for 1992 er det imidlertid ikke blitt fastsatt slike intervaller.

I tabell 3a er det gitt en oversikt over den innenlandske kredittilførselen fordelt på kilder. På grunn av manglende statistikk for kredittilførselen over aksjemarkedet har vi, som i Norges Banks kredittindikator (K<sub>1</sub>), valgt å se bort fra aksjemarkedet i denne tabellen. I 1993 utgjorde den innenlandske kredittilførselen, -5,4 milliarder kroner, dvs. en nedgang i det innenlandske kredittvolumet på 0,7 prosent. Til sammenligning var kredittilførselen -11,9 milliarder kroner i 1992, noe som innebar en reduksjon i kredittvolumet på 1,4 prosent.

Som det framgår av tabellen, var det store forskjeller mellom de enkelte kredittkildene når det gjelder den prosentvise veksten. Utlånene fra statsbankene, skade- og livsforsikringsselskapene, kredittforetakene samt ute-

Tabell 3b. Samlet kredittilførsel til publikum fordelt på innenlandske og utenlandske kilder. (Milliarder kroner og prosent)

	1991		1992		1993	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Innenlandsk kredittilførsel	-13,7	-1,6	-11,9	-1,4	-5,4	-0,7
Utenlandsk kredittilførsel	-3,3	-1,2	1,1	0,4	-1,6	-0,6
Herav:						
Direkte fra utlandet	5,7	3,2	19,2	10,3	10,2	4,9
Innenlandsk valutafinansiering	-9,0	-11,0	-18,1	-24,5	-11,8	-18,3
Samlet kredittilførsel	-17,0	-1,5	-10,8	-1,0	-7,0	-0,6

stående gjeld i form av markedslån ble redusert i 1993. Relativt sett var nedgangen størst i markedslåne og i skadeforsikringsselskaperens utlån. Beløpmessig var det nedgangen i kredittforetakenes utlån som veide mest, etter en reduksjon som var meget sterk også regnet i prosent. Kreditt direkte over obligasjons- og sertifikatmarkedet økte derimot betydelig i 1993. Også finansieringsselskaperens utlån gikk opp i 1993, etter å ha blitt til dels kraftig redusert hvert år fra og med 1989. Den tredje tilførselskilden med vekst i 1993 var utlånene fra forretnings- og sparebankene og Postbanken, som sett under ett hadde en noe lavere prosentvis vekst enn de to forannevnte kilder, men som beløpmessig gav det største vekstbidraget til innenlandsk kreditt.

En bør være oppmerksom på at tilførselstallene i tabell 3a er beregnet på basis av de definisjoner som er lagt til grunn for innenlandsk kreditt i Norges Banks kredittindikator ( $K_1$ ). Dette innebærer at kun kreditt i norske kroner er tatt med i tabellen. Kreditt i utenlandsk valuta fra innenlandske kredittkilder inngår i kreditt fra utlandet ( $K_2$ ) på linje med kapitalinngang direkte fra utlandet, jf. tabellene 1, 2 og 3b. Som følge av dette vil utlånstallene i tabell 3a kunne avvike fra utlånstall i tabeller hvor valutautlånene er inkludert

Det er mye som tyder på at 12-månedersveksten i det innenlandske kredittvolumet nådde et foreløpig bunnpunkt i oktober 1992. Den var da nede i -3,2 prosent etter at den var blitt betydelig redusert i løpet av de foregående fem årene fra en topp ved utgangen av mai 1986 på 23,8 prosent. Ved inngangen til 1993 var veksten som tidligere nevnt, på -1,4 prosent. Selv om veksten falt litt de første månedene av 1993, begynte den å øke igjen utpå vårparten, og ved utgangen av juli var den oppe i -0,3 prosent. Resten av året varierte veksten noe. Den var oppe i 0,4 prosent ved utgangen av oktober, noe som var første positive 12-månedersvekst siden august 1991, for så å falle til -0,7 prosent ved utgangen av året. Den lave veksten i desember har imidlertid sammenheng med at kapitaliserte renter var lavere i desember 1993 enn i desember året før. Dette skyldtes hovedsakelig fallet i rentenivået gjennom 1993.

I de siste årene har finansinstitusjonenes tap på utlån vært betydelige. Etter en topp i

1991 har de blitt adskillig redusert, men er fortsatt forholdsvis høye. De store utlånstapene påvirker kredittallene ved at utestående kreditt blir redusert med de tapsavskrivninger som er foretatt. Tar en hensyn til dette ved å korrigere kredittallene for bokførte tap, blir den innenlandske kredittveksten 0,5 prosent i 1993, 0,4 prosent i 1992, og 1,0 prosent i 1991. Det knytter seg imidlertid en god del usikkerhet til disse beregningene. 1993-tallene er for en stor del fortsatt å betrakte som anslag. En kjenner dessuten ikke tapenes sektorfordeling.

### *Pengemengden*

I Nasjonalbudsjettet for 1993 ble veksten i pengemengden hos publikum ( $M_2$ ) anslått til 4 prosent. Anslaget ble oppjustert til 5 prosent i det reviderte budsjettet, men senere ikke endret. Både den underliggende veksten og 12-månedersraten var stort sett avtakende gjennom hele 1993. Mot slutten av året var den underliggende veksten negativ, og 12-månedersraten bare svakt positiv. I alt økte således  $M_2$  med bare 2,8 milliarder kroner i 1993 (0,5 prosent) mot 37,4 milliarder (7,3 prosent) året før.

I Nasjonalbudsjettet ble det anslått at tilførselen ved sentralmyndighetenes samlede transaksjoner isolert sett skulle bidra til en økning i  $M_2$  på 11,3 prosent i 1993. Dette ble oppjustert til 12,2 prosent i Revidert budsjett, men senere ikke endret. I alt utgjorde tilførselen fra sentralmyndighetene, slik den beregnes i pengemengdestatistikken, 37,6 milliarder (6,9%) mot 82,3 milliarder året før. Når tilførselen fra sentralmyndighetene ble relativt begrenset i 1993 både sammenliknet med året før og i forhold til budsjettanslaget, kan dette tilbakeføres til en særdeles sterk inndragning ved sentralmyndighetenes lånetransaksjoner. Publikums, ikke minst forsikringsselskaperens, kjøp av statspapirer har vært utslagsgivende i den sammenheng. I tillegg var også statsbankenes utlånsvækst – så vidt vi kan se for første gang – negativ, dvs. inndragende. Til sammenlikning kan nevnes at ellers i 90 årene har statsbankenes utlånsvækst ligget på 10-12 milliarder kroner. Det generelt lave rentenivået er nok hovedårsaken til denne utviklingen. Lave innskuddsrenter i bankene har gjort plassering

Tabell 4. Endring i publikums likviditet etter kilde (ekskl. oljeskatter) i 1991, 1992 og 1993 (Tilførsel +, inndragning -). Milliarder kroner og bidrag til vekst (%)

	1991	1992	1993
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter <sup>2)</sup>	44,8 (9,7%)	69,1 (13,5%)	71,2 (13,0%)
Sentralmyndighetenes l�nnetransaksjoner	15,5 (3,4%)	13,3 (2,6%)	-33,6 (-6,1%)
Forretnings- og sparebanker <sup>1)2)</sup>	-27,5 (-6,0%)	-33,0 (-6,4%)	-21,4 (-3,9%)
Herav økning i utlån i valuta <sup>1)</sup>	-9,2 (-2,0%)	-13,4 (-2,6%)	-12,0 (-2,2%)
Skattefrie fondsavsetninger, SMS og BSU <sup>3)</sup>	34,8 (7,6%)	-0,4 (-0,1%)	-1,2 (-0,2%)
Nettovalutasalg til bankene, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter <sup>1)</sup>	-5,9 (-1,3%)	-2,4 (-0,5%)	1,8 (0,3%)
Uspesifisert tilførsel og statistiske feil	-12,8 (-2,8%)	-9,2 (-1,8%)	-14,0 (-2,6%)
Sum likviditetstilførsel til publikum	48,9 (10,6%)	37,4 (7,3%)	2,8 (0,5%)
Oljeskatter	32,1	25,5	26,6

1) Justert for bokholdermessige virkninger av valutakursendringer.

2) Renter på bankenes lån i Norges Bank er inkludert i «sentralmyndighetenes inntektsoverskudd» (-) med 1,4; 3,8 og 5,9 milliarder kroner i 1993, 1992 og 1991.

3) Boligsparing for ungdom f.o.m. 1992.

*Merknad:* Tabellen er satt opp i samsvar med m nedsstatistikken for publikums likviditet (vedleggstabell 24 bak i heftet). På grunn av ulike kilder/beregningsmåter avviker tabellen i m nedsstatistikken noe fra den årsstatistikken som brukes i nasjonalbudsjettene.

i verdipapirer mer attraktivt, samtidig som lave utlånsrenter har ført til overflytting av lån fra statsbankene til de private bankene.

Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd omfatter også inndragningen ved Norges Bank i form av rentebetalinger på sentralbankens lån til og innskudd i bankene. Denne inndragningen utgjorde henholdsvis 1,4, 3,8 og 5,9 milliarder kroner i 1993, 1992 og 1991. Disse renteinntektene danner i neste omgang grunnlag for overføringer til statskassen.

Tilførselen fra sentralmyndighetene omfatter også overføringer fra Staten (f.eks. Statens Banksikringsfond) og Norges Bank til bank-systemet. Denne tilførselen skal i prinsippet

fanges opp i bankregnskapene som inntekt eller øket egenkapital - dvs. inndragning, og overføringene f r således ingen virkning på pengemengden. Dersom tilførselen ikke er fanget opp i de oppgavene vi legger til grunn, for eksempel som følge av periodiseringer eller store regnskapsmessige omvurderinger, vil dette kunne slå ut som «uforklart differanse» i statistikken.

Nettotilf rselen fra forretnings- og sparebankene, medregnet rentebetalingene til Norges Bank (jf. omtalen ovenfor), utlån i valuta, samt skattebetinget sparing beløp seg til -22,6 milliarder kroner (-4,1 prosent) i 1993.  ret før utgjorde bankenes bidrag -33,3 milliarder (-6,5 prosent).

Som nevnt ovenfor økte pengemengden med bare 2,8 milliarder kroner i 1993. Men bak dette skjuler det seg en ulike utvikling når det gjelder de enkelte komponentene. Publikums kassehold alene økte således med 3,3 milliarder (10,1 prosent) og innskudd på anfordring med 13,1 milliarder (5,1 prosent). Tidsinnskuddene, som i hovedsak består av innskudd på spesielle vilkår, sank derimot med 18,3 milliarder (-9,8 prosent). Denne omfordelingen har nok flere årsaker. Det kan være at tidsinnskuddene, i første rekke s rvil-k rsinnskuddene, ble omplassert til verdipapirer, mens det økte kasseholdet henger sammen med at renten på brukskonti nå oppfattes som så lav at det ikke er attraktivt nok å ha penger på konto. En skal heller ikke se bort fra at økt formuesskatt også initierer til økt kassehold.

#### Forretnings- og sparebankene

For forretnings- og sparebankene ble 1993 et år preget av moderat utlånsvekst, reduksjon i forvaltningskapitalen og sterkt redusert sentralbankfunding. Bankene kom i en nettogjeldposisjon overfor utlandet, igjen etter at deres utenlandsfordringer ble betydelig sterkere redusert enn deres utenlandsgjeld.

Forretnings- og sparebankenes utlån til publikum økte med 3,2 milliarder kroner (0,8 prosent) i 1992 og med 2,4 milliarder kroner (0,6 prosent) i 1993. Forvaltningskapitalen økte med 5,1 prosent i 1992 og falt med 4,6 prosent (28,0 milliarder kroner) i 1993.

Bankenes moderate vekst må sees i sammenheng med deres behov for fortsatt konso-

Tabell 5. Forretnings- og sparebankenes balanse (Millioner kroner)

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
<i>Eiendeler:</i>			
Kassebeholdning	2 841	2 554	2 584
Innskudd i Norges Bank, Postgiro, Norges Postbank	1 609	2 565	950
Innskudd i forretnings- og sparebanker	5 453	5 273	6 239
Innskudd i utenlandske banker	23 067	37 464	17 471
Statssertifikater	2 455	2 231	7 415
Andre sertifikater	6 087	3 104	2 735
Stats- og statsbankobligasjoner	23 407	22 924	25 591
Andre ihendehaver- obligasjoner	24 058	29 726	23 095
Lån til utlandet	26 087	26 678	24 560
Utlån til publikum	425 981	429 255	431 698
Herav: Kommuner	11 516	10 925	9 873
Foretak	140 462	144 278	139 781
Husholdninger	274 003	274 052	282 044
Utlån til private finansinstitusjoner	11 593	18 785	12 154
Andre eiendeler <sup>1)</sup>	32 696	34 359	32 402
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>585 334</b>	<b>614 918</b>	<b>586 894</b>
<i>Gjeld og egenkapital:</i>			
Innskudd fra publikum	340 303	373 705	365 559
Herav: Kommuner	21 366	25 412	26 730
Foretak	97 494	116 064	106 930
Husholdninger	221 443	232 229	231 899
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	6 116	4 727	6 871
Innskudd fra private finansinstitusjoner	18 149	18 003	17 930
Innskudd fra stats-, trygdeforv., statsbanker m.v.	8 478	8 044	7 733
Innlån i form av banksertifikater	6 964	1 211	2 979
Lån og innskudd fra Norges Bank	60 623	55 259	16 996
Lån og innskudd fra utlandet	53 640	39 062	42 647
Annen gjeld	72 789	92 666	94 293
Aksje-/grunnfondskapital	14 138	11 851	10 592
Avsetninger, fond etc.	17 255	12 699	16 676
Nettoinntekt	-13 121	-2 309	4 618
<i>Spesifikasjoner:</i>			
Fordringer overfor utlandet	54 582	80 767	50 078
Gjeld overfor utlandet	97 477	78 190	71 763

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

lidering. Det er lagt vekt på kritisk risikovurdering, øket inntjening og styrking av egenkapitaldekningen fremfor vekst. En moderat utlånsetterspørsel de siste årene har bidratt i samme retning. Mot slutten av 1993 viste imidlertid utlånsvæksten en tiltagende tendens.

Av balansetabellen for bankene fremgår det at de økte sine andeler av stats- og statsbank-papirer på bekostning av andre verdipapirer i 1993. Bankenes beholdninger av statssertifikater samt stats- og statsbankobligasjoner økte således med 31,2 prosent (7,8 milliarder kroner) mens beholdningene av andre sertifikater og obligasjoner falt med 21,3 prosent (7,0 milliarder kroner).

Norske bankers innskudd i utenlandske banker og lån til utlandet falt med hele 22,0 milliarder kroner (34,5 prosent) i 1993 etter å ha økt året før, mens lån og innskudd fra utlandet gikk opp med 3,6 milliarder kroner (9,2 prosent). Bankenes netto gjeldsposisjon (spot) overfor utlandet var 21,6 milliarder kroner ved utgangen av 1993.

Som nevnt økte bankenes totale utlån til publikum med 0,6 prosent i 1993. Utlån til husholdninger økte med 2,9 prosent og utgjorde dermed 65,3 prosent av de totale utlån til publikum ved utgangen av 1993.

Utlån til kommunene falt for femte år på rad og gikk ned med 9,6 prosent i fjor. Disse utlånene utgjorde kun 2,3 prosent av de totale utlånene ved utgangen av fjoråret. Foretakenes banklån ble redusert med 3,1 prosent i 1993, omtrent som året før, og utgjorde 32,4 prosent av bankenes totale publikumsutlån ved utgangen av fjoråret.

I 1993 falt innskuddene fra publikum for første gang siden 1990. Nedgangen var 8,1 milliarder kroner (2,2 prosent), mot en vekst på 9,8 prosent i 1992. Størstedelen av nedgangen kom fra foretakenes innskudd som falt med 7,9 prosent. Kun kommunesektoren hadde en positiv innskuddsvækst (5,2 prosent) i 1993, men bidraget til den totale innskuddsvæksten var heller liten da disse innskuddene utgjorde kun 7,3 prosent av de totale innskuddene.

Innskuddene fra husholdningene gikk ned med 0,1 prosent. Husholdningenes andel av de totale publikumsinnskuddene var 63,4 prosent ved utgangen av fjoråret.

Innskuddsmassens sammensetning endret seg også i fjor. Anfordringsinnskuddenes andel vokste fortsatt og utgjorde 59,7 prosent av de totale innskuddene ved årets utgang.

Lån og innskudd fra Norges Bank falt med hele 69,2 prosent eller 38,3 milliarder kroner i 1993. Den relative sentralbankfunding som



andel av forvaltningskapitalen sank dermed fra 9,0 prosent i 1992 til 2,9 prosent i fjor.

### Statsbankene

Utlånsøkingen i statsbankene er en funksjon av tidligere innvilgede utlån innenfor rammer fastlagt av myndighetene, fratrukket innbetalte avdrag på tidligere utbetalte lån. Som kjent ble Postsparebanken omdannet til Postbanken fra begynnelsen av 1993, og den nye private banken faller utenfor det statsbanksystemet den tidligere var en del av. Det blir derfor heretter ikke fastsatt innvilgningsrammer for denne banken.

Staten Nærings- og Distriktsutviklingsfond (SND) ble opprettet med virkning fra 1. januar 1993. Utlånsvirksomheten i SND blir en videreføring av den virksomhet som tidligere ble drevet i Distriktenes Utbyggingsfond, Industribanken, Industrifondet og Småbedriftsfondet.

Statsbankenes samlede utlån (dvs. i norske kroner og utenlandsk valuta) til publikum ble redusert med 4,7 milliarder kroner i 1993, mot en vekst på 10,6 milliarder kroner i 1992. Med unntak av Kommunalbanken og Lånekassen for utdanning reduserte alle statsban-

kene sine utlån i 1993. Prosentvis var nedgangen størst i utlånene fra SND (sammenlignet med de fire opprinnelige bankenes utlån året før) mens det absolutt sett var nedgangen i Husbankens utlån som betydde mest. Holder en valutautlåne utenfor, var nedgangen 4,3 milliarder kroner (2,4 prosent), mot en vekst på 11,1 milliarder (6,5 prosent) i 1992. Nedgangen i statsbankenes utlån i 1993 må for en stor del sees i sammenheng med at rentenivået i det private lånemarked ble enda mer redusert enn statsbankrentene. Dette medførte at en rekke låntakere, særlig blant Husbankens kunder, konverterte sine statsbanklån til lån fra private finansinstitusjoner, samt at nye lån i større grad enn før ble tatt opp utenfor statsbanksystemet. De samlede innvilgningsrammene for statsbankenes utlån ble nedjustert med 34 millioner kroner i løpet av året, og endte på i overkant av 27,8 milliarder kroner. De samlede rammene var dermed 0,6 milliarder høyere enn i 1992.

Til tross for at statsbankenes publikumsutlån ble redusert, økte deres samlede forvaltningskapital med 3,9 milliarder kroner (1,9 prosent) i løpet av 1993. Veksten skrev seg fra utlån til statsforvaltningen, og plasseringer i obligasjoner og bankinnskudd.

Innlån direkte fra statskassen er den viktigste finansieringskilden for statsbankene. Ved utgangen av 1992 utgjorde disse lånene nesten 79 prosent av statsbankenes forvaltningskapital. Denne andelen falt til vel 76 prosent ved utgangen av 1993. Også statsbankenes obligasjonsgjeld ble redusert, mens deres sertifikatgjeld økte kraftig.

Tabell 6. Statsbankenes virksomhet i 1993. (Millioner kroner)

	Innvilgningsrammer i 1993		Faktisk utlansøkning <sup>1,2)</sup>	
	Ifølge nasj.-budsj. 1993	Ifølge sald.-prop. 1994	1992	1993
Husbanken	13 250	13 250	5 742	-5 581
Landbruksbanken	490	490	-226	-1 117
Kommunalbanken	3 100	3 100	1 453	1 135
Industribanken <sup>3)</sup>			-269	
Småbedriftsfondet <sup>3)</sup>			-41	
Industrifondet <sup>3)</sup>			-152	
Fiskarbanken	265	256	-93	-398
Lånekassen for utdanning	6 860	6 860	4 565	3 996
Distriktenes utbyggingsfond <sup>3)</sup>			-323	
Lånekassen for aviser	35	35	-18	-32
SND	3 881	3 847		-2 728
I alt	27 881	27 847	10 637	-4 727

1) Norges Banks anslag.

2) Inklusive utlån i utenlandsk valuta. (Ført til løpende kurs).

3) Fra og med 1993 inkludert i SND (Statens nærings- og distriktsutviklingsfond).

### Skadeforsikringsselskapene

Skadeforsikringsselskapenes utlån til publikum ble redusert med 1,8 milliarder kroner i 1993. Dette var en nedgang på hele 29,4 prosent, mot en oppgang på 1,8 milliarder kroner (42,5 prosent) i 1992. Den sterke oppgangen i disse selskapenes publikumsutlån i 1992 ble altså reversert i 1993. Beløpsmessig var det reduksjonen i utlån til næringslivet som betydde mest for utlånsnedgangen i 1993. Det var også disse utlånene som hadde den sterkeste prosentvise nedgangen, men utlån til lønntakere ble også relativt kraftig redusert. I

Tabell 7. Skadeforsikrings-selskapenes utlån og andre aktiva. (Millioner kroner)

	31. desember		
	1991	1992	1993
<b>Utlån:</b>			
Stats- og trygdeforvaltningen	101	100	100
Finansinstitusjoner	589	717	223
Publikum	4 319	6 156	4 346
<b>Herav:</b>			
Kommuner <sup>1)</sup>	121	88	31
Næringsliv	1 581	2 394	1 212
Lønnstakere m.v.	2 593	3 655	3 099
Andre private sektorer	24	19	4
Utlånet	477	518	378
<b>Utlån i alt</b>	<b>5 486</b>	<b>7 491</b>	<b>5 047</b>
<b>Andre aktiva:</b>			
Kassebeholdning	2	2	0
Norske bankinnskudd	6 319	8 096	7 515
Norske sertifikater	491	531	4 116
Norske ihendehaverobligasjoner	10 499	11 739	14 325
Norske aksjer og andeler	4 678	5 038	6 466
Grunnfondsbevis	0	0	501
Utenlandske bankinnskudd	489	514	743
Utenlandske sertifikater og ihendehaverobligasjoner	4 881	6 463	7 387
Utenlandske aksjer	3 609	2 330	3 414
Andre fordringer <sup>2)</sup>	10 594	9 538	11 037
Realkapital	4 066	3 716	3 576
<b>Andre aktiva i alt</b>	<b>45 628</b>	<b>47 967</b>	<b>59 080</b>
<b>Sum aktiva</b>	<b>51 114</b>	<b>55 458</b>	<b>64 127</b>

1) Kommuneforvaltningen inklusive kommuneforetak.

2) Fratrukket uspesifiserte tapsavsetninger.

tillegg gikk skadeforsikrings-selskapenes utlån til kommuner ned i løpet av 1993, men her var andelen av publikumsutlånene lav allerede i utgangspunktet. Ser en utviklingen i 1992 og 1993 under ett, har det skjedd en omfordeling innen publikumsutlånene fra kommuner og næringslivet til lønnstakere i løpet av denne perioden.

Det var også nedgang i noen av skadeforsikrings-selskapenes øvrige plasseringer i 1993. Utenom publikumsutlånene var den relative reduksjonen sterkest i utlån til norske finansinstitusjoner, som falt med nesten 70 prosent, mens det var deres norske bankinnskudd som hadde den største absolutte nedgangen.

Imidlertid var det flere av skadeforsikrings-selskapenes øvrige eiendeler som hadde sterk vekst i 1993, noe som bidrog til at deres samlede aktiva gikk opp med 15,6 prosent i 1993. Såvel absolutt som relativt var økningen ster-

kest i beholdningene av norske sertifikater, som ble nesten åttedoblet, riktignok fra et i utgangspunktet ganske lavt nivå. Prosentvis var veksten også meget sterk i selskapenes beholdninger av utenlandske aksjer og bankinnskudd og i norske aksjer og andeler. Absolutt sett veide oppgangen i plasseringene i norske ihendehaverobligasjoner tungt, selv om den relative veksten ikke var fullt så høy som for de fleste andre plasseringene. Enda noe mer moderat, såvel beløpsmessig som i prosent, var veksten i selskapenes utenlandske sertifikater og obligasjoner.

### Livsforsikrings-selskaper mv.<sup>2)</sup>

Livsforsikrings-selskapenes vekst tok seg opp igjen i 1993 etter å ha hatt avtakende veksttakt de siste årene. Selskapenes samlede aktiva økte således med 11,1 prosent i 1993, mot 8,6 og 5,6 prosent i henholdsvis 1991 og 1992. Pensjonskassenes aktiva økte i gjennomsnitt med 9,4 prosent i 1993, mens veksten var 14,7 prosent i 1992. Sett under ett ble veksten i livsforsikrings-selskapenes og pensjonskassenes samlede aktiva 10,8 prosent i 1993, mot 7,1 prosent i 1992.

Til tross for at livsforsikrings-selskapenes og pensjonskassenes samlede forvaltningskapital økte, og til og med viste økt veksttakt, gikk utlånene til publikum fra livsforsikrings-selskapene og pensjonskassene ned i 1993. Publikumsutlånene ble således redusert med 7,0 milliarder kroner (8,6 prosent) i 1993, mot en vekst på 6,5 milliarder kroner (8,8 prosent) i 1992.

Livsforsikrings-selskapenes utlån til publikum gikk ned med 5,6 milliarder kroner (7,8 prosent) i 1993. Nesten 80 prosent av denne nedgangen skrev seg fra utlån til lønnstakere, som ble redusert med 10,7 prosent. Enda litt sterkere var det relative fallet i utlån til næringslivet, selv om den absolutte reduksjonen her var betydelig lavere. Til sammen stod nedgangen i utlånene til disse sektorene for mer enn hele fallet i publikumsutlånene. Utlån til kommuner derimot økte i 1993, dog betydelig mindre enn året før, da veksten så vel i

<sup>2)</sup> Omfatter foruten livsforsikrings-selskaper, også private og kommunale pensjonskasser og -fond, i det videre benevnt pensjonskasser.

Tabell 8. Livsforsikringselskapenes utlån og andre aktiva.  
(Millioner kroner)

	31. desember		
	1990	1991	1992
<b>Utlån:</b>			
Stats- og trygdeforvaltningen	1	2	1
Finansinstitusjoner <sup>1)</sup>	2 831	1 750	1 499
Publikum	65 710	72 150	66 558
Herav:			
Kommuner <sup>2)</sup>	12 803	15 043	15 616
Næringsliv	13 286	15 708	13 960
Lønnstakere m.v.	39 230	41 378	36 971
Andre private sektorer	391	21	11
Utlandet	69	49	47
Utlån i alt	68 611	73 951	68 105
<b>Andre aktiva:</b>			
Kassebeholdning	4	1	1
Norske bankinnskudd	4 773	3 792	5 600
Norske sertifikater	1 417	3 626	6 486
Norske ihendehaverobligasjoner	56 647	53 103	67 726
Norske aksjer	15 139	13 008	17 732
Grunnfondsbevis	32	12	36
Utenlandske bankinnskudd	297	219	276
Utenlandske verdipapirer	13 113	21 162	25 657
Andre fordringer <sup>3)</sup>	9 356	9 564	7 338
Realkapital	9 140	10 006	10 330
Andre aktiva i alt	109 918	114 493	141 182
Sum aktiva	178 529	188 444	209 287

1) Inklusive omsetningsdokumenter.

2) Kommundeforvaltningen inklusive kommundeforetak.

3) Fratrukket uspesifiserte tapsavsetninger.

disse utlånene som i næringslivsutlånene var mer enn 17 prosent. Ved utgangen av 1993 stod kommuneutlån for 23 prosent av selskapenes utlån til publikum, mot 21 og 56 prosent for henholdsvis næringsliv og lønnstakere.

Livsforsikringselskapenes utlån til finansinstitusjoner ble redusert med 14,3 prosent i fjor etter å ha gått ned med nesten 40 prosent i løpet av 1992. Mesteparten av nedgangen skrev seg fra utlån til private kredittforetak.

Av en økning i livsforsikringselskapenes samlede forvaltningskapital på vel 11 prosent og en nedgang på nesten 8 prosent i selskapenes samlede utlån, følger at det skjedde en kraftig omfordeling innenfor selskapenes balanser fra utlån til andre aktiva i løpet av 1993. I gjennomsnitt økte således andre aktivaposter enn utlån med vel 23 prosent i 1993.

Ser en bort fra grunnfondsbevis, hvor initialbeholdningene var svært lave, var det sel-

Tabell 9. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Utlån og andre aktiva.  
(Millioner kroner)

	31. desember		
	1991	1992	1993
Utlån til publikum	8 757	8 859	7 450
Bankinnskudd	3 716	4 222	3 990
Norske ihendehaverobligasjoner	17 102	21 876	26 611
Andre aktiva	6 238	6 123	6 908
I alt	35 813	41 080	44 959

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

skapenes beholdninger av norske sertifikater og norske bankinnskudd som hadde den sterkeste prosentvise veksten i 1993, henholdsvis 78,9 og 47,7 prosent. Beløpmessig var det imidlertid veksten i beholdningene av norske ihendehaverobligasjoner som betydde klart mest. Størstedelen av denne økningen, på 14,6 milliarder kroner, skrev seg fra statsobligasjoner og stod for om lag 70 prosent av veksten i selskapenes samlede forvaltningskapital i 1993. Så vel beløpmessig som i prosent var også veksten i norske aksjer og andeler og utenlandske verdipapirer betydelig.

Den sterke veksten i livsforsikringselskapenes plasseringer i utenlandske verdipapirer er fortsettelsen av en utvikling som har foregått over flere år. Siden 1990 har således selskapenes beholdninger av slike papirer økt med nesten 23 milliarder, noe som innebærer bortimot en tidobling. Størstedelen av denne økningen har falt på ihendehaverobligasjoner.

Ifølge foreløpige tall ble pensjonskassenes utlån til publikum redusert med 1,4 milliarder kroner (15,9 prosent) i 1993, mot en oppgang på 0,1 milliarder kroner (1,2 prosent) året før. Også pensjonskassenes bankinnskudd gikk ned i 1993, mens mer enn hele økningen i pensjonskassenes samlede midler ble plassert i norske ihendehaverobligasjoner.

#### Private finansieringsselskaper

Finansieringsselskapenes utlån i norske kroner til publikum, regnet netto, gikk opp med 1,2 milliarder kroner (6,8 prosent) i 1993, mot en nedgang på 2,3 milliarder kroner (11,6 prosent) i 1992. Dette var det første året med

Tabell 10. Balanse for private finansierings-  
selskaper. (Millioner kroner)

	31. desember		
	1991	1992	1993
Bankinnskudd	897	649	733
Statskasseveksler og sertifikater	24	0	12
Ihendehaverobligasjoner	12	0	0
Utlån (brutto) <sup>1)</sup>	23 347	22 160	23 056
Herav:			
Utlån i NOK			
til publikum (netto)	19 617	17 347	18 535
Andre utlån (netto)	1 774	1 160	727
Andre aktiva <sup>2)</sup>	1 662	-679	-588
Aktiva i alt	25 942	22 130	23 213
Finanssertifikater	833	40	1 210
Lån fra andre enn banker	9 514	6 431	9 584
Lån fra banker	8 177	9 599	5 614
Kapital, fond m.v.	4 703	3 711	3 404
Andre passiva <sup>3)</sup>	2 715	2 349	3 401
Passiva i alt	25 942	22 130	23 213

1) Inklusive ansvarlig lånekapital og leietfinansiering.

2) Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

3) I 1993-tallene er inntekter-utgifter ført under «andre passiva».

vekst i disse utlånene siden 1988. I forhold til 1988 er volumet av slike utlån redusert med 40 prosent de siste fem årene.

Mer enn hele økningen i disse selskapenes publikumsutlån i 1993 skrev seg fra utlån til lønnstakere, etter at disse utlånene vokste med nesten 23 prosent. Enda litt sterkere var den prosentvise veksten i kommuneutlånene, hvor imidlertid beholdningene var svært beskjedne ved inngangen til året. Beløpsmessig betydde derfor oppgangen i utlån til næringslivet langt mer, selv om den prosentvise veksten var mer beskjeden. Til tross for mindreveksten i 1993 er næringslivsutlånenes andel av publikumsutlånene fortsatt større enn lønnstakerutlånene.

For første gang siden 1988 gikk også finansieringsselskapenes samlede aktiva opp i 1993. Økningen var 1,1 milliarder kroner (4,9 prosent). Sammenlignet med situasjonen ved utgangen av 1988 er likevel summen av deres eiendeler blitt mer enn halvert.

Veksten i netto kroneutlånene til publikum stod for mer enn hele oppgangen i selskapenes samlede aktiva i 1993. Målt i prosent var økningen i bankinnskuddene enda sterkere, men beløpsmessig slo dette lite ut som følge av lave beholdninger. Av aktivaposter med

Tabell 11. Private finansieringsselskapers  
utlån (netto) i NOK fordelt på lån-  
takersektorer. (Millioner kroner)

	31. desember		
	1991	1992	1993
Statsforvaltningen	19	24	29
Finansinstitusjoner	1 374	703	343
Publikum	19 617	17 347	18 535
Herav:			
Kommuner <sup>1)</sup>	54	59	73
Næringsliv	9 895	10 047	10 186
Lønnstakere m.v.	9 221	6 749	8 266
Andre private sektorer	447	492	10
Utlandet	0	2	2
Sum utlån (netto)	21 010	18 076	18 909

1) Kommuneforvaltningen inklusive kommuneforetak.

nedgang i fjor må en først og fremst trekke fram utlån til finansinstitusjoner. I likhet med publikumsutlån har også disse utlånene blitt kraftig redusert de siste årene. Til forskjell fra utviklingen i publikumsutlånene fortsatte denne nedgangen i 1993. Etter mer enn en halvering i fjor utgjør slike utlån nå under 4 prosent av hva de var fem år tidligere.

På finansieringsselskapenes passivaside skjedde det en betydelig omfordeling mellom de enkelte finansobjektene i 1993. Lån fra banker ble redusert med 4 milliarder kroner, eller mer enn 40 prosent. Disse lånene ble erstattet med lån fra andre enn banker, som økte med 3,2 milliarder kroner (nesten 50 prosent) og gjeld i form av finanssertifikater. Sertifikatgjelden ble mer enn trettidoblet, etter en vekst på 1,2 milliarder, men var svært lav i utgangspunktet på grunn av en kraftig reduksjon året før. «Andre passiva» som for en stor del består av «annen gjeld», økte også med mer enn 40 prosent i 1993.

#### Private kredittforetak

Kredittforetakenes samlede eiendeler ble redusert med 9,0 prosent i 1993. Dette var tredje året på rad med fall i disse selskapenes aktiva, etter en reduksjon på 10,5 prosent i 1991 og 26,4 prosent i 1992. Siden utgangen av 1990 er kredittforetakenes balanser blitt redusert med mer enn 73 milliarder, noe som svarer til

Tabell 12. Balanse for private kredittforetak.  
(Millioner kroner)

	31. desember		
	1991	1992	1993
Norske bankinnskudd	5 901	3 053	1 770
Sertifikater	6 599	6 899	5 751
Ihendehaverobligasjoner	13 539	10 243	12 466
Utlån til finansinstitusjoner	311	184	900
Utlån til publikum <sup>1)</sup>	121 606	83 132	73 081
Herav:			
Kommuner <sup>2)</sup>	5 557	3 350	2 949
Næringsliv	86 729	60 268	54 154
Lønnstakere m.v.	29 048	19 306	15 802
Andre private sektorer	272	208	176
Andre utlån	9 693	10 490	10 127
Andre aktiva <sup>3)</sup>	5 583	6 178	5 310
Sum eiendeler	163 232	120 179	109 405
Kortsiktig gjeld	19 307	12 888	14 072
Langsiktig gjeld	136 081	97 824	83 172
Herav:			
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner	99 484	55 077	43 048
Andre passiva	7 844	9 467	12 161
Sum gjeld og egenkapital	163 232	120 179	109 405

1) Inklusive utlån i utenlandsk valuta.

2) Inklusive kommuneforetak.

3) Underkurs ved utlån og uspesifiserte tapsavsetninger er fratrukket under «andre aktiva».

en kumulert nedgang på 40 prosent.

Den sterke nedgangen i 1992 er imidlertid påvirket av omdannelsen av «Bolig og Næringskreditt» fra kredittforetak til bank høsten 1992. En kan korrigere for dette ved å trekke det omdannede kredittforetakets balansetall ved utgangen av 1991 fra de samlede kredittforetakenes balansetall på dette tidspunktet. Beregnet på denne måten blir nedgangen i kredittforetakenes forvaltningskapital i 1992 noe lavere, nemlig 15,7 prosent.

Kredittforetakenes utlån i norske kroner til publikum ble redusert med 12,2 milliarder kroner (17,9 prosent) i 1993. I 1992 gikk disse kroneutlånene ned med 35,9 milliarder kroner (34,5 prosent). Korrigert for det omdannede kredittforetaket var nedgangen i 1992 ikke fullt så stor, nemlig 17,4 milliarder kroner (20,3 prosent).

Av balansetabellen for kredittforetakene framgår det at deres utlån til publikum i norske kroner og i utenlandsk valuta gikk ned med 10,1 milliarder kroner (12,1 prosent) i 1993. Prosentvis var reduksjonen sterkest i utlån til lønnstakere, mens det absolutt sett var

fallet i utlån til næringsliv som betydde mest. Også nedgangen i utlån til kommuner var relativt sett sterkere enn fallet i næringslivsutlånene, men denne sektorens lån utgjorde allerede i utgangspunktet en relativt liten andel av publikumsutlånene. Ved utgangen av 1993 utgjorde utlån til næringslivet 74 prosent av kredittforetakenes samlede utlån til publikum, mens utlån til lønnstakere og kommuner stod for henholdsvis 22 og 4 prosent.

For øvrig ble kredittforetakenes bankinnskudd redusert med mer enn 40 prosent i 1993, etter en sterk nedgang også i 1992. Noe lavere var reduksjonen i deres beholdninger av sertifikater, mens beholdningene av ihendehaverobligasjoner gikk opp igjen i 1993 etter å ha blitt kraftig redusert året før.

Passivasiden i kredittforetakenes balanseoppstilling viser at størstedelen av deres innlån fortsatt er basert på langsiktig finansiering. Mer enn hele nedgangen i kredittforetakenes samlede eiendeler i 1993 hadde imidlertid langsiktig gjeld som motpost på passivasiden, mens kortsiktig gjeld økte. Andelen av langsiktig finansiering ble således redusert i 1993, men er likevel fortsatt høyere enn den var ved utgangen av 1988.

#### Obligasjons- og sertifikatmarkedet

Kreditttilførselen direkte til publikum over det innenlandske obligasjons- og sertifikatmarkedet defineres som endringen i publikumssektorenes bruttogjeld i norske kroner i form av obligasjoner og sertifikater til innenlandske långivere. Publikums innenlandske bruttogjeld av denne typen blir beregnet som publikums samlede bruttogjeld i slike verdipapirer tatt opp i Norge (men med både innenlandske og utenlandske långivere) fratrukket utlandets beholdning av slike obligasjoner. (Sistnevnte inngår i K2.). Beregnet på denne måten var kreditttilførselen direkte over obligasjons- og sertifikatmarkedet 8,8 milliarder kroner i 1993, noe som innebærer at oppgangen i publikums utestående obligasjons- og sertifikatgjeld ble 14,2 prosent. I 1992 gikk publikums gjeld av denne typen ned med 1,7 milliarder kroner (2,7 prosent).

Oppgangen i publikums gjeld i disse markedene i 1993 skrev seg i sin helhet fra obligasjoner, hvor bruttogjelden økte med 11,3

milliarder kroner (19,7 prosent). Denne oppgangen ble imidlertid motvirket av en økning i utlandets beholdning av publikumsobligasjoner på 0,1 milliarder og en nedgang i sertifikatkjelden på 2,4 milliarder (46,3 prosent).

Bruttogjeldsdataene som inngår i disse beregningene, er basert på pålydende verdier. Siden omvurderinger dermed ikke vil være aktuelle i denne sammenheng, innebærer dette at bruttogjelden beregnet ved utgangen av en periode kan beregnes som verdien ved periodens inngang påpluss periodens bruttoemisjoner og fratrukket verdien av papirer som har forfalt i løpet av perioden (avdrag). Denne sammenhengen blir brukt ved de løpende beregningene i Norges Banks kredittindikator når emisjonstall foreligger for endelige bruttogjeldsdata.

Brutto ble det emittert *ihendehaverobligasjoner* innenlands for 114,1 milliarder kroner i 1993, dvs. for mer enn dobbelt så mye som i 1992. Alle innenlandske sektorer så nær som «andre finansinstitusjoner» økte sine emisjonsvolum i forhold til året før. Så vel beløpsmessig som i prosent var oppgangen størst for statsforvaltningen, som emitterte for tre ganger så mye som året før, men også de private bankene, publikumssektorene sett under ett og kredittforetakene hadde en betydelig høyere emisjonsaktivitet enn året før.

Av veksten i publikumssektorenes brutto-

emisjoner skrev mer enn halvparten seg fra kommuner og kommuneforetak, mens det var private foretak som hadde størst oppgang målt i prosent.

Den sterke økningen i emisjonsvolumet bidrog til at også samlet obligasjonsgjeld tatt opp i det innenlandske marked, vokste i 1993. I alt var økningen 39,4 milliarder kroner, dvs. 14,8 prosent, mot en nedgang på 8,2 milliarder (3,0 prosent) i 1992. Vel halvparten av oppgangen skrev seg fra statsforvaltningen, men de private bankene hadde en enda høyere prosentvis vekst i sin obligasjonsgjeld. Til tross for kredittforetakenes økte emisjonsaktivitet sett i forhold til året før, gikk deres obligasjonsgjeld ned i 1993.

Veksten i publikums obligasjonsgjeld var på nesten 20 prosent og representerte mer enn en fjerdedel av samlet økning i den innenlandske obligasjonsgjelden. Nesten halvdel av publikumsveksten skrev seg fra kommuner og kommuneforetak, men det var disse sektorene som hadde svakest oppgang målt i prosent. Sterkest relativ økning var det således i de private foretakenes obligasjonsgjeld, som stod for 40 prosent av veksten i publikumssektorenes gjeld av denne typen i løpet av fjoråret.

Mens obligasjonsemisjonene nesten ble fordoblet fra 1992 til 1993, ble bruttoemisjonene av *sertifikatlån tatt opp innenlands*, bortimot halvert i 1993 i forhold til året før. I 1993

Tabell 13. Brutto låneopptak og utestående gjeld<sup>1)</sup> i NOK – obligasjoner fordelt på låntakergrupper. (Millioner kroner)

	Bruttoemisjoner			Utestående obligasjonsgjeld pr. 31. desember		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Statsforvaltningen	12 000	14 000	42 000	69 759	78 034	98 139
Statsbanker	1 750	8 622	9 154	18 306	20 909	21 928
Private banker	2 577	9 177	24 316	11 034	37 213	51 206
Private kredittforetak	25 679	13 848	20 553	115 768	68 331	62 122
Andre finansinstitusjoner	85	561	500	1 795	2 055	2 062
Publikum (private og kommuner)	9 981	7 046	17 594	55 573	57 460	68 798
Herav:						
Statsforetak, statens forretningsdrift	1 409	1 260	1 943	6 016	6 453	7 886
Kommuner og kommuneforetak	6 150	4 561	9 985	38 007	39 545	44 821
Private foretak m.v.	2 422	1 225	5 666	11 550	11 462	16 091
Utlandet	300	0	0	1 390	1 390	540
I alt	52 372	53 254	114 117	273 625	265 392	304 795

1) Obligasjoner registrert i Verdipapirsentralen og Norges Bank.

Kilde emisjoner: Norges Bank.

Kilde obligasjonsgjeld: Verdipapirsentralen og Norges Bank.

Tabell 14. Sertifikater lagt ut i Norge, fordelt på låntakergrupper. (Millioner kroner)

	Bruttoemisjoner			Utestående sertifikatgjeld pr. 31. desember		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Staten	38 406	53 298	67 878	31 206	36 798	50 478
Statsbanker	3 000	4 400	10 879	2 750	3 900	7 628
Private banker	107 774	113 582	12 600	6 694	116	2 665
Private kredittforetak	17 046	14 235	11 385	7 436	4 670	6 695
Private finansieringsselskaper	2 025	1 335	1 740	1 400	50	1 350
Publikum (Private og kommuner)	26 917	21 454	12 314	9 395	5 334	2 865
Herav:						
Statsforetak	3 155	1 450	755	1 595	25	200
Kommuner og kommuneforetak	6 766	5 431	6 244	2 995	2 013	1 307
Private foretak <sup>1)</sup>	16 996	14 573	5 315	4 805	3 296	1 358
Utlandet	110	400	0	110	200	0
I alt	195 278	208 704	116 796	58 991	51 068	71 681

<sup>1)</sup> Av utest. gjeld pr. 31/12-1993 er 13 mill. kroner forfalt, men ikke innfridd.

ble det således emittert sertifikater for 116.8 milliarder kroner, mot 208.7 milliarder kroner i 1992. Hele nedgangen og vel så det skrev seg fra banksertifikater. De private bankene reduserte således sin emisjonsvirksomhet med nesten 90 prosent i forhold til året før. Også publikumssektorene og kredittforetakene foretok en betydelig reduksjon av sine aktiviteter på dette feltet, mens staten, statsbankene og framfor alt finansieringsselskapene økte sine emisjonsvolum i 1993 i forhold til 1992.

Reduksjonen i publikums brutto emisjonsvolum i sertifikater var vel 40 prosent i 1993 sammenlignet med året før. Mer enn hele denne nedgangen kom fra sertifikater utstedt av private foretak, hvor en kunne notere et fall på over 60 prosent. Også statsforetakene og statens forretningsdrift emitterte mindre enn året før, en reduksjon som imidlertid beløpsmessig ble mer enn oppveid av økt emisjonsaktivitet fra kommuner og kommuneforetak.

Til tross for nedgangen i emisjonsvolumet fra 1992 til 1993 økte den samlede utestående sertifikatgjeld tatt opp innenlands med 20,6 milliarder kroner i 1993, dvs. med vel 40 prosent. Om lag to tredeler av denne veksten skrev seg fra statssertifikatgjeld. Prosentvis var imidlertid oppgangen i sertifikatgjelden betydelig sterkere for alle typene av finansinstitusjoner. Særlig sterk var veksten i bank- og finanssertifikatgjeld, noe som imidlertid må sees i sammenheng med lav gjeld ved inngangen til 1993 etter kraftig nedgang året før.

Tabell 15. Markedslån. (Milliarder kroner)

	31. desember			
	1990	1991	1992	1993
<i>Garantert av:</i>				
Private finansieringsselskaper	0,1	0,0	0,1	0,1
Forsikringsselskaper	7,5	4,6	2,4	1,6
Forretningsbanker	1,6	1,0	0,9	0,5
Sparebanker	1,1	0,7	0,5	0,3
Sum lån med garanti	10,3	6,4	3,9	2,5
<i>Lån uten garanti:</i>				
Formidlet av megler	4,3	4,0	3,1	1,7
Formidlet av bank	1,7	1,0	0,5	0,3
Sum markedslån med og uten garanti	16,3	11,4	7,5	4,5

Publikums sertifikatgjeld ble redusert med nesten 50 prosent i løpet av 1993. I underkant av 80 prosent av denne nedgangen kom fra private foretak, som også regnet i prosent var den sektoren som reduserte sin sertifikatgjeld mest. Kommuner og kommuneforetak kunne også registrere et fall i sin gjeld av denne typen, mens statsforetakene og statens forretningsdrift sett under ett økte sin sertifikatgjeld i løpet av 1993.

# Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1993

## Bankenes utlånsrenter

Etter den generelle renteøkningen i forbindelse med valutauroen høsten 1992, kom det i 1993 et rentefall som vedvarte hele året, men med en tendens til utflating i fjerde kvartal.

Bankenes renter på utlån i alt i norske kroner til publikum ble redusert med 4,9 prosentpoeng i 1993 og lå på 8,9 prosent ved utgangen av året. Bildet endrer seg ikke om de nullstilte lånene (misligholdte lån som ikke gir rente) holdes utenfor beregningen. Rentnivået for bankenes ikke nullstilte lån, som lå på 14,3 prosent ved inngangen til 1993, sank således til 9,2 prosent i løpet av året. Ved utgangen av 1993 utgjorde de nullstilte lånene som rapporteres til rentestatistikken 3,3 prosent av utlånsmassen, mot 3,4 prosent ett år tidligere. Disse lånene bidrog til å trekke rentnivået ned med 0,3 prosentenheter pr. utgangen av 1993, mot 0,5 prosentenheter ett år tidligere. Reduksjonen i utlånsrentene i 1993 – med utflating mot slutten av året – gjaldt for begge de to bankgruppene. For året sett under ett sank utlånsrentene i forretningsbankene med gjennomsnittlig 5,2 prosentpoeng, mens de sank med 4,6 prosentpoeng i sparebankene. Holdes nullrentelånene utenfor beregningen, gir det en nedgang på 5,3 prosentpoeng i forretningsbankene og på 4,9 i sparebankene. At sparebankene reduserte sine utlånsrenter mindre enn forretningsbankene i

Tabell 1. Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. på lån til og innskudd fra publikum i norske kroner

	31.12 1992	31.03 1993	30.06 1993	30.09 1993	31.12 1993
1. Banklån i alt	13,8	12,7	11,1	9,8	8,9
2. Ikke nullstilte utlån	14,3	13,1	11,5	10,1	9,2
3. Bankinnskudd i alt	9,1	7,9	6,1	5,0	4,4
4. Rentemargin (2-3)	5,2	5,2	5,4	5,1	4,8
5. Utlån livselskaper	11,7	11,4	9,7	8,4	7,7
6. Utlån kreditforetak	12,5	12,4	11,9	11,1	10,0

1993, må sees i sammenheng med utviklingen i 1992, da rentenivået i forretningsbankene økte, mens det også da ble redusert i sparebankene.

Omkring 85 prosent av bankenes utlån til publikum er mellomlange og langsiktige lån

Tabell 2. Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. for bankutlån til publikum i norske kroner, medregnet nullstilte lån

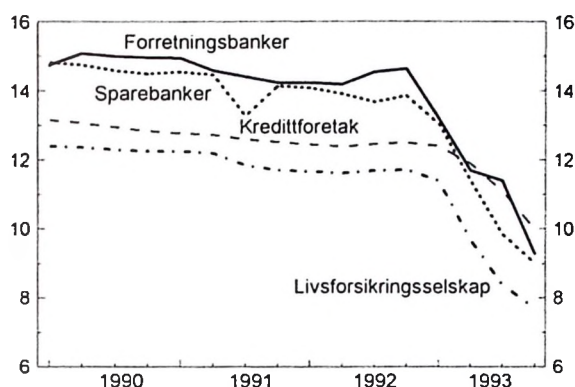
	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
<i>Alle banker:</i>			
Utlån i alt	13,7	13,8	8,9
Kortsiktige utlån	14,0	14,6	9,6
Kassekreditter m.v.	15,8	16,0	10,1
Boligbyggelån	13,8	13,8	11,0
Mellomlange og langsiktige utlån	13,7	13,6	8,8
<i>Forretningsbanker:</i>			
Utlån i alt	13,8	14,1	8,9
Kortsiktige utlån	13,6	14,8	9,1
Kassekreditter m.v.	15,1	16,2	9,6
Boligbyggelån	13,7	14,0	10,8
Mellomlange og langsiktige utlån	13,8	13,9	8,9
<i>Sparebanker:</i>			
Utlån i alt	13,7	13,4	8,8
Kortsiktige utlån	14,6	14,2	10,3
Kassekreditter m.v.	15,9	15,6	11,1
Boligbyggelån	13,8	13,6	11,1
Mellomlange og langsiktige utlån	13,5	13,3	8,7

Tabell 3. Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. for bankutlån til publikum i norske kroner, eksklusive nullstilte lån

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
<i>Alle banker:</i>			
Utlån i alt	14,2	14,3	9,2
Kortsiktige utlån	15,4	16,3	10,5
Kassekreditter m.v.	16,3	17,4	10,9
Boligbyggelån	14,1	14,0	11,1
Mellomlange og langsiktige utlån	13,9	13,8	9,0
Forretningsbanker	14,2	14,6	9,3
Sparebanker	14,1	13,9	9,0



Figur 1 Utlånsrentenivået i private finansinstitusjoner (ikke medregnet nullstilte lån. Prosent p.a.)



(81 prosent i forretningsbankene og 88 prosent i sparebankene). I 1993 økte denne andelen på bekostning av rammelånene. Dette gjaldt for begge bankgruppene. Husholdningenes boliglån faller hovedsakelig under denne utlåns-kategorien, og boliglånene har således hatt en relativt sterk økning i 1993, vel 9 milliarder kroner i sparebankene og knapt 4 i forretningsbankene. Til sammen utgjorde dette mer enn bankenes samlede utlånsvekst til publikum. Overflytting av boliglån fra andre kredittinstitusjoner forklarer sannsynligvis det meste av økningen. Bankene har således ved sin prisfastsettelse øket sin markedsandel for boliglån relativt sterkt i 1993. Ved utgangen av året lå gjennomsnittrentene for mellomlange og langsiktige lån på 8,9 prosent i forretningsbankene og 8,7 i sparebankene, eksklusive nullrentelån lå de på henholdsvis 9,2 og 8,8 prosent, etter en reduksjon på 4,9 og 4,8 prosentpoeng i løpet av året.

De kortsiktige utlånsrentene lå på 9,1 prosent i forretningsbankene og på 10,3 i sparebankene ved utgangen av fjerde kvartal 1993. Eksklusive nullrentelån lå nivået på henholdsvis 10,1 og 11,1 prosent.

Det kraftige rentefallet i 1993 gjenspeiles også i tallene for spredningen i nivået på utlånsrentene. Mens vel 65 prosent av bankene hadde gjennomsnittrenter på 13 prosent (eller høyere) ved utgangen av 1992 lå samtlige banker under 12 prosent ved utgangen av 1993, og 63 prosent av dem lå under 9 prosent.

Tabell 4. Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. på bankinnskudd fra publikum i norske kroner

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
<i>Alle banker:</i>			
Innskudd i alt	8,7	9,1	4,4
På ordinære vilkår	8,1	8,1	4,1
Anfordring <sup>1)</sup>	8,0	7,9	3,8
Tid	9,6	10,7	5,5
SMS og BSU	8,4	8,2	6,3
På spesielle vilkår	10,0	11,2	5,5
<i>Forretningsbanker:</i>			
Innskudd i alt	8,7	9,4	4,5
På ordinære vilkår	8,1	8,2	4,1
Anfordring <sup>1)</sup>	8,1	8,0	3,8
Tid	9,5	11,4	5,7
SMS og BSU	7,9	8,5	7,5
På spesielle vilkår	9,9	11,3	5,6
<i>Sparebanker:</i>			
Innskudd i alt	8,7	8,7	4,4
På ordinære vilkår	8,1	8,0	4,1
Anfordring <sup>1)</sup>	7,9	7,9	3,9
Tid	9,7	10,0	5,3
SMS og BSU	8,7	8,1	4,9
På spesielle vilkår	10,1	10,5	5,4

<sup>1)</sup> Arbeids-/brukskonti og andre innskudd uten oppsigelse.

#### Bankenes innskuddsrenter

Bankenes gjennomsnittsrenter for innskudd i norske kroner fra publikum var 4,4 prosent pr. utgangen av 1993. Dette var en nedgang på 4,7 prosent siden forrige årsskifte. I likhet med utlånsrentene sank også innskuddsrentene kontinuerlig gjennom hele året. Forretningsbankenes innskuddsrenter gikk ned med 4,9 prosentpoeng fra forrige årsskifte til 4,5 prosent ved utgangen av 1993. I sparebankene var reduksjonen litt mindre, på 4,3 prosent, og her var nivået 4,4 prosent ved utgangen av året.

Knapt 26 prosent av publikums kroneinnskudd i bankene var innskudd på spesielle vilkår (særinnskudd). Andelen av slike innskudd gikk ned med 4,7 prosentpoeng i 1993. Forretningsbankene hadde den høyeste særinnskudds-andelen, dvs. 28 prosent, ved utgangen av 1993, mot 24 prosent i sparebankene. Majoriteten av særinnskuddene er kortsiktige, det vil si at de har en opprinnelig løpetid på mindre enn ett år.

Parallelt med at andelen av innskudd på særvilkår ble redusert i 1993 til fordel for innskudd på anfordring, merker vi oss også at rentereduksjonen var sterkere for særvilkårsinnskuddene enn for de på ordinære vilkår, hvorav storparten er anfordringsinnskudd. Mens renten på særvilkår, løpetid mindre enn ett år, gikk ned med 5,7 prosentpoeng til 5,6 prosent, ble renten på anfordring redusert med bare 4,1 prosentpoeng til 3,8 prosent. Denne utviklingen var temmelig ens i de to bankgruppene. Innskudd på særvilkår, som tradisjonelt har vært det beste plasseringsalternati-

vet i bankene, synes således i 1993 å ha tapt terreng overfor andre alternativer.

Mens det gjennomsnittlige nivået for innskuddsrenten som nevnt ovenfor, lå på 4,4 prosent ved utgangen av 1993, viser vårt bakgrunnsmateriale at vel 40 prosent av bankene lå lavere enn 4,5 prosent, 43 prosent lå i intervallet 4,5-5 prosent, mens resten, dvs. 17 prosent, lå i intervallet 4,5-8 prosent. Ingen banker hadde gjennomsnittrente over 8 prosent ved utgangen av 1993, mens 90 prosent av bankene hadde dette ett år tidligere.

Tabell 5. Bankenes rentemargin overfor publikum

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
<i>Med nullstilte utlån:</i>			
Alle banker	5,04	4,73	4,44
Forretningsbanker	5,06	4,74	4,42
Sparebanker	5,02	4,67	4,46
<i>Ikke nullstilte utlån:</i>			
Alle banker	5,51	5,22	4,74
Forretningsbanker	5,54	5,24	4,85
Sparebanker	5,48	5,14	4,64

Tabell 6. Bankenes rentemargin. Prosentvis antall banker innenfor ulike intervaller

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
Under 3,00	3,87	4,57	5,33
3,00-3,49	0,65	3,27	7,33
3,50-3,99	8,39	13,73	17,33
4,00-4,49	12,26	22,88	29,33
4,50-4,99	30,32	26,14	22,00
5,00-5,49	27,10	18,95	12,67
5,50-5,99	10,32	8,50	3,33
6,00-6,49	5,16	0,65	2,00
6,50 og over	1,94	1,31	0,67

Tabell 7. Rentenetto i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991 Året	1992 Året	1993 Året
Forretningsbanker	2,45	2,78	3,07
Sparebanker	4,00	4,42	4,73

### Bankenes rentemargin og rentenetto

Rentemarginen, det vil si differansen mellom bankenes utlåns- og innskuddsrenter, var 5,2 prosent (ekskl. nullstilte lån) ved utgangen av 1992. I første halvår 1993 økte marginen til 5,4 prosent, men sank igjen til vel 4,7 prosent ved utgangen av året: 4,85 i forretningsbankene og 4,64 i sparebankene. Rentemarginen ble redusert med 0,4 prosentpoeng i forretningsbankene og med 0,5 i sparebankene i 1993. Tabell 6 viser hvor stor andel av bankene som befinner seg innenfor ulike intervaller av rentemarginen. Ved utgangen av 1993 lå 22 prosent av bankene i intervallet 4,5-4,99 og 59 prosent hadde en margin på under 4,5 prosent, mens tilsvarende tall ett år tidligere var 26 og 44 prosent.

Rentemarginen må ikke forveksles med rentenettoen, som er bankenes totale rente- og provisjonsinntekter minus totale rentekostnader i en periode, regnet i prosent av den gjennomsnittlige forvaltningskapitalen i perioden.

I 1993 – som i 1992 – økte rentenettoen både i forretnings- og i sparebankene. Økningen var like sterk (0,3 prosentpoeng) i begge de to bankgruppene. Rentenettoen er høyere i sparebankene enn i forretningsbankene. Endringer i rentenettoen forårsakes både av endringer i innlåns- og utlånsrentene og av endringer i balansestrukturen. Hvordan de enkelte faktorene har påvirket utviklingen i 1993, er nærmere analysert i en egen artikkel om finansinstitusjonenes drift i Penger og Kreditt nr. 1/94.

Tabell 8. Livsforsikringsselskaper.  
Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. for utlån til publikum i norske kroner

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
Utlån i alt	11,7	11,7	7,7
Til boligformål	11,8	11,8	7,8
Andre utlån	11,6	11,6	7,6

#### Renteutviklingen på bankenes innlån, innskudd i Norges Bank og i pengemarkedet

Bankenes innlånskostnader vil i stor grad bestemme de rentene som de krever på sine utlån. Den viktigste finansieringskilden er ordinære innskudd fra kunder, men i tillegg kommer betydelige midler i form av lån fra utlandet, fra Norges Bank og via pengemarkedet, som for eksempel innskudd på særvilkår, banksertifikater og valutaswapper bankene imellom. I en situasjon der lånebehovet i Norges Bank er minimalt, vil foliorenten (innskuddsrenten for bankene) i Norges Bank danne et gulv for de øvrige rentene – istedenfor at Norges Banks D-lånsrente danner et rentetak, slik det er i den motsatte situasjonen. Tabell 27 i tabellvedlegget viser utviklingen i enkelte renteserier som har betydning for hvordan bankene tilpasser sine utlån- og innskuddsrenter. Det fremgår at samtlige referanserenter – med periodevis noen svingninger – var avtakende gjennom hele 1993.

#### Livsforsikringsselskapene

Livsforsikringsselskapenes gjennomsnittlige utlånsrente var 7,7 prosent ved utgangen av 1993. Også i livselskapene falt renten gjennom hele året, med i alt 4 prosentpoeng for året sett under ett. Om lag 56 prosent av livselskapenes utlån til publikum er boliglån. Rentenivået for boliglån var 7,8 prosent ved utgangen av 1993, etter en reduksjon på 4 prosentpoeng i løpet av året. Utlån til boligformål gikk for øvrig ned med 4,1 milliarder kroner (9,8 prosent) i 1993, mens de totale utlån sank

Tabell 9. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser i prosent p.a. for utlån til publikum i norske kroner

	31.12 1991	31.12 1992	31.12 1993
Utlån i alt	12,5	12,5	10,0
Herav til:			
Kommuneforv.	12,2	12,6	9,0
Kommuneforetak	12,1	11,1	9,1
Statsforetak	10,8	11,4	11,0
Private foretak	12,4	12,5	10,0
Husholdninger	12,7	12,6	10,2

med 5,6 milliarder kroner (7,8 prosent). I hvilken grad det har skjedd overføringer av lån fra livselskapene til bankene, er vanskelig å fastslå. En indikasjon er, som vi har påpekt tidligere i denne oversikten, at det har funnet sted en relativt sterk økning i bankenes boliglån, mens andre kredittinstitusjoner har hatt nedgang. Fortsatt ligger imidlertid det generelle rentenivået i livselskapene lavere enn i bankene, selv om det har skjedd en viss tilnærming i 1993.

#### Kredittforetakene

Kredittforetakenes gjennomsnittsrenter lå på 10,0 prosent ved utgangen av 1993. Her var rentereduksjonen således svakere (2,5 prosentpoeng) enn det vi har registrert i bankene (5,1 prosentpoeng) og i livselskapene (4 prosentpoeng). Kredittforetakene skiller seg fra bankene og livsforsikringsselskapene ved at en større del av deres utlånsmasse tradisjonelt har hatt sterkere rentebinding, dvs. at rentene ikke kan endres innenfor en gitt periode. I perioder med store endringer i renteforholdene vil dette medføre at rentenivået på nye utlån kan avvike mye fra nivået på den samlede utlånsmasse.

Når det gjelder kredittforetakenes utlån til boligformål, omfattes dette av spesifikasjonen utlån til husholdninger, der rentenivået lå på 10,2 prosent pr. utgangen av 1993. Kredittforetakenes samlede utlån til publikum ble redusert i 1993, med 12,2 milliarder kroner (18 prosent), og utlån til boligformål alene med 4,2 milliarder (20,2 prosent).

# Penge- og valutapolitiske problemstillinger på veien fram mot en mulig felles valuta

Foredrag av sentralbanksjef Torstein Moland på Den Norske Bankforenings årsmøte 1. juni 1994

## *Den norske pengepolitikken i tiden fremover*

Da den norske kronen for om lag halvannet år siden ble flytende, regnet mange med at den nye situasjonen ville være forholdsvis kortvarig, selv om det var usikkert hvor lang tid det ville ta før en på nytt kunne vende tilbake til et system med faste valutakurser. Etter hvert viste det seg at flyten av den norske kronen ikke var noe unntak, men snarere regelen for hva som også ble situasjonen for de øvrige europeiske valutaene, da svingningsmarginene for ERM-valutaene ble utvidet i august i fjor.

Det ser ikke ut til at vi står overfor noen snarlig tilbakevending til et nytt europeisk fastkursystem med snevre svingningsmarginer. Tvert imot synes det nå mest sannsynlig at ERM-landene velger å videreføre det system de for tiden opererer innenfor.

Det var på denne bakgrunn Norges Bank i fjor høst gav uttrykk for at det var behov for en langsiktig forankring av pengepolitikken også under et flytekursregime, som et supplement til retningslinjen om stabilitet i valutamarke- det, og at banken ville komme tilbake til dette i forkant av Revidert nasjonalbudsjett.

Det er dette som nå er fulgt opp.

Den tilråding banken har gitt, er basert på en bred gjennomgang av de internasjonale erfaringene om hvorledes pengepolitikken bør innrettes under flytende kurser. Tilrådingen har to hovedkonklusjoner:

For det første at videreføring av en lav pris- og kostnadsstigning bør være det langsiktige målet for penge- og valutapolitikken.

For det andre at valutakursen fortsatt bør være det operative målet for pengepolitikken også når kronen flyter. På denne måten ønsker vi å videreføre det beste i Norges lange fastkurstradisjon.

*En langsiktig forankring.* Norges Banks vurderinger tar utgangspunkt i hovedmålene for den økonomiske politikken om sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst slik de er fastsatt av de politiske myndigheter. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi for å oppnå disse overordnede målene er å legge grunnlaget for fortsatt lav prisstigning. Denne erkjennelsen er det nå bred enighet om internasjonalt både utenfor og i EU, og den ligger til grunn for pengepolitikken i de land vi ellers bruker å sammenligne oss med. De ulike land har valgt forskjellige operative retningslinjer for utøvelsen av pengepolitikken, blant annet ut fra sine særtrekk og historiske erfaringer, men selve det langsiktige målet er en ikke uenige om.

Dette baserer seg på en felles forståelse av at det på lang sikt ikke er noe positivt bytteforhold mellom høyere inflasjon og høyere sysselsetting. I den grad det er noen sammenheng mellom disse variablene på lang sikt, er det heller grunn til å tro at det er et negativt bytteforhold ved at høy inflasjon svekker grunnlaget for økonomisk vekst og sysselsetting.

Det er likevel ingen tvil om at pengepolitikken på kort sikt kan ha realøkonomiske effekter og kan bidra til stabilisering både av aktivitetsnivå og prisutvikling. Eksempelvis har rentenedgangen det siste året i høy grad bidratt til å snu den negative utviklingen i europeisk økonomi, og til å stimulere oppgangen i Norge. Forutsetningen for at pengepolitikken skal kunne gi slike bidrag til stabiliseringspolitikken er imidlertid tillit til at en også i praksis vil holde fast ved en lav pris- og kostnadsstigning som det langsiktige målet for pengepolitikken.

Norges Banks anbefalinger er fulgt opp ved den sterke understrekingen i Revidert nasjonalbudsjett av betydningen av å videreføre en lav pris- og kostnadsvekst. Opprettholdelse av en lav pris- og kostnadsvekst innebærer i

praksis at en fastholder den linjen som har vært ført både gjennom fastkursregimet og nå under flytende kurser. Dette bør befestes tilliten til at vi vil fortsette linjen med en pris- og kostnadsstigning som ikke er høyere enn i andre land, og som er nødvendig for at konkurranseevnen skal styrkes.

En viktig lærdom av kostnadene ved inflasjonsbekjempelse er at en bør unngå at inflasjonen stiger til et høyt nivå igjen, slik at vi ikke behøver å løse det samme problemet en gang til. For land som er i en situasjon hvor pris- og kostnadsveksten er lav, er det derfor viktig å ta vare på det som er vunnet. Det er ingen lett oppgave, men de klare formuleringene i Revidert nasjonalbudsjett er et viktig skritt på veien.

*Valutakursen som operativt mål.* De ulike OECD-landene har som nevnt valgt forskjellige veier fram til det langsiktige målet om lav prisstigning. I brevet fra Norges Bank har vi gått nærmere inn på en vurdering av de internasjonale erfaringene med de ulike alternativene – henholdsvis et pengemengdemål, et valutakursmål eller direkte styring mot lav inflasjon.

I de fleste små åpne økonomier betraktes ikke et *pengemengdemål* som et realistisk alternativ som et avledet styringsmål, først og fremst fordi dette kan gi store bevegelser i valutakursen.

På lang sikt vil de to gjenstående alternativene – *valutakursmål* eller *direkte styring mot lav inflasjon* – stort sett gi det samme resultatet. Det er vanskelig å tenke seg at en på lang sikt kan oppnå lav inflasjon uten en rimelig stabil valutakurs i en liten åpen økonomi.

På kort sikt, innenfor en horisont på opptil et par år, kan det derimot være en viss forskjell. Innenfor en slik horisont vil direkte styring mot lav inflasjon kunne bidra til en mer stabil makroøkonomisk utvikling når økonomien rammes av ulike former for alvorlige forstyrrelser, enn det som er mulig med et valutakursmål. Problemet med en mer skjønnsmessig utøvelse av pengepolitikken som en slik direkte styring mot lav inflasjon innebærer, er imidlertid at politikken lett kan bli for ambisiøs, med fare for at troverdigheten svekkes. Faren er at en står ved en slik linje bare når den leder til svekkelse av valutaen.

Erfaringene fra små land som har hatt flytende valutakurs over lengre perioder, er at det i praksis er enklere å foreta lettelser i pengepolitikken enn tilstramming.

Våre naboland Sverige og Finland er blant dem som har valgt å innføre tallfestede inflasjonsmål som operativt styringsmål for pengepolitikken, men de har neppe hatt særlig store valgmuligheter. De økonomiske sjokkene som disse landene har opplevd, har vært så dramatiske at en stabil valutakurs ikke ville vært mulig å opprettholde uten meget alvorlige økonomiske konsekvenser. I slike situasjoner mister et valutakursmål troverdighet, og det blir lettere å få forståelse for en pengepolitikk som tar utgangspunkt i et innenlandsk inflasjonsmål.

ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland har siden utvidelsen av svingningsmarginene innenfor ERM-samarbeidet hatt muligheten til å føre en pengepolitikk som ikke bare var rettet mot en stabil valutakurs. Når disse landene likevel har valgt å ikke gjøre dette, har det sammenheng med positive historiske erfaringer med å knytte valutakursen til en tyske mark. Fra midt på 1980-tallet har dette gitt grunnlag for kraftig reduserte pengemarkedsrenter og lavere rentedifferanse i forhold til D-mark. Samtidig ble inflasjonen brakt ned på nivå med den tyske, og til dels også under. Hensynet til politisk og økonomisk integrasjon i Europa er også blitt tillagt vesentlig vekt, og herunder prosessen fram til etableringen av valutaunionen.

En viktig erfaring er at en ikke må overvurdere handlefriheten i pengepolitikken for små land. Innenfor et system med tett integrerte finansielle markeder vil det være vanskelig å ha særlig store renteforskjeller uten at dette får temmelig dramatiske konsekvenser for valutakursene overfor samhandelslandene.

Det er liten grunn til at vi i Norge skulle gjøre noe annet enn å videreføre en linje som legger avgjørende vekt på stabilitet i den norske valutakursen. Den erfaring vi har bak oss er at stabile valutakurser er helt sentralt for å få til en lav pris- og kostnadsvekst og bedret konkurranseevne. Norges Bank har derfor anbefalt at den nåværende praksis under flytekursregimet fastholdes som en operativ retningslinje for pengepolitikken, og regjeringen har sluttet seg til dette.

Siden 1986 har det etter hvert blitt en bred forståelse for betydningen av en stabil valutakurs som en fast ramme for den økonomiske politikken og for lønnsoppgjørene. Denne fikk blant annet uttrykk i sysselsettingsutvalgets understrekning av at den norske kostnadsveksten må tilpasses den i andre land, slik at konkurranseevnen gradvis styrkes. Opplegget av pengepolitikken i Norge må ta utgangspunkt i dette også når kronen flyter. Kontinuitet i penge- og valutapolitikken er viktig for at markedene skal forstå den politikken som føres, og det bidrar til å bevare tilliten til kronen og til den langsiktige innretningen av penge- og valutapolitikken.

Et av formålene for Norges Banks innspill har vært å få klarere retningslinjer for den løpende utøvelsen av pengepolitikken. Det vil skape klarere ansvarsforhold og fjerne en mulig kilde til usikkerhet om den linjen som faktisk føres. En slik klargjøring har vi nå fått ved den nye forskriften om kronens kursordningen som er fastsatt ved at regjeringen i Revidert nasjonalbudsjett har stilt seg bak Norges Banks tilråding om de nærmere retningslinjer for gjennomføringen av penge- og valutapolitikken.

Vi vil i tråd med dette sikte mot å opprettholde kronkursen overfor de europeiske valutaene om lag på den nåværende verdien. Det er ikke fastsatt svingningsmarginer for kronkursen, og det blir heller ikke aktuelt å benytte så sterke virkemidler når det gjelder støttekjøp og kortsiktige renteøkninger som innenfor et fastkursregime.

Forskriften om kursordningen kan kanskje få noen til å trekke den konklusjon at vi har reetablert et fastkursregime. Det har vi ikke. Kronen flyter, og vår vurdering er at det vil den fortsette å gjøre i temmelig lang tid fremover. At kronen flyter, gjenspeiles i at det ikke er fastsatt svingningsmarginer kursen skal holde seg innenfor. Dette betyr imidlertid ikke at en ikke bryr oss om kursutviklingen. Forskriften sier:

«Ved vesentlige endringer skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert skal bringes tilbake til utgangsløyet.»

Når denne formuleringen ikke er mer presis, har det sin bakgrunn i at det skal være

vanskelig for aktørene i valutamarkedet å spekulere mot kronen. Hvor store utslag i kronkursen vi vil tolerere, og hvor raskt den skal bringes tilbake til utgangsløyet, kan vi derfor ikke si noe om.

Formuleringene i forskriften reflekterer imidlertid at det skal være et rimelig forhold mellom styrken i virkemiddelbruken og hensynet til å forsvare kronkursen. Retningslinjen om en stabil kronkurs er avledet ut fra de mer overordnede målene for den økonomiske politikken, og særlig hensynet til å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst. Dersom virkemiddelbruken blir for sterk i forsvaret av kronkursen, kan en risikere at pengepolitikken motarbeider de overordnede målene – og det er ikke hensikten.

Penge- og valutapolitikkenes rolle er å bidra til at lønnsforhandlinger og budsjettbehandlingen i Stortinget kan skje under stabile og faste rammer. Penge- og valutapolitikken skal ikke åpne for lettvinde løsninger som på lang sikt ødelegger muligheten for å nå hovedmålene i den økonomiske politikken.

Nøkkelen til en stabil valutakurs ligger ikke primært i å *erklære* at den er fast, men i at en sørger for å unngå et gjentak av perioden med sterkt avvikende pris- og kostnadsutvikling i forhold til våre konkurrenter. Ansvar for dette ligger først og fremst på partene i arbeidslivet. Finanspolitikken må dessuten sørge for at ikke svingningene i økonomien blir så sterke at det blir umulig for partene å løse denne oppgaven.

Jeg oppfatter den sterke understrekningen Regjeringen nå har gitt av at lav pris- og kostnadsstigning er en nødvendig forutsetning for å nå de overordnede målene i den økonomiske politikken, som en klargjøring av Norges Banks mandat. Sentralbankens rolle er å være en vokter av at denne forutsetningen ikke brytes. Vi vil si kraftig fra – kraftigere enn Norges Bank tidligere har gjort – dersom vi mener at utviklingen i økonomien er slik at inflasjon på nytt kan bli et problem.

#### *Forholdet til EU*

Den gjennomgangen som nå er foretatt, har vært motivert ut fra behovet for en klarere langsiktig forankring av målene for penge- og valutapolitikken så lenge kronen flyter – enten

alene eller innenfor et ERM-samarbeid med svingningsmarginer som er så vide som  $\pm 15$  prosent. Med slike brede svingningsmarginer er behovet for en klarlegging av retningslinjene for pengepolitikken like sterkt som innenfor et flytekursregime av den typen Norge nå har.

Hensikten har ikke vært å gå inn på hvorledes rammevilkårene for norsk penge- og valutapolitikk endres ved norsk EU-medlemskap og gjennomføring av tredje fase av ØMU.

Å stille opp lav pris- og kostnadsstigning som et langsiktig mål for pengepolitikken er imidlertid godt i samsvar både med den internasjonale utviklingen i land utenom EU og med de krav som stilles til de land som ønsker å delta i tredje fase av ØMU.

Blant kravene for å kvalifisere til deltagelse i fase tre, dvs. være med i valutaunionen, er at valutakursen må ha vært stabil de siste to årene før landet opptas. Egentlig er formuleringen på dette punkt at kursen skal ha ligget innenfor de «normale» svingningsmarginene, og da tenkte en vel på  $\pm 2\frac{1}{2}$  prosent. Men slik ERM-systemet nå er, tror jeg det avgjørende vil være om kursen har vært rimelig stabil. Hensynet til den videre utviklingen av unionen i Europa har nok vært en viktig grunn til at ERM-landene har lagt avgjørende vekt på å opprettholde stabil valutakurs i forhold til tyske mark.

Hva som skal være rettesnoren i de tilfeller der hensynet til lav inflasjon eventuelt skulle komme i motsetning til hensynet til stabil valutakurs, er ikke direkte omtalt i Maastricht-traktaten. Ifølge selve traktaten er imidlertid prisstabilitet det grunnleggende kravet for at et EU-land skal kunne delta i fase tre. Kravet om stabil valutakurs i de to siste årene før inngangen i fase tre er avledet av dette.

Nå må det riktignok tilføyes at med økonomier som er så tett integrerte som i EU-landene, vil det sjelden oppstå slike motsetninger mellom prisstabilitet og valutakursstabilitet. Det er såkalte asymmetriske etterspørselsjokk som kan skape denne typen motsetninger, og kraftig innenlandsk drevne konjunktursvingninger er et eksempel på dette. En begrunnelse for å etablere en europeisk valutaunion har imidlertid vært at strukturen i landene er slik at økonomiene i stor grad beveger

seg i takt og at de utsettes for samme typen av forstyrrelser. I de fleste EU-landene er vel dessuten kapasitetsutnyttningen for tiden såvidt lav at en innenlandsk konjunkturoppgang neppe vil påvirke prisveksten i særlig grad.

Uavhengig av om Norge blir EU-medlem og uavhengig av om Norge er med i den europeiske valutaunionen, vil det norske rentenivået i det vesentlige være bestemt av renteutviklingen i Europa. Det aller meste av vår utenrikshandel skjer med de europeiske landene, og det vil uansett være naturlig at vi sikter mot en stabil valutakurs overfor de europeiske landene.

Etableringen av valutaunionen vil imidlertid innebære en viktig forskjell i hvordan renten i Europa fastsettes.

I dag styres rentenivået i alle de europeiske landene i hovedsak av innenlandske forhold i Tyskland. Det er denne oppgaven Bundesbank er satt til å ivareta. De øvrige europeiske landene har gjennom å holde stabile kurser i forhold til tyske mark også fulgt den tyske renteutviklingen.

I tredje fase, når valutaunionen og den europeiske sentralbanken er etablert, vil det være de økonomiske forholdene i hele Europa som vil være avgjørende for rentepolitikken. På denne bakgrunn er det lett å forstå at en rekke av de øvrige europeiske landene, med unntak av Storbritannia, har vært så opptatt av å få etablert valutaunionen, og at tyskerne legger så sterk vekt på at konvergens skal være oppnådd *før* unionen iverksettes.

Om valutaunionen blir etablert eller ikke, er også et spørsmål om den politiske utviklingen i Europa. Det er neppe noen ren mekanikk i dette, slik det kanskje kan se ut ved en bokstavelig fortolkning av Maastricht-traktaten. Å tenke seg at valutaunionen skulle bli etablert, det være seg i 1997 eller 1999, uten at det er politisk vilje til det i de landene som tilfredsstillt opptakskravene, er neppe realistisk.

At land skal bli tvunget inn i en valutaunion de på det aktuelle tidspunktet ikke skulle ønske å være med i, har jeg heller ikke tro på. Viseformann i EU-kommisjonen, Henning Christophersen, har uttrykt dette slik: «It has always been intended that there should be some room for judgement on whether a member state is ready for stage 3

taking into account all relevant factors. And this is reflected in the treaty.» Hovedformålet med Maastricht-traktaten er å sikre en stabil økonomisk utvikling i medlemslandene. Landene selv må være de fremste til å vurdere om denne stabiliteten er blitt rotfestet i økonomien, det vil si om de føler seg modne til å delta i valutaunionen. Av betydning for Norge i en slik vurdering er det dessuten at det er tatt hensyn til de forstyrrelser norsk økonomi kan utsettes for som følge av store endringer i oljeprisene. Stabiliteten for landene er også avhengig av hvor mange av deres handelspartnere i EU-området som er gått med i valutaunionen.

Den norske tradisjonen i penge- og valutapolitikken har vært å holde en fast valutakurs. I de fleste situasjoner vil det være liten forskjell på det å opprettholde en stabil valutakurs eller å delta i valutaunionen.

Det kan med en viss rett sies at deltagelse i valutaunionen vil være en naturlig videreføring av vår lange fastkurslinje. I en situasjon der de fleste av våre viktigste handelspartnere deltar i valutaunionen vil det kunne sås tvil om vår linje om vi blir stående utenfor. Å stå utenfor betyr at vi beholder friheten til å devaluere. En slik frihet har ofte sin pris ved at devalueringsforventninger leder til høyere renter enn i andre land.

I debatten er det imidlertid med rette pekt på at valutaunionen ikke er skreddersydd for våre egne norske behov fordi vår eksport i såvidt stor grad er konsentrert om olje, gass og andre råvarer, slik at vi er mer utsatt for prisendringer på disse varene enn Europa for øvrig, og fordi virkningen av slike prisendringer for oss til dels er forskjellig fra de andre landene. På den annen side vil veksten i norsk økonomi i årene fremover måtte komme innenfor ikke-råvarebasert næringsvirksomhet i fastlandsøkonomien. For denne typen virksomhet, som vi har for lite av i dag, vil den stabiliteten en valutaunion kan gi være en klar fordel. Blir valutaunionen etablert, og får bred deltagelse, har vi nok derfor mest å tjene på å bli med.

Et første skritt i denne retning ved et EU-medlemsskap er å gå inn i valutasamarbeidet i ERM. Dette er en naturlig konsekvens av den vekt Norge legger på valutakursstabilitet. Når dette i så fall kan skje, er et spørsmål som må

avgjøres av de politiske myndigheter etter konsultasjoner med de land som deltar i dette samarbeidet.

### *Bankenes rolle i den konjunkturoppgangen vi nå er inne i*

Så til slutt noen ord om den aktuelle økonomiske situasjonen. Norsk økonomi ser nå ut til å være på vei inn i en temmelig kraftig konjunkturoppgang. Veksten er nok betydelig sterkere enn det som ble lagt til grunn så sent som i Revidert nasjonalbudsjett. Løpende indikatorer for konsumutviklingen indikerer en vekst på 4-6 prosent i inneværende år, mens anslaget i Revidert nasjonalbudsjett var 3 prosent. Også boligmarkedet er i sterk oppgang. Prisøkningene har til dels vært meget kraftige. I gjennomsnitt er prisene nå om lag 25 prosent høyere enn for ett år siden. Dette har ført til at boliginvesteringene har tatt seg markert opp og ligger an til en økning på 20 prosent i år. Utlånene fra forretnings- og sparebankene har dessuten økt meget sterkt den siste tiden – selv om det i noen grad er en følge av at lån flyttes over fra statsbankene. Den samlede kredittveksten er fortsatt beskjeden.

I denne situasjonen er det ønskelig med en klart strammere finanspolitikk. En vesentlig styrking av de offentlige finanser – ut over det som automatisk skjer når det blir større vekst i skatte- og avgiftsgrunnlaget – er nødvendig for å hindre at staten blir forgjeldet, slik at den mister handlefriheten til å motvirke nye tilbakeslag. Oppgangen nå er så kraftig at anledningen bør benyttes til strammere finanspolitikk. Det vil ikke kvele veksten. Det vil i stedet redusere risikoen for at veksten blir så sterk at den truer balansen i norsk økonomi, og det vi har vunnet når det gjelder pris- og kostnadsutviklingen. Den erfaringen som vil stå igjen etter 1980-årene, er at det var da veksten ble for sterk og kom ut av kontroll at grunnlaget ble lagt for den lange nedgangsperioden som fulgte, og den økte arbeidsledigheten.

Selv om den viktigste konjunkturtilpassningen bør skje ved en tilstramming i finanspolitikken, kan ikke bankene ved henvisning til det, fraskrive seg *sitt* ansvar. I det siste har jeg registrert trekk ved enkelte finansinstitusjoners atferd som i noen grad minner om det



som skjedde i 1980-årene. Det er grunn til å være på vakt når det på ny tilbys lånefinansiering helt opp til markedsverdi på nye boliger, slik at sikkerhetsmarginen ligger i en antatt fremtidig prisoppgang på boligen. Det er derfor på sin plass at Kredittilsynet nå foretar en nærmere undersøkelse av disse forholdene.

Bankene har et klart medansvar for å bidra til at oppgangskonjunktoren vi nå er inne, ikke blir så sterk at vi på nytt får pressproblemer i økonomien. Det er viktig å ta lærdom av

det ti-året vi har bak oss. Bolig- og eiendomsprisene vil nok stige noe også i tiden fremover, men jo sterkere veksten blir, dess større blir risikoen for et nytt kraftig prisfall.

Å drive bankvirksomhet i en økonomi med store bølgebevegelser er ikke lett. Bankene bør i hvert fall ikke bidra til å forsterke disse bølgene ved på nytt å gå på akkord med kravene til betryggende kredittvurdering og konservativ låneutmåling. Verken norsk økonomi eller bankenes resultater vil ha godt av det.

# Sentralbankens institusjonelle stilling – noen momenter fra den internasjonale debatten

Anne Berit Christiansen, kontorsjef i Økonomisk avdeling i Norges Bank

*Internasjonalt har sentralbankens stilling i forhold til de politiske myndigheter vært livlig debattert de senere årene. I denne artikkelen er noen av hovedpunktene fra den økonomiske faglitteraturen på dette feltet oppsummert. Spørsmålet om demokratisk kontroll med en uavhengig sentralbank blir også diskutert med utgangspunkt i forholdet mellom sentralbanken og de politiske myndigheter i enkelte land, blant annet Tyskland, USA og New Zealand.*

*Begrunnelsen for å gi sentralbanken en uavhengig stilling er at dette over tid vil sikre en økonomisk utvikling der inflasjonen holdes lav og stabil. Dette bygger på en antakelse om at de politiske myndigheter har tendens til å ha en for kortsiktig horisont i utformingen av pengepolitikken, slik at den blir mer ekspansiv enn det som er forenlig med lav inflasjon på lang sikt. Dette vil få negativ innvirkning på forventningsdannelsen i privat sektor ved at aktørene ikke lenger tror på myndighetenes forsikringer om lav inflasjon. Hvis gjennomføringen av pengepolitikken overlates til en uavhengig sentralbank som mer konsekvent fører en pengepolitikk rettet mot lav inflasjon, vil det bli lettere å nå målsettingen om lav prisstigning. Andre har pekt på at det ikke nødvendigvis er noen direkte sammenheng mellom sentralbankens stilling og inflasjonsutviklingen. Snarere kan det være slik at den politiske og allmenne oppslutningen om betydningen av lav inflasjon er en viktig faktor som bestemmer både hvor uavhengig sentralbanken blir og hvor lav inflasjon en får. Over tid kan en sentralbank, uansett organisering, neppe føre en politikk som avviker særlig fra det politiske flertalls og folkeflertallets ønsker.*

## Innledning

De senere årene har de institusjonelle forholdenes betydning for økonomiens utvikling blitt viet stadig større oppmerksomhet. Spesielt har sentralbankens stilling i forhold til de politiske myndigheter blitt livlig diskutert innen akademiske og politiske miljøer internasjonalt. På bakgrunn av både teoretisk forskning og empiriske undersøkelser har det etter hvert blitt en utbredt (men langt fra enstemmig) oppfatning internasjonalt at en uavhengig (eller autonom) sentralbank med prisstabilitet/lav inflasjon som målsetting vil bidra til lavere inflasjon over tid enn institusjonelle ordninger der de politiske myndigheter direkte bestemmer eller influerer over sentralbankens bruk av de pengepolitiske virkemidlene.

Maastricht-traktaten nedfeller prinsippet om en uavhengig sentralbank med prisstabilitet som hovedmålsetting for tredje fase i den økonomiske og monetære union – ØMU – og krever at de institusjonelle arrangementene for de nasjonale sentralbankene bringes i

overensstemmelse med dette. Flere land innen EU har i den senere tid endret sine sentralbanklover for å gi sentralbanken en mer uavhengig stilling. Også i land utenfor EU har sentralbankene blitt gitt mer uavhengighet i utøvelsen av pengepolitikken – et av de mest kjente eksemplene her er New Zealand, som endret sin sentralbanklov i 1989. I Sverige ble det i fjor lagt fram en større offentlig utredning som vurderte Riksbankens stilling.

Formålet med denne artikkelen er å gjengi noen av hovedpunktene fra de senere års debatt omkring sentralbankens stilling og spesielt hvilken betydning en uavhengig sentralbank har for inflasjonsutviklingen. I første del av artikkelen drøftes hvorfor en uavhengig sentralbank kan gi lavere inflasjon. I annen del går vi nærmere inn på hva vi skal mene med en uavhengig sentralbank. I tredje del diskuteres problemstillingen uavhengig sentralbank og demokratisk kontroll med utgangspunkt i sentralbankenes institusjonelle stilling i enkelte land. Avslutningsvis reises

spørsmålet om en uavhengig sentralbank nødvendigvis fører til lavere inflasjon.

### *Hvorfor bidrar en uavhengig sentralbank til lavere inflasjon?*

Hovedbegrunnelsen for å gi sentralbanken en uavhengig stilling er at dette over tid vil sikre en økonomisk utvikling der inflasjonen holdes lav og stabil. Hvorfor vil så en selvstendig sentralbank bidra til lavere inflasjon? Enkelt fremstilt bygger dette på følgende premisser: På lang sikt er sysselsettingen bestemt uavhengig av inflasjonen – det vil si at det ikke eksisterer noe bytteforhold mellom inflasjon og arbeidsløshet. På lang sikt bestemmes sysselsettingen av andre mer fundamentale strukturelle forhold. Å tilordne sentralbanken en målsetting om lav inflasjon i utøvelsen av pengepolitikken vil derfor ikke komme i konflikt med målsettingen om høy sysselsetting. Tvert om kan høy inflasjon – og dermed i praksis variabel inflasjon – ha flere uheldige virkninger på realøkonomien: Høy inflasjon kan lede til tap av konkurransevne og har fordelings- og allokeringmessige virkninger som slår tilfeldig ut ved at de som har netto finansformue får redusert realverdien av formuen i forhold til de som plasserer formue i realkapital eller har nettogjeld. I et nominelt basert skattesystem vil også høy inflasjon føre til automatisk skatteskjerpelse. Høy inflasjon betyr som regel også større usikkerhet. Usikkerhet kan forkorte tidshorisonen for investeringsbeslutninger, og det blir vanskelig å ta hensyn til de signalene som gis gjennom prisene.

På kort sikt kan det derimot eksistere et valg mellom inflasjon og sysselsetting. I den internasjonale litteraturen på området antas det derfor, svært forenklet fremstilt, at de politiske myndigheter kan bli «fristet» til å føre en mer ekspansiv pengepolitikk ved å sette renten ned eller devaluere og ofre langsiktige hensyn til fordel for kortsiktig økning i sysselsettingen og dermed politiske fordeler. *Uventet* inflasjon gjennom mer ekspansiv pengepolitikk virker ekspansivt på kort sikt blant annet ved at reallønnen går ned. På litt lenger sikt vil virkningen forsvinne ved at nominelle lønninger og priser tilpasser seg. Dersom myndighetene *systematisk* forsøker å

reducere arbeidsledigheten ved å føre en mer ekspansiv pengepolitikk – for eksempel ved stadige devalueringer – vil imidlertid privat sektors inflasjonsforventninger tilpasse seg dette, og virkningen blir i hovedsak høyere inflasjon siden at aktørene lærer at de ikke skal tro på myndighetenes forsikringer om lav inflasjon. Under et slikt regime vil det være svært kostbart å få ned inflasjonen. Hvis privat sektor ikke har tillit til at myndighetene vil nå sin inflasjonsmålsetting og lar kortsiktige hensyn dominere, vil lønnskrav ikke tilpasse seg til myndighetenes inflasjonsmålsetting, men ta som utgangspunkt at inflasjonen blir høyere. Hvis myndighetene i en slik situasjon forsøker å stramme til politikken for å redusere inflasjonen, kan dette få store kostnader i form av arbeidsløshet. Dette igjen kan føre til at myndighetene heller velger, eller blir tvunget til, å akkommodere høy lønns- og prisvekst gjennom mer ekspansiv pengepolitikk.

En uavhengig sentralbank vil ikke på samme måte være utsatt for direkte kortsiktig politisk press og kan dermed føre en pengepolitikk som mer konsekvent er rettet inn mot målsettingen om lav inflasjon. Ved å «binde seg til masten» og overlate gjennomføringen av pengepolitikken til en uavhengig sentralbank, kan de politiske myndigheter både øke sannsynligheten for å oppnå målsettingen om lav inflasjon, og, i en overgangsfase, muligens kunne redusere kostnaden ved å oppnå dette. En parallell til dette kan være bindingen til ERM og D-marken som Danmark og Frankrike gjennomførte i begynnelsen av åtti-årene. Gjennom en «hard» valutapolitikk og fast kurs i forhold til D-marken forsøkte de å «låne» Bundesbanks troverdighet i inflasjonsbekjempelsen og øke tilliten til at inflasjonsmålsettingen ville bli nådd.

Hvis sentralbanken har ansvaret for å gjennomføre pengepolitikken styrker dette aktørenes tillit til at pengepolitikken er såkalt «*tidskonsistent*», dvs. at politikken myndighetene sier at de vil føre faktisk blir gjennomført, og at langsiktige hensyn ikke hele tiden blir ofret for å oppnå mulige kortsiktige fordeler. Hvis det blant aktørene i økonomien også er opparbeidet en grunnfestet tillit til at sentralbanken konsekvent vil føre en politikk rettet inn mot lav inflasjon, kan dette også gi noe større

mulighet for å tilpasse pengepolitikken til sjokk i økonomien og konjunkturutviklingen – for eksempel ved midlertidig å avvike fra mellommål<sup>1)</sup> for pengepolitikken – uten at dette slår ut i forventninger om økt inflasjon. Slik sett kan det argumenteres for at en uavhengig sentralbank som har opparbeidet troverdighet i inflasjonsbekjempelsen, i større grad enn mindre «troverdige» sentralbanker kan tillate seg å tilpasse pengepolitikken til utviklingen i realøkonomien.

En uavhengig sentralbank er imidlertid ikke *tilstrekkelig* for å oppnå troverdighet i inflasjonsbekjempelsen. Troverdigheten og tilliten til sentralbankens pengepolitikk er avhengig av at den gjennomfører en politikk som konsekvent er rettet inn mot lav inflasjon.

En troverdig pengepolitikk og en selvstendig sentralbank vil ikke bare påvirke pris- og lønnsfastsettelsen i privat sektor, men kan også påvirke finanspolitikken. Hvis mulighetene for å inflatere bort offentlig gjeld fremstår som begrenset, og staten heller ikke kan finansiere budsjettunderskuddet gjennom å ta opp lån i sentralbanken – «trykke penger» –, kan dette bidra til sterkere disiplin i finanspolitikken. Det kan selvfølgelig også tenkes at å gi sentralbanken ansvaret for å holde inflasjonen lav kan ha den omvendte effekten – at politikerne fraskriver seg ansvaret for bidra til lav inflasjon gjennom finanspolitikken. Men dette argumentet kan også snus – dersom politikerne vet at en ekspansiv finanspolitikk møtes av en kontraktiv pengepolitikk, kan det virke disiplinerende på finanspolitikken.

### *Har inflasjonen faktisk vært lavere i land med uavhengig sentralbank?*

Empiriske undersøkelser foretatt av flere økonomer (se for eksempel Cukierman et al (1992), Grilli et al (1991), Summers og Alesina (1993)), indikerer at land med uavhengige sentralbanker har tendens til å ha

1) Mellommål er operative mål sentralbanken styrer mot for å nå det overordnede målet for pengepolitikken – lav inflasjon. De operative mellommålene for pengepolitikken er som regel et pengemengde- eller valutakursmål. Et eksempel på bruk av slike mellommål har vi i Tyskland, hvor veksten i pengemengden – M3 – historisk har vist stor samvariasjon med inflasjonsraten. Bundesbank har på bakgrunn av dette styrt mot en bestemt vekst i pengemengden for å oppnå lav inflasjon.

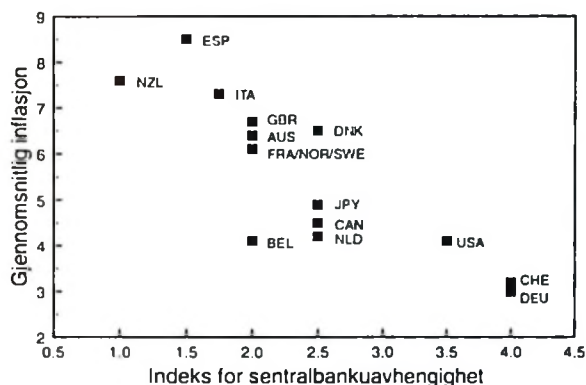
lavere inflasjon enn land hvor dette ikke er tilfellet, jf figur 1. Som påpekt av Vikøren (1994) er det grunnlag for en viss skepsis til slike partielle empiriske undersøkelser. For det første kan det være underliggende forhold som forklarer både hvor uavhengig sentralbanken er og hvor lav inflasjonen er, jf diskusjonen i siste avsnitt av artikkelen. For det andre har en rekke av de landene som er undersøkt, hatt et fastkursregime hvor det i realiteten har vært regjeringen som har fastlagt inflasjonsutviklingen gjennom valg av kursregime og gjennom kursjusteringer.

Ovenfor er det pekt på at en uavhengig sentralbank kan ha fordeler gjennom å bidra til lavere inflasjon. En ville imidlertid vente at det også var kostnader forbundet med en uavhengig sentralbank hvis overordnede mål var lav prisstigning. Argumentet er at med et slikt regime vil ikke pengepolitikken reagere optimalt på uventede sjokk i økonomien (for eksempel ved at mellommål for pengepolitikken får «for stor» vekt i forhold til andre målsettinger for den økonomiske politikken) slik at fluktuasjonene i realøkonomien blir unødvendig store. Både Grilli et al (1991) og Summers/Alesina (1993) har undersøkt dette. De konkluderer med at det er vanskelig å finne noen negativ sammenheng mellom graden av uavhengighet for sentralbanken og utviklingen i realøkonomiske størrelser, jf. figur 2 og 3. En uavhengig sentralbank kan dermed gi fordeler ved at det blir lettere å oppnå lav inflasjon, men på den annen side er det vanskelig å påvise at ulemper i form av for eksempel lavere BNP-vekst eller høyere og mer variabel arbeidsløshet.

### *Hva menes med en uavhengig sentralbank?*

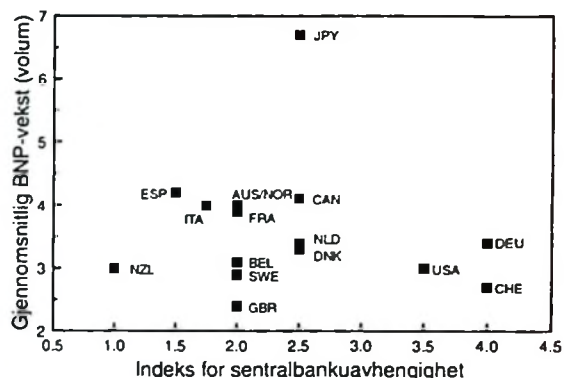
Hittil er begrepet «uavhengig sentralbank» brukt uten at det er gitt noe presist innhold. I denne delen går vi litt nærmere inn på hva vi skal mene med en uavhengig sentralbank. Økonomene som det er referert til, forsøker å måle sentralbankens uavhengighet gjennom indekser som er konstruert på grunnlag av ulike kjennetegn. Disse kjennetegnene tar som regel utgangspunkt i lovverket og reglene som fastlegger sentralbankens institusjonelle stilling og styrer dens virksomhet. I denne forbindelse er det imidlertid viktig å være klar

Figur 1 Inflasjon og sentralbank-uavhengighet



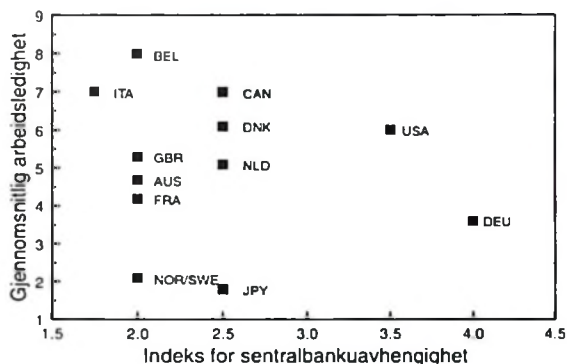
Figuren viser gjennomsnittlig inflasjon i perioden 1955–1988 sammenholdt med grad av sentralbank-uavhengighet. Figuren tyder på at inflasjonen gjennomsnittlig har vært lavere i land med mer uavhengige sentralbanker.

Figur 2 Vekst i BNP og sentralbank-uavhengighet

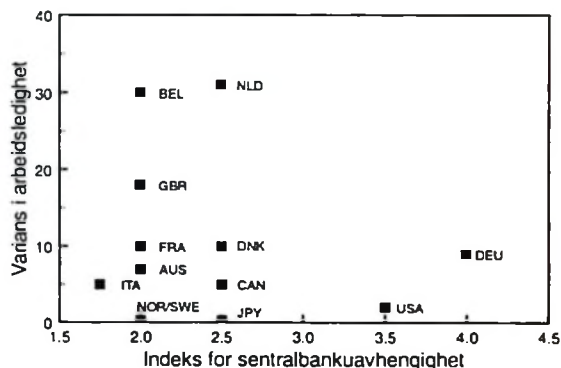


Sammenligner vi med figur 1, er det ikke på samme måte mulig å finne en systematisk sammenheng mellom BNP-vekst og sentralbankuavhengighet.

Figur 3a Arbeidsledighet og sentralbank-uavhengighet. Gjennomsnitt

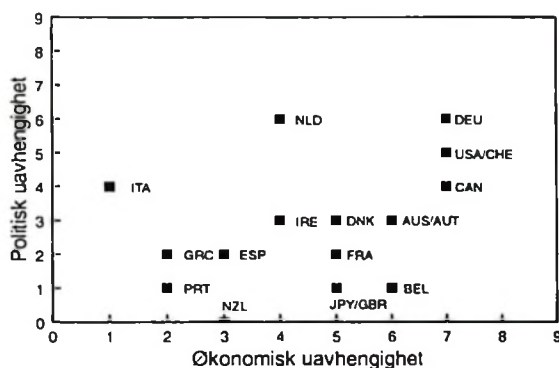


Figur 3b Arbeidsledighet og sentralbank-uavhengighet. Varians



Det heller ingen entydig sammenheng mellom arbeidsledighet eller variasjon i arbeidsledigheten og sentralbankuavhengighet. Alesina og Summers (1993) konkluderer med at en uavhengig sentralbank kan gi fordeler i form av lavere inflasjon, men at det er vanskelig å påvise at en slik organisering har negative virkninger for realøkonomien.

Figur 4 Politisk og økonomisk uavhengighet i en del sentralbanker



Figuren viser graden av politisk og økonomisk uavhengighet i en del sentralbanker. Jo lenger mot øverste, høyre hjørne en sentralbank er plassert, jo mer uavhengig.

AUS	Australia	JPN	Japan
AUT	Østerrike	NLD	Nederland
BEL	Belgia	NZL	New Zealand
CAN	Canada	NOR	Norge
DNK	Danmark	PRT	Portugal
FRA	Frankrike	ESP	Spania
DEU	Tyskland	SWE	Sverige
GRC	Hellas	CHE	Sveits
IRE	Irland	GBR	Storbritannia
ITA	Italia	USA	USA

Kilder: Figur 1–3: Alesina og Summers (1993)  
Figur 4: Grilli et al. (1991)

over at lovverket og reglene ikke alltid gir et dekkende bilde av realitetene, og at sentralbankens stilling kan være mer eller mindre uavhengig enn det regelverket gir inntrykk av.

Ofte skilles det mellom politisk og økonomisk uavhengighet for sentralbanken. Politisk uavhengighet sier noe om i hvilken grad sentralbanken selv har mulighet til å velge den endelige målsettingen for pengepolitikken, som for eksempel inflasjon eller aktivitetsnivå, og/eller muligheten til å konkretisere denne målsettingen. For eksempel er Bundesbank politisk uavhengig i den forstand at den selv fastsetter det langsiktige målet for inflasjonen, som er 2% (innenfor de generelle retningslinjene), og at veksten i pengemengden skal ligge innenfor visse intervall. Politisk uavhengighet kan også forbindes med i hvilken grad politiske myndigheter har innflytelse over sentralbankens styrende organer.

Økonomisk uavhengighet sier noe om sentralbankens mulighet til å velge hvilke instrumenter og virkemidler den vil bruke for å oppnå en gitt målsetting for pengepolitikken. De politiske myndighetene kan for eksempel sette opp et mål for inflasjonen eller valutakursen, men så overlate til sentralbanken å bestemme hvordan den vil bruke de pengepolitiske virkemidlene for å oppnå disse målene.

Ved vurdering av hvorvidt en sentralbank er politisk uavhengig, legges det vekt på følgende momenter (jf. Grilli et al. (1991)):

- *Formulering av retningslinjene for pengepolitikken* – om disse er overlatt til sentralbanken eller ikke.
- *Prosedyrene for utnevning av medlemmene i bankens styrende organer*. For eksempel vil uavhengigheten være større, jo lengre periode medlemmene i de styrende organer er oppnevnt for og jo mindre regjeringen direkte er involvert i oppnevning av sentralbanksjef, styre etc.
- *Forholdet mellom sentralbankens styrende organer og regjeringen*. For eksempel vil uavhengigheten være større hvis regjeringen ikke har representanter i styret og hvis pengepolitiske beslutninger ikke krever forhåndsgodkjenning av regjeringen.
- *Bankens formelle ansvarsområder*. For eksempel vil sentralbankens stilling styrkes

dersom målsettingen om lav inflasjon er lovfestet og om det er klare og gjennomsiktede prosedyrer for hvordan eventuelle konflikter mellom sentralbanken og regjeringen skal løses.

Basert på disse kriteriene hører sentralbankene i Tyskland, Sveits og USA til de mest uavhengige, men også Nederland, Canada og Italia har en stor grad av politisk uavhengighet.

Graden av økonomisk uavhengighet vurderes blant annet ut fra følgende kriterier:

- *I hvilken grad regjeringen har innflytelse over hvor mye den kan låne i sentralbanken*, enten ved direkte lån eller gjennom at sentralbanken kjøper statspapirer i førstehåndsmarkedet. Regjeringens innflytelse over vilkårene for opplåningen (renten) er også av betydning. Hvis sentralbanken ikke har mulighet til å kontrollere statens opplåning, påvirker dette direkte muligheten til å drive pengepolitikk siden det vil føre til at den ikke har full kontroll over pengetilbudet og likviditetsutviklingen i økonomien. Dette momentet er trolig av mindre betydning for land som Norge, men kan være avgjørende i land med mindre velutviklede finansmarkeder hvor en stor del av budsjettunderskuddene er finansiert ved lån i sentralbanken – «trykking av penger».
- *I hvilken grad bestemmer sentralbanken selv bruken av de pengepolitiske instrumentene*. Kan sentralbanken uavhengig bestemme renter; er det en stor grad av direkte reguleringer i kredittmarkedet; er tilsyn lagt til banken (som i så fall kan føre til at pengepolitikken blir påvirket av for eksempel hensynet til lønnsomhet i bankene).

Ifølge klassifiseringen i Grilli et al. (1991) har Tyskland, Sveits og USA også de mest økonomisk uavhengige sentralbankene, mens Italia, som hadde høy politisk uavhengighet, hadde svært lav økonomisk uavhengighet, blant annet som følge av statens mulighet til å finansiere seg i sentralbanken. Figur 4 viser graden av økonomisk og politisk uavhengighet i sentralbanker i en del OECD-land (merk at dette er hentet fra en annen artikkel slik at

indeksene for sentralbankuavhengighet er forskjellig fra de tidligere figurene).

I de aller fleste OECD-land (med et unntak for Sverige) er imidlertid en viktig del av pengepolitikken regjeringens domene, nemlig valutakurspolitikken, og dette påvirker i stor grad den pengepolitiske handlefriheten. Også ifølge Maastricht-traktaten tas den endelige beslutningen om valutakursregimet (overfor tredjeland) innen valutaunionen av de politiske myndigheter.

Regjeringene forbeholder seg normalt retten til å bestemme hvilket valutakursregime landet skal ha – om en skal ha en fast kurs eller flytende kurs. I et fastkursregime har sentralbankens institusjonelle stilling trolig mindre betydning, siden et slikt regime sterkt begrenser spillerommet for pengepolitikken ved at renten må tilpasses valutakursmålet. Sentralbankens stilling kan imidlertid ha en viss betydning for *troverdigheten* av fastkurspolitikken. Hvis sentralbanken er økonomisk uavhengig, kan dette styrke markedsdeltakerenes tiltro til at for eksempel rentene vil bli økt for å forsvare kursen.

I et flytekursregime legger valutakursutviklingen i langt mindre grad direkte føringer på bruken av de pengepolitiske virkemidlene. Med et flytekursregime vil pengepolitikken i større grad kunne fastlegges ut fra innenlandske målsettinger – for eksempel ved at en i pengepolitikken styrer direkte mot et mål for inflasjonen. I et slikt regime kan derfor sentralbankens stilling ha større betydning for troverdigheten av pengepolitikken og inflasjonsmålsettingen.

### *Demokratisk kontroll og uavhengige sentralbanker*

En kritikk som ofte reises mot prinsippet om uavhengig sentralbank, er at det vil føre til at en viktig del av den økonomiske politikken unndras demokratisk kontroll. I det følgende diskuteres dette spørsmålet med utgangspunkt i organiseringen av sentralbanker i enkelte land. Ved en diskusjon av spørsmålet om demokratisk kontroll er det viktig å være klare over at ingen sentralbank har mer uavhengighet enn hva de politiske myndigheter velger å gi den. Graden av sentralbankuavhengighet avspeiler derfor i hvilken grad de politiske

myndighetene har valgt å delegere utøvelsen av pengepolitikken til sentralbanken.

Bundesbank står for mange som selve inkarnasjonen av en selvstendig sentralbank og kan betraktes som en «hard» modell for sentralbankuavhengighet. I sentralbankloven er det klart slått fast at Bundesbanks primære målsetting skal være å beskytte markens verdi, men at den gjennom sin virksomhet også skal støtte regjeringens økonomiske politikk. Sentralbanken er gjennom lov beskyttet fra å motta instruksjoner fra regjeringen. Den står ikke formelt ansvarlig overfor politiske myndigheter (som formelt bare har mulighet til å gripe inn ved å endre Bundesbank-loven).

Federal Reserve (FED) i USA blir ofte fremstilt som et annet «stjerneeksempel» på en uavhengig sentralbank. Dette kan betraktes som en «myk» modell for sentralbankuavhengighet i forhold til Bundesbank. FED er i større grad enn Bundesbank underlagt demokratisk kontroll blant annet ved at sentralbanksjefen flere ganger i året opptre i høringer i Kongressen for å forklare sentralbankens politikk. Videre offentliggjøres referatene fra styremøtene med relativt kort tidssetterslep. FED kan ikke motta instruksjoner fra den utøvende makt (dvs. presidenten), men Kongressen har i prinsippet beholdt muligheten til å instruere FED. Målsettingene for FEDs virksomhet er også langt videre definert enn Bundesbanks, og stabile priser er bare en av flere målsettinger. Uttalelser fra den amerikanske sentralbanksjefen Greenspan<sup>2)</sup> viser imidlertid at også FED betrakter prisstabilitet som det primære målet for pengepolitikken.

Det er verdt å merke seg at både Bundesbank og FEDs uavhengighet (Sveits kan også nevnes i denne sammenheng) utøves i et føderalt politisk system, der ansvaret for den økonomiske politikken og utbetalingene over offentlige budsjetter er mer desentralisert enn det som er vanlig i andre land. Pengepolitikken må imidlertid utøves sentralt så lenge det er en felles valuta. I rapporten om Bank of Englands stilling fra 1993<sup>3)</sup> pekes det på at dette har bidratt til sentralbankens reelle

2 «While the guides we have for policy may have changed recently, our goals have not. As I have indicated many times to this Committee, The Federal Reserve seeks to foster maximum sustainable growth and rising standard of living. And in that endeavor, the most productive function the central bank can perform is to achieve and maintain price stability.»

uavhengighet i disse landene. Det fremheves også at disse modellene neppe så lett lar seg overføre til andre land. I Tyskland skaper allmennhetens sterke motvilje mot inflasjon bred, populær støtte for Bundesbanks primære mål. I USA er FED en integrert del av det åpne føderale systemet med ulike «checks and balances».

På denne bakgrunn har sentralbankmodellen i New Zealand tiltrukket seg mye oppmerksomhet. Denne modellen kan kalles «operasjonell uavhengighet». I 1989 ble loven for den newzealandske sentralbanken endret, og det ble slått fast at prisstabilitet skulle være målsettingen for pengepolitikken. Prismålet fastsettes gjennom en avtale mellom finansministeren og sentralbanksjefen. Sentralbanksjefen forplikter seg – gjennom en kontrakt med finansministeren – til å nå et bestemt mål for inflasjonen. Det er imidlertid mulig for de politiske myndigheter å overprøve prismålsettingen, for eksempel hvis økonomien utsettes for sjokk. Omvendt har sentralbanken mulighet til å gjøre de politiske myndigheter oppmerksom på forhold som gjør det vanskelig å nå målet som er satt for inflasjonen. Ansvaret for å oppnå inflasjonsmålet overlates til sentralbanken, som har stor frihet til å bestemme hvordan dette skal gjøres. I denne modellen er det regjeringen (finansministeren) som er endelig ansvarlig overfor parlamentet for de pengepolitiske målene, mens sentralbanksjefen står ansvarlig overfor finansministeren for å nå dette målet. Ansvarsfordelingen er gjort svært klar ved at sentralbanksjefen kan avskjediges dersom inflasjonsmålsettingen ikke nås.

Den newzealandske modellen er blitt fremhevet som eksempel fordi den kombinerer fordelene ved en uavhengig sentralbank med stor grad av demokratisk kontroll. Loven i New Zealand ble imidlertid først endret i 1989, så det er fortsatt litt for tidlig å vurdere hvordan denne vil virke i praksis. Goodhart (1993) peker på at en slik sentralbankmodell kan innebære en sterkere grad av demokratisk kontroll («democratic accountability») siden det er klart hva som er sentralbankens mål og hva den skal stå ansvarlig for. Ved mer diffuse institusjonelle forhold kan det være mer uklart

3) Treasury and Civil service Committee (1993): «The role of the Bank of England», First report.

hvilke pengepolitiske avgjørelser sentralbanken faktisk tar og hva den faktisk er ansvarlig for. Klare mål for sentralbankens virksomhet bidrar også til større grad av «gjennomsiktighet» eller transparens i utøvelsen av pengepolitikken. Når det er klargjort hva sentralbanken styrer mot – lav inflasjon og eventuelt klart definerte mellommål for politikken – fører det til at sentralbanken lettere kan forklare bakgrunnen for sin politikk, og det gir også utenforstående bedre mulighet til å kontrollere og overvåke sentralbankens virksomhet.

I Storbritannia har Bank of Englands stilling vært livlig diskutert. Innstillingen fra parlamentets Treasury and Civil Service Committee (se fotnote nr 3) går inn for å gi Bank of England en mer uavhengig stilling, i stor grad bygget på den newzealandske modellen. Komiteen foreslår imidlertid at det målet for prisstigning regjeringen og sentralbanken blir enige om, må godkjennes av parlamentet. Hvis regjeringen ønsker overprøve denne prismålsettingen, må også dette forelegges parlamentet. Regjeringen i Storbritannia har så langt ikke tatt noe initiativ for å endre Bank of Englands institusjonelle stilling. Det er imidlertid gjennomført visse endringer i rammene for pengepolitikken etter at pund sterling ble tatt ut av ERM høsten 1992. Regjeringen har kunngjort en mellomlangsigtig inflasjonsmålsetting. Det er videre innført en praksis der Bank of England, uavhengig av Finansdepartementet, hvert kvartal utarbeider inflasjonsrapporter med vurdering av prisutsiktene. Bank of England har også fått mulighet til nærmere å bestemme tidspunktet for eventuelle rentendringer.

### *Er det klar sammenheng mellom uavhengig sentralbank og lav inflasjon?*

Den grunnleggende forutsetning for at man ønsker en uavhengig sentralbank er at lav inflasjon er en av hovedmålsettingene for den økonomiske politikken. Hvis man er uenig i dette, faller mye av poenget med en uavhengig sentralbank bort. Dette spørsmålet vil vi imidlertid ikke diskutere her. Isteden vil vi reise spørsmålet om en uavhengig sentralbank i seg selv er tilstrekkelig til å sikre lav inflasjon. Dette spørsmålet er så langt blitt lite dis-



kutert i faglitteraturen, men enkelte økonomer har drøftet også dette.

Goodhart (1993) og Posen (1993) peker på at den politiske og allmenne oppslutningen om betydningen av lav inflasjon er en viktig faktor som bestemmer både hvor uavhengig sentralbanken blir og hvor lav inflasjon en får. De peker på at en sentralbank, uansett hvordan den er organisert, over tid neppe kan føre en politikk som avviker vesentlig fra det politiske flertallets og folkeflertallets ønsker. Hvis sentralbanken ikke tar hensyn til dette, vil dens organisering snart bli endret. Og tilsvarende: det er lite trolig at sentralbanken vil bli organisert på en slik måte at den får særlig stor uavhengighet hvis det ikke nettopp er en sterk politisk vilje til å prioritere hensynet til lav inflasjon.

Dette poenget er også blitt fremhevet av «praktikere» som Tietmeyer og Duisenberg, sjefer for henholdsvis den tyske og nederlandske sentralbanken. De advarer mot at en selvstendig sentralbank representerer en «vidunderkur» for å oppnå lavere inflasjon – den økonomiske politikken generelt må støtte opp om en slik målsetting.

På denne bakgrunn kan man så spørre om det er noe poeng med en uavhengig sentralbank, siden de landene som har en uavhengig sentralbank antakelig ville hatt lav inflasjon allikevel. Noen momenter kan bidra til å nyansere dette bildet.

Goodhart peker på at en uavhengig sentralbank med målsetting om lav inflasjon har en viktig rolle å spille som «folkeopplyser». Ved å øke bevisstheten om betydningen av lav inflasjon kan den skape større allmenn oppslutning om en lavinflasjonspolitikk. (I Goodharts terminologi vil sentralbanken «provide a public protagonist for longer-term counterinflationary policies»). Skal sentralbanken kunne spille denne rollen krever det imidlertid at den har et mandat til å gjøre det – dvs. at den med bakgrunn i retningslinjer/lovfestet mål om lav inflasjon offentlig kan evaluere inflasjonsutviklingen og påpeke trekk i den økonomiske utviklingen som ikke er i samsvar med målet – jf. Bank of Englands inflasjonsrapporter som ble omtalt over. Goodhart fremhever også at hvis en uavhengig sentralbank over tid klarer å styrke troverdigheten av en mellomlangsigte målsetting

om lav inflasjon, kan dette gi sentralbanken noe større spillerom til å motvirke kortsiktige sjokk i økonomien uten at det slår ut i forventninger om økt inflasjon.

Hvis en uavhengig sentralbank skaper større troverdighet i pengepolitikken, kan dette også bidra til å redusere kostnadene ved å få ned inflasjonen og redusere sannsynligheten for at inflasjonsimpulser oppstår og befester seg, jf. diskusjonen innledningsvis. Endelig kan en uavhengig sentralbank kanskje gjøre det lettere å gjennomføre upopulære (men «nødvendige») beslutninger enn om slike beslutninger må tas direkte av de politiske myndigheter. Slik sett kan en uavhengig sentralbank i land som Tyskland ha bidratt til å opprettholde en lav inflasjon over tid og hindret en «glidning» mot en mindre anti-inflasjonistisk politikk.

#### Litteraturhenvisninger:

Alesina A. og L.H. Summers (1993): «Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence», *Journal of Money, Credit and Banking* 25.

*Center of Economic Policy Research (1993):* «Independent and accountable» – a new mandate for the Bank of England. Report of an independent panel chaired by Eric Roll.

Cukierman A. et al.: «Measuring the Independence of Central Banks and Its effect on Policy Outcomes» *The World Bank Economic Review* Vol 6, no. 3.

Goodhart, C.A.E (1993): «Central bank independence», *Special paper no. 57, LSE*, Financial markets group, London School of Economics

Grilli V., Masciandaro, D., Tabellini G. (1991): «Institutions and policy», *Economic policy, October 1991*

Posen, A.S. (1993): «Why Central Bank independence does not cause lower inflation», *Central Banking, Vol IV, No. 2*

*Sveriges Offentlige Utredninger (1993/20):* Riksbanken og prisstabiliteten.

Vikøren, Birger (1994): «Argumenter for og imot en uavhengig sentralbank», prøveforelesning ved dr. polit. graden, Universitetet i Oslo

# Beregning av en indikator for pengepolitikken

Anne Sofie Jore, rådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank\*

*I denne artikkelen dokumenteres arbeidet med å konstruere en indikator for pengepolitikken for Norge. Slike indikatorer er tatt i bruk i flere flytekursland de siste årene. En enkel sammenheng mellom produksjonsgap, realrente og realvalutakurs estimeres. Resultatet indikerer at i Norge har realrenten dobbelt så stor effekt på produksjonsgapet som det realvalutakursen har.*

De fleste små land har i moderne tid forsøkt å knytte sin valutaenhet til et fast «anker», det være seg gull, et større lands valutaenhet, eller en veid sum av andre lands valutaenheter. Vurderingen har vært at dette er den enkleste måten å sikre stabile forhold i valutamarkedet og en stabil prisutvikling på. Det har imidlertid i perioder vist seg å være vanskelig å opprettholde faste valutakurser, særlig for de landene som har knyttet sin valuta ensidig til andre lands valutaer. I forbindelse med valutauroen i siste halvår 1992 ble en rekke små land tvunget til å forlate sitt fastkurssystem.

I Skjveland og Langbraaten (1993) ble det gjort rede for hvordan en del små land som nå har flytende valutakurs har valgt inflasjonsmål for pengepolitikken. Noen av disse landene har satt opp konkrete, mellomlangsigte inflasjonsmål – Sverige, Finland, og Storbritannia. Også i New Zealand og Canada, som har hatt flytende valutakurs i flere år, har en definert inflasjonsmål. Ingen av landene har definert såkalte avledede styringsmål, som for eksempel pengemengdevekst. I stedet følges et bredere sett av indikatorer, som hver for seg gir informasjon om prisutviklingen, både i øyeblikket og over en tids horisont på 1 til 2 år.

I Norge har en lagt vekt på å sikre kontinuitet i penge- og valutapolitikken. Vi har en lang fastkurstradisjon i Norge, og det var derfor naturlig å opprettholde stabilitet i kronens kurs som det operative målet for pengepolitikken også når kronen flyter. Til grunn for dette valget ligger den vurdering at lav pris- og kostnadsvekst er en forutsetning for å nå de overordnede målene for den økonomiske politikken.

Dette har ytterligere aktualisert behovet for

å identifisere de mekanismene som driver prisutviklingen. En innfallsvinkel er hvordan etterspørselspresset i økonomien påvirker inflasjonen, og dermed også hvordan pengepolitikken påvirker etterspørselspresset. Tankegangen er at pengepolitikken virker gjennom to kanaler – renter og valutakurs. Dette gjelder uavhengig av hva målsetningen for pengepolitikken er, og vil derfor være interessant for alle land med flytende valutakurs.

Ved en endring i pengepolitikken «stramhet» vil hele økonomien påvirkes. Stikkordmessig kan en si at (real)rentenivået påvirker den innenlandske etterspørselen, mens (real)valutakursen påvirker nettoeksporten. Med fast valutakurs vil en pengepolitisk tilstramming kun medføre en heving av rentenivået, og dermed vil bare de delene av økonomien som er følsomme for rentenivået, påvirkes på kort sikt. På lengre sikt vil derimot realvalutakursen endres dersom pris- og lønnsveksten er forskjellig fra andre land og den nominelle valutakursen ligger fast.

En indikator som måler hvor stram pengepolitikken er må derfor ta hensyn til endringer i både realrente og realvalutakurs. En slik indikator er den såkalte Monetary Conditions Index (MCI). Denne indeksen, som er et veid gjennomsnitt av realrente og realvalutakurs, er en av flere indikatorer som blir fulgt i de små landene med flytende valutakurs.

Temaet for denne artikkelen er å dokumentere konstruksjonen av en slik indeks for Norge. På samme måte som Finansdepartementet bruker endringen i det såkalte aktivitets-, olje- og rentekorrigerede budsjettunderskuddet som en indikator på hvordan finanspolitikken er innrettet, er det nyttig med en tilsvarende indikator for pengepolitikken.

\* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer i arbeidet med denne artikkelen.

### *Tallfesting av MCI for Norge*

MCI er som nevnt et veid gjennomsnitt av realrenten og reell effektiv valutakurs. Dersom disse to størrelsene beveger seg på samme måte, blir vektingen ikke så vesentlig. Det vil imidlertid forekomme kortere og lengre perioder der bevegelsene går i forskjellig retning. Da blir det viktig at vektingen er slik at rentens og valutakursens relative betydning for aktivitetsnivået i økonomien er tatt hensyn til.

Fastsettingen av den relative betydningen av rente og valutakurs kan gjøres på flere måter:

- Dersom man kan benytte seg av en velspesifisert makroøkonomisk modell, får en tatt hensyn til hele økonomiens virkemåte. Det kan da gjøres beregninger som viser hvilken effekt endringer i henholdsvis rente og valutakurs har på realøkonomien både på kort og mellomlang sikt.
- En svært forenklet metode, hvor man tallfester sammenhengen direkte mellom aktivitetsnivået på den ene siden og rente- og valutakursnivå på den andre siden.

De fleste reelle størrelser i økonomien, som bruttonasjonalproduktet (BNP), vokser over tid, men veksten varierer over konjunktursyklene. Disse variablene følger en positiv trend på lang sikt, den gjennomsnittlige vekstraten. Andre størrelser, som realrente og realvalutakurs, følger vanligvis ikke en slik regelmessig utvikling over tid, men svinger rundt sine respektive gjennomsnittsverdier. Ved å rense BNP for den positive trenden, oppnår en to ting:

- Variasjonen rundt trenden er differansen mellom faktisk BNP og trendmessig BNP. Denne differansen kan følgelig være både positiv og negativ, og kan tolkes som et uttrykk for graden av press i økonomien. Dette er nær beslektet med kapasitetsutnyttningen, som indikerer hvor mye av en økonomis produksjonskapasitet som er i bruk. Differansen mellom full kapasitetsutnyttning (100 prosent) og den faktiske kapasitetsutnyttningen blir ofte kalt produksjonsgapet. BNPs variasjon rundt en trend kan også tolkes som et produksjonsgap.

- Det er ikke mulig å tallfeste en sammenheng mellom en variabel som øker over tid og en annen variabel som ikke har samme tendensen til å øke. Den variabelen som øker over tid, må derfor omformes ved at trenden på en eller annen måte fjernes.

Den forenklete, eller direkte, metoden å beregne realrentens og realvalutakursens virkning på aktivitetsnivået har den fordel at man fortløpende kan få en indikasjon på hvorledes produksjonsgapet vil utvikle seg på kort sikt. Dersom en i tillegg kan tallfeste en sammenheng mellom presset i økonomien – produksjonsgapet – og inflasjonsutviklingen, kan MCI brukes som en av flere indikatorer for inflasjonsutviklingen de nærmeste par årene. En slik tilnærming kan være et nyttig supplement til beregninger med en full makroøkonomisk modell.

På den annen side er metoden svært enkel, og det er stor fare for at en mister viktige sammenhenger. For eksempel er ikke finanspolitikken spesifisert som en forklaringsvariabel. Når endringer i finanspolitikken påvirker prisveksten, vil dette i en slik forenklet modell fanges opp av både realrenten og realvalutakursen. Det er samtidig klart at valutakursledet fanger opp virkningene av moderate lønnsoppgjør dersom disse slår ut i lavere prisvekst i Norge enn i andre land. En mulig tolkning av en slik forenklet modell kunne være at alt som foregår ellers i økonomien etter noen tid kommer til uttrykk gjennom enten realrente eller realvalutakurs (eller i et konstantledd), slik at vi har en ekstrem forenkling av en større modell. Dette fortoner seg som en lite realistisk antakelse.

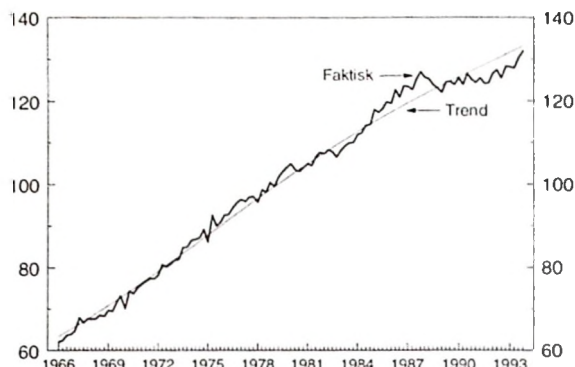
I det følgende beskriver jeg det arbeidet som er gjort i Norges Bank i forbindelse med konstruksjon av MCI på kvartalstall med den svært enkle metoden. Det neste trinnet i en slik analyse ville være å tallfeste sammenhengen mellom produksjonsgapet og inflasjonen. Dersom en lykkes med dette, kan en i prinsippet bruke MCI som en av flere indikatorer ikke bare for pengepolitikken stramhet, men også for fremtidig inflasjon. På dette punktet mener vi imidlertid at en slik enkel tilnærming ikke kan erstatte bruken av en makroøkonomisk modell. Utredningsavdelingen i Norges Bank har utviklet en slik modell –

RIMINI – som blant annet blir brukt i forbindelse med prognoser for norsk økonomi. Vårt arbeid rundt problemstillingen pengepolitikk – produksjonsgap – fremtidig inflasjon er derfor i denne omgang begrenset til å lage en indikator for den samlede pengepolitikken. En viktig begrunnelse for dette er at de endringene i rammebetingelsene for norsk økonomi vi har hatt gjennom de siste 20 årene, vanskelig lar seg fange opp i slike enkle modeller. Dette er også grunnen til at vi ikke har gått videre med utvidelser av den enkle modellen.

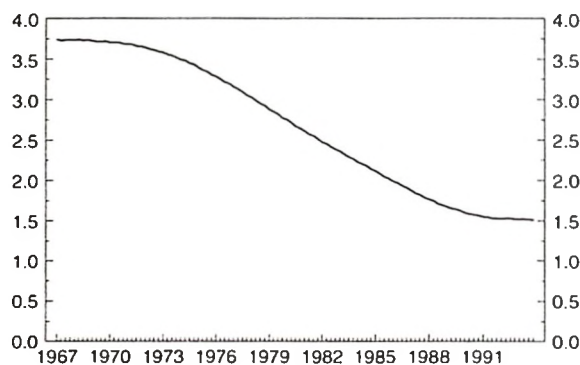
I figur 1a vises utviklingen i BNP for Fastlands-Norge, sammen med den beregnede trenden. Trenden er her beregnet ved å bruke et såkalt spektralfilter. Dette innebærer at trenden ikke er lineær, men blir påvirket av den faktiske utviklingen. En langvarig svak utvikling vil dermed dempe trendveksten i økonomien. Dette kan begrunnes med at både produksjonsutstyret og arbeidsstokken forringes ved langvarig svak vekst på grunn av lave investeringer og høy arbeidsledighet. I figur 1b ser vi hvorledes trendveksten utvikler seg. På slutten av 1960-tallet er trendveksten beregnet til rundt 3½ prosent, mens den er vel 1½ prosent på 1990-tallet. Den lave trendveksten er sterkt påvirket av den svake konjunkturutviklingen siden 1987. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at slike beregninger i noen grad er vilkårlige. Brukeren av slike filtre setter selv parameterverdier som påvirker hvor lineær trenden vil bli. Trendveksten ved slutten av perioden blir høyere, jo mer lineær trend en velger. En slik vilkårlighet er en klar svakhet ved denne måten å konstruere trendveksten på, men vilkårligheten blir ikke mindre ved å basere seg på enda enklere metoder.

I figur 1c vises produksjonsgapet. Slik produksjonsgapet er beregnet her, lå BNP for Fastlands-Norge rundt 3 prosent under nivået på trenden i 1992, som representerer vendepunktet i den siste konjunkturedgangen. Vi får også bekreftet at lavkonjunktoren på begynnelsen av 1980-tallet både var kortere og mindre dyp enn den konjunkturedgangen vi nylig har tilbakelagt.

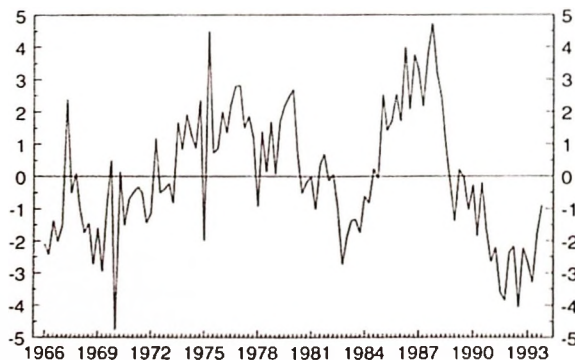
Figur 1.a: BNP Fastlands-Norge, trendmessig og faktisk utvikling  
1.kvartal 1966 – 4. kvartal 1993,  
sesongjustert, milliarder kroner.



Figur 1.b: Trendvekst i BNP for Fastlands-Norge  
1.kvartal 1967 – 4.kvartal 1993.  
Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



Figur 1.c: Beregnet produksjonsgap  
1.kvartal 1966 – 4.kvartal 1993.  
Prosent.



## Estimeringsresultater

Variablene er:

- $Y$  – produksjonsgapet, definert som avviket i prosentpoeng fra beregnet trend for BNP for Fastlands-Norge<sup>1</sup>
- $R$  – realrente, definert som tremåneders eurokronerente minus konsumprisvekst fra samme kvartal året før
- $v$  – logaritmen til den reelle effektive valutakursen, det vil si konkurransekursindeksen (industriens effektive valutakurs) justert for den relative forskjellen i konsumprisveksten. Valutakursen er her definert slik at en økning i verdien innebærer en styrking av kronekursen.

Likning 1:

Estimeringsperiode 1980 (1) – 1993 (4)

Standardavviket for de estimerte koeffisientene er satt i parentes.

$$(1.1) Y_t = 0,90 \cdot Y_{t-1} - 0,17 \cdot R_{t-2} + 0,12 \cdot R_{t-5} \\ - 0,28 \cdot (v_t - v_{t-3}) + 0,49 \cdot (v_{t-1} - v_{t-2}) + 0,25 \\ (0,07) \quad (0,07) \quad (0,06) \quad (0,09) \quad (0,15) \quad (0,4)$$

$$R^2 = 0,786$$

Dersom både realvalutakursen og realrenten holdes konstant, får vi følgende sammenheng mellom endringen i produksjonsgapet og forklaringsvariablene:

$$(1.2) Y = 2,5 - 0,51 \cdot R$$

Uttrykket i (1.2) kan tolkes som en langsiktig sammenheng mellom realrente og produksjonsgap. Realvalutakursen har ingen betydning på lang sikt, og heller ikke i løpet av ett år er det noen merkbar virkning av realvalutakursen. Realvalutakursens rolle ser her ut til å bare være å bidra til at modellen treffer de helt kortsiktige svingningene. Dette virker lite rimelig.

Dersom realrenten går opp med 1 prosentpoeng, vil altså produksjonsgapet reduseres med 0,5 prosentpoeng på lang sikt. Etter ett år

<sup>1</sup> Sesongjustert BNP til faktorpriser, det vil si eksklusive avgifter.

er produksjonsgapet redusert med 0,25 prosentpoeng, mens det tar 7 år før hele effekten er uttømt.

Av føyningsmålet  $R^2$  kan vi slutte at realrenten og realvalutakursen forklarer mye av variasjonen i produksjonsgapet – 79 prosent. Produksjonsgapet selv, tilbakedatert ett kvartal, har både svært høy verdi og høy forklaringskraft. Verdien på koeffisienten foran denne variabelen er hele 0,90, noe som indikerer at endringen i produksjonsgapet går tregt.

Denne likningen tilfredsstillende en rekke viktige krav en må stille til en økonometrisk modell. Den forklarer en stor del av variasjonene i data, og det er ikke tegn til systematiske avvik mellom faktiske og estimerte verdier. Det er heller ikke klare indikasjoner på at verdiene på koeffisientene endres ved rekursiv estimering<sup>2</sup>, noe som betyr at koeffisientene er stabile. Imidlertid er datamaterialet relativt kort, slik at en stor grad av usikkerhet likevel er til stede.

På 1980-tallet foregikk det en deregulering av kredittmarkedet, slik at deler av datamaterialet ligger i perioden før de viktigste endringene. Det er tegn til at dette kan ha påvirket estimeringsresultatene, det vil si at det kan ha vært et strukturelt brudd rundt 1984, selv om dette ikke slår igjennom i de testene vi har konfrontert modellen med. Det kan derfor være verdt å forsøke å estimere den enkle likningen over en kortere tidsperiode, fra 1985.

Likning 2:

Estimeringsperiode 1985 (1) – 1993 (4)

Standardavviket for de estimerte koeffisientene er satt i parentes.

$$(1.1) Y_t = 0,88 \cdot Y_{t-1} - 0,34 \cdot R_{t-2} \\ (0,09) \quad (0,17) \\ - 0,29 \cdot (v_t + v_{t-2}) + 0,43 \cdot v_{t-1} + 0,76 \\ (0,11) \quad (0,20) \quad (0,44)$$

$$R^2 = 0,812$$

<sup>2</sup> Ved rekursiv estimering er den initiale estimeringsperioden fra 1980 (1) til 1983 (4). Deretter utvides datamaterialet med en og en observasjon, inntil vi til slutt tar i bruk hele datamaterialet.

Den langsiktige sammenhengen blir i dette tilfellet:

$$(2.2) Y = 6,2 - 2,8 \cdot R - 1,3 \cdot v$$

Som det fremgår, varierer koeffisientestimaterne betydelig avhengig av estimeringsperioden. Den relative effekten på produksjonsgapet av realrentenivået i forhold til realvalutakursen er 2.2 på lang sikt i likning 2, mens vi ikke finner noen effekt av realvalutakursen, bare av realrenten, i likning 1.

I likhet med i den lengre estimeringsperioden er det heller ikke her tegn til systematiske avvik mellom faktiske og estimerte verdier. Det er heller ikke klare tegn på strukturelle brudd. Datamaterialet er imidlertid svært kort, noe som begrenser testen gyldighet.<sup>3</sup>

Selv om begge likningene tilfredsstiller viktige statistiske krav, må disse resultatene tolkes med forsiktighet. Det er betenkelig at koeffisientestimaterne endrer seg betydelig når en endrer startpunktet for estimeringene.

I Norges Bank er det også gjort beregninger med den makroøkonomiske modellen RIMINI for å beregne de relative effektene av realrente og realvalutakurs. Etter om lag 2 år er den relative effekten av samme størrelsesorden som vi fant i likning 2, men effekten av realrenten øker på lengre sikt. Dette er i tråd med tidligere erfaringer om at en svekkelse av valutakursen etter hvert ofte har ført til høyere kostnadsvekst og lavere aktivitet. Denne modellen er estimert på tall helt tilbake til rundt 1970.

I andre land, som for eksempel Sverige og Canada, har en funnet et forholdstall på rundt 3. I begge land er resultatene basert på enkle metoder, dels tilsvarende den som er beskrevet her, og dels med noen utvidelser. Forholdstallet vil være avhengig av hvor stor betydning eksport og import har i forhold til innenlandsk etterspørsel, effekten på eksport og import av endringer i valutakursen og hvor følsom innenlandsk etterspørsel er for renteendringer. Det følger også av beregningene med RIMINI at forholdstallet avhenger av tidshorizonten. Alt i alt er det dermed vanskelig å ha noen sterke oppfatninger av om for-

holdstallet skal være 2 eller 3, eller for den saks skyld 4.

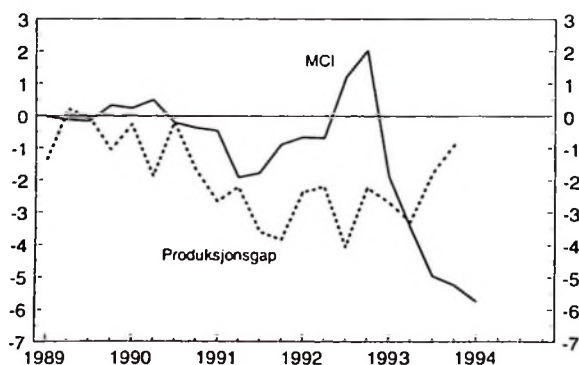
På grunnlag av beregningene, inkludert de som er gjort med RIMINI, har vi konstruert flere alternative MCI, der realrenten har henholdsvis 2, 3 og 4 ganger så stor effekt som realvalutakursen. Vi har imidlertid latt MCI der realrenten har dobbelt så stor effekt som realvalutakursen være vårt hovedalternativ.

### Tolkningen av MCI

Et problem som er antydnet ovenfor i forbindelse med tallfestingen av MCI, er at de økonomiske rammebetingelsene er endret – særlig siden midten av 1980-tallet. En viktig endring i denne sammenhengen er at skattesatsen på kapitalinntekter gradvis er redusert. Det er realrente etter skatt som er det relevante rentebegrepet for økonomisk adferd, og bare siden januar 1992 er utviklingen i realrente etter skatt parallell med utviklingen i realrente før skatt. I MCI har vi dessuten benyttet pengemarkedsrenter, mens renter fra bankene og andre finansinstitusjoner er vel så viktige for innenlandsk etterspørsel. Dette tilsier at en bør være forsiktig ved tolkningen av MCI, og at en begrenser seg til å se på fortegnen på endringen i denne indeksen.

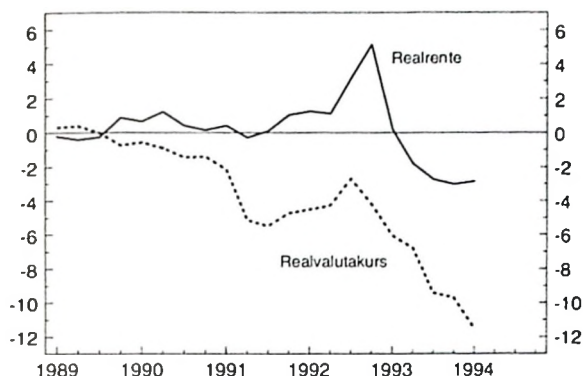
Med disse forbeholdene kan det likevel være av interesse å studere figur 2a, der MCI og produksjonsgapet er vist grafisk. I denne figuren er MCI normalisert til å være 0 i 1989. Valget av referansepunkt er ikke uttrykk for noen antakelse om at pengepolitikken var

Figur 2.a: MCI og produksjonsgap  
1.kvartal 1989 – 1.kvartal 1994.  
MCI = 0 i 1989.



<sup>3</sup> Testresultater er tilgjengelige ved henvendelse til forfatteren av artikkelen.

Figur 2.b: Komponentene i MCI  
1.kvartal 1989 – 1.kvartal 1994.  
Indekser, 1989 = 0



«nøytral» dette året, men er basert på at produksjonsgapet da var nær 0.

Gjennom 1992 økte verdien på MCI markert, mens den falt dramatisk gjennom fjoråret. I figur 2b ser vi at det særlig var realrentnivået som var årsak til økningen på slutten av 1992. Bortsett fra denne korte perioden, er det påfallende hvor lik utviklingen er i realrente og realvalutakurs fra slutten av 1991 til slutten av 1993. Etterhvert som pengepolitikken ble mer ekspansiv gjennom 1993, fikk vi en klar økning i aktivitetsnivået. En rentefølsom etterspørselskomponent som boliginvesteringene tok seg således markert opp gjennom 1993.

Ser vi på perioden fra første kvartal 1992, fremstår nå pengepolitikken som svært

ekspansiv sammenliknet med 1992, og en konjunkturoppgang er i full gang. Det ville vært fristende å anslå utviklingen i MCI ut 1994, for å se hvilken virkning dette vil få på produksjonsgapet. Slike beregninger vil vi imidlertid overlate til den makroøkonomiske modellen RIMINI. MCI bør tolkes som en indikator for hvor sterk pengepolitikken samlede virkning er til enhver tid. Nyten av en slik indikator vil øke med tiden, da det strengt tatt bare er siden første kvartal 1992 realrentnivået før skatt kan tolkes som en stabil indikator for det rentenivået husholdninger og bedrifter står overfor.

### Referanser:

- Alexius, A. (1993), «Realräntans och den reala effektiva växelkursens effekter på efterfrågan», i *Penningpolitiska indikatorer*, Sveriges Riksbank.
- Hansson, B. (1993), «En strukturell modell», i *Penningpolitiska indikatorer*, Sveriges Riksbank.
- Kydland, F. E. og E. C. Prescott (1990), «Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth», *Federal Reserve Bank of Minnesota Quarterly Review*, Spring, 3-18.
- Skjæveland A. og N. Langbraaten (1993), «Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?» *Penger og Kredit* 1993/4, 288-297.

# Økonomisk og monetært samarbeid i EU<sup>1)</sup>

Håkon Sannes, spesialrådgiver i Økonomisk avdeling i Norges Bank

*Fase to i Fellesskapets økonomiske og monetære union (ØMU) startet opp 1. januar i år. Den vil vare inntil forutsetningene for å påbegynne fase tre er oppfylt. Verken når det gjelder økonomisk politikk generelt, budsjett- og finanspolitikk spesielt eller penge- og valutapolitikk vil det i fase to skje noen kompetanseoverføring fra nasjonalt til fellesskapsnivå. Basert på enighet om de generelle økonomiske mål, er det mer tale om et stadig mer forpliktende politisk samarbeid ved prosedyrer for overvåking av økonomiene og anbefalinger om endringer i den økonomiske politikk når Fellesskapet finner behov for det.*

*I lys av erfaringer i og utenfor EU om hva som leder til en god økonomisk utvikling over tid, vil penge- og valutapolitikken bli søkt samordnet, basert på erkjennelsen av behov for en stabilitetsorientert økonomisk og monetær politikk med prisstabilitet til følge. Rammen for denne politikk vil i fase to fortsatt være EMS-avtalen. Den er et frivillig, og ulike grader av monetært samarbeid mellom sentralbankene i EU. Det institusjonelle samarbeidet om penge- og valutapolitikken vil skje i Det europeiske monetære institutt (EMI). EMI vil dessuten få til oppgave å forberede den monetære unions fase tre med en felles pengeenhet og felles pengepolitikk.*

*For øvrig vil den annen fase være preget av «en læreprosess i kollektive beslutninger, men hvor ansvaret fortsatt ligger hos de nasjonale myndigheter» (Delors-rapporten).*

## Bakgrunn

EUs forhandlinger om en økonomisk, monetær og politisk union ble sluttført under Det europeiske råds møte i Maastricht i desember 1991 og undertegnet i februar 1992. Traktaten om den europeiske union trådte imidlertid ikke i kraft før 1. november 1993, bare to måneder før fase to av den økonomiske og monetære union (ØMU) ble innledet.

I den del av Maastricht-traktaten som omhandler reglene om økonomisk politikk og penge- og valutapolitikk, finnes bestemmelsene om Fellesskapets mål på det økonomiske og monetære området samt tidsfrister, prosedyrer og kriterier for den trinnvise utvikling henimot en økonomisk og monetær union. I en særskilt protokoll til traktaten er det utarbeidet vedtekter for *Det europeiske system av sentralbanker (ESSB)* som forutsettes etablert

tidligst 1. januar 1997 og senest 1. januar 1999. ESSB vil bestå av *Den europeiske sentralbank (ESB)* og medlemsstatenes nasjonale sentralbanker. En annen viktig protokoll er vedtektene for *Det europeiske monetære institutt (EMI)*. EMI trådte i virksomhet 1. januar i år samtidig med at annen fase i ØMU ble iverksatt.

Planene om ØMU er ikke nye. Allerede i 1969 vedtok Det europeiske råd å utvikle Fellesskapet til en økonomisk og monetær union. I Rådets resolusjon av 22.03.71 ble således de nærmere regler for overgangen til en økonomisk og monetær union i tre etapper utformet. Målene for denne union og tankene om en etappevis gjennomføring er prinsipielt ikke ulik sluttresultatet av Maastricht-forhandlingene om ØMU. Forskjellen ligger i at de gjeldende regler om ØMU er *traktatfestet*, at de tre etapper for gjennomføringen av ØMU er *presist tidfestet* og at etappenes *institusjonelle og funksjonelle innhold er konkret definert*.

*Maastricht-traktatens* bestemmelser om den økonomiske og monetære union tar utgangspunkt i planen om det indre marked (viktige elementer i denne plan inngår i EØS-

<sup>1</sup> Norges Bank har de siste fem årene regelmessig orientert om utviklingen i Fellesskapet når det gjelder økonomisk og monetært samarbeid. Det vises til artikler i Penger og Kreditt nr. 3/89, 4/90, 1/91, 4/91, 3/92 og 3/93. Den første av disse artikler omhandler Delors-rapporten om en økonomisk og monetær union (ØMU). Det er denne rapport som har dannet grunnlaget for de nå vedtatte planer om ØMU. Den siste artikkel vurderer konsekvenser for Norges Bank av en eventuell norsk deltakelse i en monetær union i EU.



avtalen). Formålet med det indre marked er å få full reell økonomisk integrasjon (gjennom fri flyt av varer og tjenester og fri bevegelse av arbeidskraft og kapital) hvor ressursallokering og prissetting i hovedsak er markedsbestemt, for dermed å kunne høste de fordeler som økt arbeidsdeling og utnyttelse av stor-driftsfordeler gir opphav til.

En slik reell integrasjon nødvendiggjør en nærmere samordning av den økonomiske politikk fordi mulighetene for å føre en selvstendig politikk minskes ved økende mobilitet og ved økt integrasjon. Siste fase i den økonomiske og monetære union tar sikte på å sikre og fastholde dette samordnings- og konvergensbehov ved institusjonelle bindinger på det monetære området, ved flertallsvedtak på nye områder og ved et mer forpliktende samarbeid om den økonomiske politikk.

De positive erfaringer Fellesskapet hadde i annen halvdel av 1980-årene med en stabilitetsorientert økonomisk og monetær politikk, bidrog ytterligere til at man kunne enes om prinsippene for ØMU. Disse positive erfaringer, som for øvrig har bred aksept også i et globalt perspektiv (jf OECD og IMF), er understøttet av en teoretisk erkjennelse av at inflasjon har betydelige realøkonomiske kostnader og at pengepolitikken best bidrar til økt velstand og høy sysselsetting på varig basis når den innrettes mot prisstabilitet.

En blant flere forutsetninger for å oppnå stabilitet og lav inflasjon er at markedene har tillit til at pengepolitikken vil være rettet inn mot dette. En slik troverdig pengepolitikk innebærer at de pengepolitiske myndigheter ikke forfølger kortsiktige mål, men baserer seg på å oppnå stabilitet i de monetære forhold for å kunne oppnå ønsket prisstabilitet på sikt. For å få dette til er det behov for større disiplin både i penge- og valutapolitikken og den økonomiske politikk for øvrig. En konsekvens av ovennevnte erkjennelse er at målet for penge- og valutapolitikken blir å sikre prisstabilitet. Dette mener man best kan oppnåes ved at de pengepolitiske myndigheter (sentralbankene) sikres en uavhengig stilling for å kunne skjøtte sine oppgaver i samsvar med målet for pengepolitikken<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Problemstillingen «lav pris- og kostnadsvekst» som styringsmål for pengepolitikken er blant annet drøftet i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 19. april d.å. For øvrig vises til artikkel av A.B. Christiansen om sentralbankens institusjonelle stilling. Brevet og artikkelen er gjengitt i dette nummer av Penger og Kreditt.

Når det gjelder den økonomiske politikk for øvrig, oppstiller EU-traktaten en rekke prisverdige mål (jf artikkel 2, 3A og 102) som hver for seg er lite kontroversielle. Det gis imidlertid ingen retningslinjer for avveiningen mellom målene. Siden traktaten heller ikke tillegger EU overnasjonale oppgaver ved gjennomføringen av den nasjonale økonomiske politikk, er det desto mer nødvendig med en sterkere grad av koordinering av politikken, og utvikling av prosedyrer og retningslinjer for samarbeidet med sikte på å unngå at landene foretar seg noe som vil kunne være inkonsistent i forhold til de felles økonomisk-politiske mål.

Denne artikkel vil nærmere gjennomgå konsekvenser for den økonomiske og monetære politikk i EU og dets medlemsland som følge av oppstartingen av fase to den 1. januar i år. Det er behov for å gå noe i detalj fordi fase to i liten grad er omtalt i tidligere artikler i Penger og Kreditt.

#### *Økonomisk samarbeid i EU i fase to*

Allerede fra oppstartingen av fase to 1. januar i år ble det med hjemmel i traktaten og i medhold av vedtatt sekundærlovgivning lagt restriksjoner på visse offentlige disposisjoner av betydning både for den økonomiske politikk og for sentralbankenes oppgaver:

- Det er forbud mot sentralbankfinansiering av offentlige budsjettunderskudd.
- Det er forbud mot å gi det offentlige en preferert adgang til finansmarkedene.
- I tillegg er det i traktaten fastslått at Fellesskapets institusjoner eller andre medlemsland ikke skal kunne hefte for et medlemslands statsgjeld.

De to første bestemmelser begrenser myndighetenes muligheter til å føre «uansvarlig finanspolitikk» basert på seddelpressefinansiering eller ved å oppnå lån i markedet til skjult subsidiert rente. Begge virkemidler har tidvis vært nyttet i etterkrigstidens Europa. De er mer uvanlige i dag. Norge har i sine tiltredelsesforhandlinger ikke hatt vansker med å slutte seg til disse prinsippene.

Den siste bestemmelse medfører ikke noe nytt i forhold til rettstilstanden før 1994 i EU. Den er tatt med for å markere at den stadig tettere integrasjon som nå vil skje i EU, ikke fratar det enkelte medlemsland ansvaret for selv å «holde sitt hus i orden». Det er et viktig signal til markedet om å vurdere medlemslandenes kredittverdighet ut fra de realøkonomiske forhold i hvert enkelt land. Det har ikke vært strid om disse bestemmelser, og det forventes at de vil bli etterlevd.

Med forbehold om de bestemmelser som er nevnt ovenfor, vil det i fase to ikke skje noen suverenitetsavståelse når det gjelder gjennomføringen av den økonomiske politikk, herunder finans- og budsjettpolitikken. Som ledd i en videreføring og styrking av det samarbeid om den økonomiske politikk som utviklet seg i 1980-årene, er det imidlertid etablert ulike *samarbeidsprosedyrer* når det gjelder:

- generelle retningslinjer for den økonomiske politikk (artikkel 103.2)
- multilateral overvåking av den økonomiske utvikling (artikkel 103.3-4)
- bestrebelse på å unngå for store budsjettunderskudd (artikkel 104 C)
- programmer for økt økonomisk konvergens (artikkel 109 E.2)

Hvert av disse fire områdene blir behandlet i det følgende.

*Fastsettelse av generelle retningslinjer for den økonomiske politikk.* EU-traktaten stadfester at medlemslandene skal anse sin økonomiske politikk som en sak av felles interesse, og at den skal søkes samordnet med sikte på å bidra til å virkeliggjøre Fellesskapets mål. Dette samordningskrav er ikke vesentlig forskjellig fra tidligere bestemmelser i Roma-traktaten og Enhetsakten. Det nye er at det fastlegges *en prosedyre* for utforming av generelle retningslinjer (broad guidelines) for Fellesskapets og medlemslandenes økonomiske politikk.

Forslag til retningslinjer skal utformes av Rådet av finansministre ved kvalifisert flertall etter henstilling fra Kommisjonen. Forslaget skal forelegges Det europeiske råd (statsoverhoder og/eller regjeringssjefer) som diskuterer

seg fram til en konklusjon som bringes tilbake til Rådet av finansministre. Rådet kan på dette grunnlag med kvalifisert flertall gi en rekommandasjon som fastlegger de generelle retningslinjer. Europa-parlamentet skal underrettes om denne rekommandasjon. Retningslinjene er ikke bindende, men de har naturlig nok en betydelig politisk vekt ved at de på forhånd er drøftet på statsledernivå.

Fastsettelse av slike økonomiske retningslinjer på EU-nivå er ikke noe nytt prinsipp i Fellesskapet. Allerede ved introduksjonen av Rådets *konvergensbeslutning* (120/74/EØF av 18.2.74) og ved beslutningens nye utforming i 1990 (141/90/EØF av 12.3.90) har Fellesskapets årlige økonomiske rapporter, forbedret av Kommisjonen og vedtatt av Rådet av finansministre, hatt politikktilrådingen av om lag samme innhold som de nye generelle retningslinjer. Forskjellen ligger mer i behandlingsmåten: Tidligere var Rådets behandling utelukkende basert på Kommisjonens utkast. Nå er saksgangen preget av innspill fra flere hold: Den monetære komité, statslederne og finansministrene i medlemslandene. Dette forsterker det politiske preg i prosessen. På den annen side forelegges ikke lenger retningslinjene for Europaparlamentet og Den økonomiske og sosiale komité slik praksis var tidligere.

Det første vedtak om generelle retningslinjer ble gjort av Rådet i desember 1993. Dette var spesielt med hensyn til tidspunkt og innhold. I fortsettelsen vil retningslinjene bli vedtatt ved sommerstid (juni/juli) for at de skal kunne ha virkning for nasjonalstatenes budsjettbehandlinger for det kommende år. Både tidspunktet for behandlingen og tilrådingenes innhold i det første vedtaket bar preg av Kommisjonens hvitbok: «Growth, Competitiveness and Employment», og ønsket om snart å transformere hvitbokens handlingsplan for økt sysselsetting og vekst til praktisk politikk. Således tar de økonomisk-politiske retningslinjer særlig utgangspunkt i behovet for å skape flere arbeidsplasser og å få ned arbeidsløsheten.

De nye prosedyrer skyver på en måte Fellesskapets tradisjonelle økonomiske årsrapporter noe i bakgrunnen. Disse vil imidlertid bli beholdt, men vil for fremtiden fremstå som Kommisjonens dokument uten politisk

behandling. Dette kan styrke den faglige fremstilling og gjøre dokumentet mer egnet som bakgrunn for den offentlige og politiske debatt omkring de generelle retningslinjer som senere skal vedtas av Rådet.

*Multilateral overvåking.* Det er Rådets oppgave å overvåke den økonomiske utvikling i hver av medlemsstatene og i Fellesskapet. Dette følger av behovet for en nærmere samordning av den økonomiske politikk i Fellesskapet, og behovet for å se til at medlemslandenes økonomiske politikk er i samsvar med de ovennevnte generelle retningslinjer. Denne overvåking og vurdering skjer i Rådet på grunnlag av meldinger fremlagt av Kommisjonen. Finner Rådet at den økonomiske utvikling ikke er i samsvar med de vedtatte retningslinjene eller at den medfører fare for at den økonomiske og monetære union ikke vil virke etter sin hensikt, kan det med kvalifisert flertall rette de nødvendige rekommandasjoner til vedkommende medlemsstat. Rekommandasjonene skal meddeles Europa-parlamentet. Rådet kan dessuten vedta at de skal kunne offentliggjøres. I så fall skal Europa-parlamentets fagkomité kunne anmode Rådets formann om å redegjøre i komiteen for Rådets vedtak. For øvrig kan nevnes at Det europeiske råd i desember 1993 vedtok at Rådet av finansministre hvert år ved årsskiftet skal avlegge en rapport om medlemslandenes implementering av retningslinjene. Dette vil første gang skje ved utgangen av dette år.

Heller ikke overvåkingsprosedyren er ny<sup>3</sup>. Den ble formalisert ved den nye utforming av konvergensbeslutningen i mars 1990 (nevnt ovenfor) som ledd i oppstartingen av fase én i ØMU. Hensikten var å legge et politisk press på det enkelte medlemsland til å føre en økonomisk politikk som bidrog til å virkeliggjøre Fellesskapets mål og til en tilnærming av de økonomiske resultater. Verken den gang eller nå (EU-traktaten) er det åpnet for sanksjonsmuligheter overfor medlemsland som ikke følger Rådets tilrådinger.

Mens man i perioden 1990-1993 avholdt «multilateral» overvåking to ganger i året, vil

Rådet fra og med 1994 kun ha slike drøftinger en gang i året, før årsskiftet. Dette har sammenheng med at Rådet, som nevnt, i juni/juli ellers vil måtte vurdere den økonomiske situasjon i medlemslandene i forbindelse med evalueringen av tilpassingen til de vedtatte generelle retningslinjer.

*Kravet om å unngå for store budsjettunderskudd.* I fase to skal medlemslandene søke å unngå for store budsjettunderskudd. Regler om dette er utformet i artikkel 104 C og i en protokoll om fremgangsmåten i forbindelse med for store budsjettunderskudd. I tillegg har det vært nødvendig å utferdige forordninger om definisjoner av begrepet «for store offentlige underskudd» og om innsamling av relevant statistikk og andre økonomiske data av betydning i denne sammenheng.

Budsjettbegrensningen er ikke et rettslig bindende krav i fase to<sup>4</sup>. De prosedyrer og definisjoner som er fastlagt i artikkel 104 C og i protokollen, vil imidlertid alle medlemsland være forpliktet til å følge. Reglens hensikt er å styrke samordningen av den økonomiske politikk og etterleve de traktatfestede retningsgivende prinsipper om sunne offentlige finanser (artikkel 3 A.3).

Så integrert som samarbeidet i EU nå er blitt, vil en uansvarlig finanspolitikk i et medlemsland få smitteeffekter på forholdene i de andre medlemsland. Det vil kunne få uheldige renteeffekter som andre land på grunn av de frie kapitalmarkedene også vil måtte bære. Dette vil også kunne skape urolige forhold i valutamarkedene på grunn av sviktende tillit til den økonomiske politikk som blir ført i vedkommende land. Det vil dessuten på sikt kunne reises spørsmål om landets evne til å føre en slik stabil økonomisk politikk som er en forutsetning for å kunne delta i ØMUs tredje fase. Desto flere land som viser avvik i forhold til prinsippet om sunne offentlige finanser, desto mindre sjanse er det for at planene om ØMU kan realiseres som planlagt.

Det er angitt to krav som skal fungere som grenser for hva som er for store underskudd: For det første skal offentlige budsjettunder-

<sup>3</sup> Det kan i denne sammenheng nevnes at alle EU- og EFTA-lands økonomier og økonomiske politikk regelmessig blir overvåket og vurdert i samsvar med vedtatte spilleregler i IMF og OECD.

<sup>4</sup> Budsjettbegrensningen hører med blant de krav som må være oppfylt som en forutsetning for å kunne delta i ØMUs fase tre og som vil være bindende over tid for alle «fase tre»-land.

skudd ikke overskride 3 prosent av BNP, for det andre skal total offentlig gjeld ikke overskride 60 prosent av BNP.

I vurderingen av et lands faktiske situasjon i forhold til referanseverdiene, vil det bli tatt hensyn til hvorvidt landet er i ferd med å nærme seg det første kriterium fra en ugunstigere situasjon og hvorvidt overskridelsen er grunnet i særlige omstendigheter og ellers er midlertidig, og om landet befinner seg nær referanseverdien. For det annet kriterium vil det bli lagt til grunn en vurdering av hvorvidt landet er i ferd med å redusere sin offentlige gjeld og eventuelt er i ferd med å nærme seg den akseptable grense.

I tillegg til disse forbehold vil det bli tatt hensyn til størrelsen på de offentlige investeringer i forhold til underskuddet og «alle andre forhold av betydning, herunder medlemsstatenes økonomiske og budsjettmessige situasjon på mellomlang sikt». Når det i tillegg skal tas hensyn til landets egne merknader og vurdering av underskuddene, må det kunne sies at et vedtak i Rådet om at et for stort underskudd foreligger, bare vil kunne skje etter en grundig politisk avveining hvor landets egen vurdering, i samsvar med praksis hittil i EU, vil bli tillagt vekt.

Vedtak om at det foreligger et for stort underskudd treffes av Rådet med kvalifisert flertall etter tilråding av Kommissjonen. Når et slikt vedtak er truffet, skal Rådet rette en rekommendasjon til vedkommende medlemsstat med henstilling om å bringe forholdet til opphør innen en fastsatt tidsfrist. Denne rekommendasjon skal ikke offentliggjøres med mindre vedkommende land ikke har fulgt opp med virkningsfulle tiltak innenfor den fastsatte frist. Det er således bare i det unntakstilfellet at et land har fått et vedtak om et for stort underskudd rettet mot seg og at det etter noen tid ikke har truffet tiltak for å rette opp underskuddet, at offentligheten vil få vite om Rådets rekommendasjon.

*Konvergensprogrammer.* Innen annen fase ble påbegynt skulle Rådet på grunnlag av en melding fra Kommissjonen vurdere den fremgang som var gjort i økonomisk og penge- og valutamessig tilnærming, særlig med sikte på prisstabilitet og sunne offentlige finanser, og den fremgang som var gjort i gjennomføring-

en av Fellesskapets regelverk om det indre marked. I denne forbindelse ble hver medlemsstat pålagt, om nødvendig, å vedta flerårsprogrammer for å sikre at de økonomiske mål som her er nevnt, ville bli oppfylt.

Disse konvergensprogrammer ble imidlertid påbegynt på *frivillig basis* så tidlig som i oktober 1991 fordi man innså at det ville ta tid før Maastricht-traktaten kunne bli implementert. Innen traktaten trådte i kraft 1. november 1993, forelå det således slike programerklæringer fra hele ni medlemsland. I dag har alle medlemsland, unntatt Luxemburg, presentert sine konvergensprogram. Flere land har allerede revidert tidligere program. Luxemburg er således det eneste land i EU som for tiden formelt oppfyller konvergenskravene<sup>5</sup>.

#### *Penge- og valutapolitisk samarbeid i fase to*

Det vil i denne fasen ikke skje noen overføring av beslutningsmyndighet til EU i monetære spørsmål. Imidlertid er det som nevnt ovenfor innført forbud mot monetær finansiering av offentlige budsjettunderskudd, og det er forbudt å gi det offentlige en preferert adgang til finansmarkedene med virkning fra 1. januar 1994. Så vidt en har kunnet bringe på det rene, har medlemslandene ikke hatt problemer med å tilpasse seg disse nye og i dag alminnelig godtatte prinsipper.

På det institusjonelle plan er Sentralbanksjefkomiteen, som hittil har vært det viktigste koordineringsorgan for det monetære samarbeidet i EF (via EMS-avtalen), oppløst og erstattet av *Det europeiske monetære institutt (EMI)*. EMI skal etter planen kun virke i annen fase for deretter å bli erstattet av Den europeiske sentralbanken (ESB) når tredje fase trer i kraft.

Generelt kan en si at EMI (hvis styre består av de tidligere medlemmer av Sentralbanksjefkomiteen + EMIs leder) har overtatt sentralbanksjefkomiteens oppgaver. Den har i tillegg fått nye oppgaver som er definert i traktaten og i egne vedtekter som er utformet som en protokoll til EU-traktaten.

De nye oppgaver vil i hovedsak være følgende:

<sup>5</sup> Ifølge Revidert nasjonalbudsjett 1994 tilfredsstiller også Norge de formelle kriterier for 1994.

EMI skal utrede, planlegge og utforme de nødvendige tekniske og institusjonelle arrangementer og pengepolitiske instrumenter som er nødvendig for at tredje fase skal kunne iverksettes med full virkning fra første dag dette blir aktuelt.

EMI skal styrke samordningen av pengepolitikken med sikte på å sikre prisstabilitet (begrunnelsen for dette er gitt innledningsvis).

EMI skal styrke samarbeidet mellom de nasjonale sentralbanker og holde samråd om saker som hører under de nasjonale sentralbankers ansvarsområde, og som påvirker stabiliteten i finansinstitusjonene og i markedene.

EMI skal fremme bruken av ECU og overvåke dens utvikling<sup>6</sup>

EMI skal rådspørres om ethvert forslag til rettsregler innenfor dets kompetanseområde både når det gjelder EU-regler og nasjonale regler.

EMI kan med to tredjedels flertall avgi uttalelser om det overordnede siktemål for penge- og valutakurspolitikken og om nasjonale tiltak i denne forbindelse. Det kan herunder gi tilrådinger til nasjonale regjeringer og EU-rådet om politikk som vil kunne påvirke de penge- og valutamesige forhold innad i Fellesskapet eller utad.

EMI kan ved enstemmighet beslutte å offentliggjøre sine uttalelser og rekommandasjoner.

EMI er dessuten gitt mulighet til å forvalte medlemslands valutareserver i den utstrekning medlemsland ønsker dette. Det vil på grunnlag av enstemmige vedtak i Rådet (av finansministre) kunne gis andre og kanskje mer operasjonelle oppgaver i fase to. Det er i dag lite som tyder på at denne mulighet vil bli nyttet.

De kanskje viktigste og vanskeligste oppgaver for EMI blir å forberede den felles pen-

<sup>6</sup> For fase to ble innledet, ble ECUen i henhold til traktatbestemmelsene «fastfrosset», der valutakurvens valutastlag og -mengder ikke lenger skal kunne endres hvert femte år slik tidligere regler gav adgang til. Nye medlemslands valutaer vil således etter dette ikke kunne inngå i ECUen. Den økonomiske betydningen av dette er for små land liten.

gepolitikk i fase tre, fastlegge hvilke pengepolitiske instrumenter som skal tas i bruk og hvordan arbeidsdelingen bør være mellom den europeiske sentralbank og de nasjonale sentralbanker. Selv om ESSB har prisstabilitetsmål som utgangspunkt for pengepolitikken, er det uavklart hvilket *innhold* dette prisstabilitetsmål vil få. Det er dessuten ulike oppfatninger om hvorvidt en skal basere seg på å styre på grunnlag av prisstabilitetsmålet eller ved avledede mål, som for eksempel et pengemengdebegrep (som må nærmere defineres), eller med sikte på å holde stabile valutakurser overfor omverdenen.

Integrasjonen i EU betinger allerede i dag bedre sammenkobling av de nasjonale betalingssystemer for at betalingstransaksjonene over landegrensene skal kunne skje like raskt, effektivt og billig som på nasjonalt nivå. I ØMUs tredje fase er en slik sammenkobling nærmest en forutsetning for en praktisk implementering av den felles pengeenhet. I arbeidet med systemløsninger og avregnings- og oppgjørsordninger vil sentralbankene i EU spille en sentral rolle. Dette arbeidet har således høy prioritet i EMI i dag.

Forberedelsene til en felles pengeenhet i fase tre krever at alle tekniske, sikkerhetsmessige og institusjonelle forhold knyttet til seddel- og myntproduksjon og distribusjon er løst innen fase to utløper. Det vil ta mange år å forberede og bli enige om disse spørsmål. Løsningene kan ikke introduseres etter hvert, men vil måtte være virksomme og effektive fra første dag en felles pengeenhet blir en realitet. I tillegg kan nevnes de problemer som næringslivet står overfor ved at regningsenhet og prissetting må endres fra den ene dag til den andre.

For å kunne løse alle disse oppgaver vil det i EMI bli bygget opp en administrasjon av sentralbankeksptise (det er antydnet ca 140 årsverk). EMI har dessuten opprettet spesialkomiteer og arbeidsgrupper for de ulike fagområder. Dette er et komitésystem som i hovedsak er overtatt fra den tidligere Sentralbanksjefkomiteen. Ekspertene til disse utvalg hentes fra de nasjonale sentralbanker. EMI vil etablere seg i Frankfurt. Foreløpig skjer møtevirksomheten i Basel i tilknytning til BIS' månedlige sentralbanksjefmøter. Full etablering i Frankfurt vil først skje i november d.å.

I forbindelse med de fire EFTA-landenes forhandlingene om medlemsskap i EU er det nå etablert en forståelse mellom søkerlandene og EU om at søkerlandene vil få observatørstatus med deltakelse og uttalerett i EU-komitestrukturen, herunder nevnte komiteer i EMI, så snart de forhandlede medlemsavtaler er undertegnet. Dette vil ventelig skje den 24.-25. juni d.å.

Selv om det som nevnt i fase to fortsatt er et nasjonalt ansvar å føre en hensiktsmessig penge- og valutapolitikk, vil de politiske erklæringer som er gitt i tiltredelsestraktatene innebære at søkerlandene vil tiltre EUs monetære samarbeid slik det for tiden fungerer i

henhold til rådsresolusjonen av 1978 om EMS. Dette vil kunne skje så snart det er praktisk mulig etter at EU-medlemskapet er en realitet.

En beslutning om å tiltre sentralbanksamarbeidet om kurs- og intervensjonspolitikken i ERM vil imidlertid måtte tas på et tidspunkt som den nasjonale regjering selv finner formålstjenlig og i samsvar med den økonomiske situasjon landet befinner seg i. I så måte vil søkerlandene være i samme situasjon som de EU-land som i dag ikke deltar fullt ut i kurs- og intervensjonssamarbeidet (ERM) i EMS-avtalen.

## Falskmyntneri: Ny teknologi gir nye utfordringer

*Jan Waaler, rådgiver i Avdelingen for kontante betalingsmidler i Norges Bank*

*Falskmyntneri regnes som en alvorlig forbrytelse med høy strafferamme. Ny teknologi har gitt enklere metoder for å lage rimelig gode forfalskninger enn i «gamle dager». Et årvåkent publikum med kunnskap om elementære ekthetskriterier (vannmerke, sikkerhetstråd, sikkerhetstrykk) vil gjøre det vanskelig å omsette falske sedler. Det er for tiden en tendens til økning i forsøk på falskmyntneri som er basert på enkle og lett tilgjengelige midler, spesielt fargekopieringsmaskiner. Men moderne fargekopieringsmaskiner leveres i dag med funksjoner som gjør slik kopiering vanskeligere. Dels kan kopiene spores tilbake til maskinen, dels er en del maskiner konstruert slik at pengesedler gjenkjennes under kopiering, hvorpå kopien blir svart.*

Falskmyntneri har alltid blitt vurdert som en alvorlig forbrytelse. Dette henger sammen med en vurdering av betalingssystemets sentrale betydning i samfunnet, samt at det ble regnet som majestetsfornærmelse å forfalske kongens mynt. Flere land i verden, deriblant India, har fortsatt livstidsstraff for denne forbrytelsen.

De fleste er kjent med at spesielt falske dollarsedler er utbredt i store deler av verden. Omfanget av problemet kan også synes stort. Inidertid viser Interpols statistikk for 1991 at falske flybilletter utgjør et tilnærmet like stort økonomisk problem (120 millioner US dollar), og at svindel med kredittkort er et langt større problem (3 000 millioner US dollar) enn falskmyntneriet (180 millioner dollar).

Interpols statistikk viser to andre tendenser:

- Mengden av enkeltsaker med småskala-forfalskninger basert på fargekopimaskin øker sterkt.
- En stadig økende andel av storskala-falskmyntneri blir oppdaget før sedlene slippes på markedet. Størrelsen på beslag er altså ikke direkte relatert til mengde falske sedler i omløp.

Også i Norge har vi sett en slik tendens de siste årene. To saker er allerede ferdig behandlet i rettsapparatet, og en tredje kommer opp høsten 1994.

Det viktigste våpenet i kampen mot falskmyntnere er å ha et informert og årvåkent

publikum. En falskmyntner som har fått avhendet sitt produkt og fått noe igjen, har nådd sitt mål.

Det er derfor vesentlig å gjøre omsetning av falske sedler så vanskelig som mulig. Norges Bank har gitt ut to informasjonsbrosjyrer som publikum kan benytte. Den ene omhandler hele seddelutgave VI, og den andre tar opp ekthetskriterier for norske sedler. (Brosjyren er gjengitt i avtrykk her.) De samme ekthetskriteriene gjelder også i stor grad de fleste utenlandske sedler. Kunnskapsnivået hos publikum og i deler av pressen i Norge er fremdeles lavt, og Norges Bank arbeider kontinuerlig for å bedre dette.

### *Den «klassiske» falskmyntner*

Opprinnelig fantes det to sikkerhetselementer knyttet til utstedelse av sedler: papiret (med og uten vannmerke) og trykken. Før avfotografering eller annen form for avlesning av en original var mulig, måtte falskmyntneren egenhendig kopiere håndarbeidet til opphavsmannen, enten ved å reprodusere trykkmaterie-ll eller rett og slett å tegne seddelen for hånd. Dette var et meget møysommelig arbeid som bare få klarte å utføre vellykket.

Utviklingen av optiske avlesnings- og reproduksjonsteknikker har gjort nye verktøy tilgjengelige også for falskmyntneren. En slik prosess innebærer fotografisk avlesning av en original seddel, gjerne flere bilder eksponert med fargefiltre tilpasset originalfargene i sed-

delen. Slik kan et sett med filmer som representerer seddelens originalfarger gjenskapes. Filmene må gjerne retusjeres for hånd for å korrigere for uønskede detaljer. Serienummer blir gjerne fjernet for å muliggjøre en fortløpende nummerering senere. Med riktig valg av papir og trykkfarger kan resultatet bli svært bra. Framgangsmåten krever mye tid og høy faglig dyktighet (– kombinert med et kriminellet sinnelag).

Bedre reproduksjons- og trykketeknikker har drevet fram en utvikling av sedlenes utforming. Mer avanserte flerfarge-trykkprosesser er blitt innført, gjerne kombinert med komplekse geometriske mønstre (laget av Guillochemaskiner) og kontinuerlige fargeoverganger (iristrykk).

### *Nyere teknologis innvirkning*

Utviklingen av hjelpemidler innen grafisk industri har forenklet reproduksjonsprosessene vesentlig, samtidig som utbredelse av egnet utstyr gjør at nesten alle trykkerier i prinsippet kan bedrive falskmyntneri. Dette er vel kjent for alle med innsikt i moderne reproduksjons- og trykketeknikk.

Hovedsakelig er det moderne teknikker for avbildning, elektronisk bildebehandling, farge-separering/rastrering og firefarger offsettrykking som muliggjør dette. Gode farge-scannere (en scanner avbilder en original og lagrer bildet elektronisk, f.eks. på en PC) åpner for enkel framstilling av originaler som også kan redigeres elektronisk. Fra samme utstyr kan det ferdig redigerte produktet overføres til nye originalfilmer (ved hjelp av fotosetter) som igjen benyttes til produksjon av trykkplater.

Rastrering og reproduksjon ved å benytte standardiserte primærfarger forenkler prosessen ytterligere. Resultatet kan ofte gi et plausibelt inntrykk, selv om mange av de finere detaljer som kjennetegner en ekte seddel, ikke gjengis. Utformingen av ekte sedler er da også valgt slik at vanlige reproduksjonsprosesser skal få vanskeligheter med gjengivelsen.

Gode fargescannere, kraftige PC/MAC datamaskiner og avanserte programmer for bildebehandling til en lav pris er siste skudd på stammen av gode hjelpemidler. Vanligvis vil slikt utstyr ha muligheten til å lagre bilde-

data i et format som kan benyttes til produksjon av originalfilmer i et trykkeri.

Moderne digitale fargekopimaskiner inneholder både en høykvalitets avbildningsenhet og en god fargeskriver. Ofte kan en slik kopieringsmaskin overføre informasjon til en datamaskin, bildet kan bearbeides og overføres tilbake til kopimaskinen for utskrift eller til originalfilmer for framstilling av trykkplater.

### *Inntrykksforfalskning*

På gode forfalskninger er det ofte lagt ned et omfattende arbeid med både trykk, papir og eventuelt andre prosesser som gjør forfalskningene vanskelige å oppdage. Det kan innebære fluorescensfritt papir med eller uten fargede fibre, et separat svakt trykk for å imitere vannmerker og forskjellige metoder for å etterlikne en sikkerhetstråd. Ofte er spesielle trykkdetaljer skilt ut og trykt for seg for å oppnå best mulig reproduksjon. Sverige opplevde en sak med falske 1000-kronesedler i 1993 der hovedmotivet, kobbertrykket, var separert ut og trykt separat med «riktig» farge. Disse sedlene hadde også gode imitasjoner av vannmerke og sikkerhetstråd.

Begrepet «inntrykksforfalskning» er innført for å skille mellom forfalskninger som er mest beregnet på å lure «mannen i gata», og forfalskninger som kan være vanskelige å avsløre selv ved nærmere undersøkelse. En inntrykksforfalskning er gjerne produsert med standard prosesser, uten spesielle forsøk på gjengivelse av detaljer eller sikkerhetsparametre. Dette kan typisk være en vanlig 4-farge standard offsetproduksjon eller kopier fra fargekopimaskiner (se neste avsnitt).

### *Leilighetstyven*

De innledende avsnittene beskriver framgangsmåter som krever en god del fagkunnskap, og som selv med det mest moderne utstyret krever innsats og tid for å oppnå et resultat. Fargekopieringsmaskiner har skapt en helt ny gruppe falskmyntnere. Å produsere en falsk seddel med en slik maskin kan ta så lite som et par minutter og krever intet forarbeid. Noen vil alltid gripe muligheten selv om strafferammene er strenge. I stedet for noen få falskmyntnere som produserer store antall



sedler, kan vi altså få et større antall leilighets-tyver som hver bare produserer noen få eksemplarer.

Omfanget av fargekopier har økt de siste årene, men har i Norge foreløpig ikke blitt et stort problem. I hele 1992 ble det etterforsket saker for totalt 10 150 norske kroner, altså noen få sedler. Hittil i 1994 har vi sett ca. 30 falske 1000-kronesedler.

For tiden finnes det i Norge ca. 800 moderne fargekopieringsmaskiner i drift. I 1994 regner man med å selge ca. 400 nye maskiner. I forhold til dette antallet er ikke mengden falske sedler fra kopimaskiner urovekkende høy.

### *Hva begrenser omfanget av falskmyntneri?*

Seddelprodusenter og sentralbanker er meget oppmerksomme på problemet. Nye seddelutgaver utformes derfor spesielt med henblikk på å gjøre reproduksjon eller kopiering så lite attraktivt som mulig. Utforming av sedler med spesielt datautstyr muliggjør trykking av detaljer som er svært vanskelige å reprodusere, og som i mange tilfeller gir iøynefallende virkninger ved forsøk på reproduksjon. Mange land utstyres sine sedler med vannmerker, sikkerhetstråd, spesielt sikkerhetstrykk (kobbertrykk) eller andre sikkerhetskriterier som optisk variable detaljer (f.eks. hologrammer). Dette øker vanskelighetene for falskmyntnere, og kan enten skremme dem fra å forsøke eller til å velge en annen valuta som er enklere å produsere.

Strafferammen for falskmyntneri er dekket av to paragrafer i loven, med straff fra 3 til 15 år. Dette signaliserer at samfunnet fortsatt ser meget alvorlig på denne type kriminalitet. Enkelte land har vurdert forbud mot eller konsesjon for å kunne kjøpe utstyr som kan benyttes til falskmyntneri. Slike løsninger har ikke vært aktuelle i Norge.

Flere faktorer begrenser problemet med kopimaskinbaserte forfalskninger. Adgang til maskinene er gjerne begrenset, og maskinene er normalt låst utenfor arbeidstid. Vedlikehold av slike maskiner er uhyre viktig for kvaliteten, og leverandørene dekker praktisk talt 100 prosent av maskinene med serviceavtaler. Misbruk av maskinene vil fort bli avdekket ved service og rapportert.

Produsentene av kopimaskiner har i lengre tid samarbeidet for å finne metoder som reduserer faren for misbruk. Den største produsenten i Norge har lansert to prøvekonsepter som finnes i alle nye maskiner. De fleste andre produsentene har adoptert denne teknologien og inkludert tilsvarende i sine maskiner.

Det ene prøvekonseptet sørger for å merke alle kopier på en slik måte at de kan spores tilbake til maskinen. Fordi servicedekningen er 100 prosent, vil man alltid kunne lokalisere opphavsmaskinen.

Det andre prøvekonseptet er basert på at maskinen sammenlikner det objektet som ønskes kopiert med en database over kjente sedler av flere valutaer. Dersom maskinen identifiserer objektet som en seddel, vil kopien bli ubrukkelig. Dette konseptet funksjonerer ikke godt nok pr. i dag, blant annet er antallet valutaer som gjenkjennes begrenset. Det gir allikevel en forsmak på hva teknologien kan utrette også på denne siden av loven. Konseptet kan i framtiden tenkes overført til annet reproduksjonsutstyr (f.eks. scannere) og vil således også påvirke «profesjonelle» falskmyntneres hverdag.

### *Litt om amerikanske dollar*

Det finnes to hovedgrunner til at amerikanske dollar er verdens mest forfalskede valuta. En grunn er at den er universell og gangbar over hele verden. Dette er en fordel for organisasjoner som kombinerer falskmyntneri med annen internasjonal virksomhet som terrorisme, narkotikahandel etc.

Den andre grunnen er ganske enkelt at amerikanske dollar er forholdsvis enkle å forfalske. Sedlene har kun tre farger som er enkle å separere. Dollarforfalskninger er nesten aldri rastret, de reproduseres ofte i tilnærmet full detalj. Sikkerheten ligger først og fremst i trykketeknikkene og i papiret.

### *Håndtering av falske sedler*

Sedler er et ihendehaver-dokument. Den som har fått en falsk seddel, må bære tapet. Slik må det være. Det er derfor god grunn til å være årvåken, spesielt når betaling skjer med store sedler.



## E K T E S E D L E R

Sedler og mynt danner grunnlaget for et vel fungerende betalings-system. Alle våre betalingssystemer er bygget på tilliten til det tvungne betalingsmiddel, sedler og mynt, som alle må akseptere som betaling for varer og tjenester.

Fra tid til annen dukker det opp etterligninger eller det vi kaller forfalskninger. Det mest vanlige er farvekopier av ekte sedler. Dette er som regel meget gode etterligninger ved første øyekast, "inntryksforfalskninger", men de mangler en del viktige kjennetegn som finnes i ekte sedler.

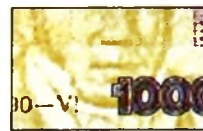


### o Papir

Alle norske sedler er trykket på bomullspapir. Dette gir sedlene en spesiell kvalitet. De virker harde og knitrende. Vanlig papir er fremstilt av celluloseholdig råstoff, noe som gjør at det "lyser opp" ved belysning fra en UV-lampe. Seddelpapir av bomull vil ikke lyse opp på samme måte, men virke "dødt". Det finnes imidlertid papir som kan virke "dødt" selv om det er laget av cellulose. Hvis det er tvil om seddelpapirets ekthet, bør seddelen undersøkes nærmere.

For å beskytte oss som daglig behandler større summer i kontante betalingsmidler har vi nedenfor beskrevet de viktigste kjennetegn ved ekte sedler og beskrevet noen metoder for å avsløre etterligninger.

Enkelte ekthetskriterier fremkommer ved bruk av UV-lys. Ved ekspedisjonssteder hvor en håndterer store mengder sedler er det til god hjelp å ha tilgang til en slik lampe, ved mistanke om etterligninger. En gjennomlysningslampe eller et lysbord kan også være nyttig.



### o Vannmerke

Ved produksjon av bomullspapiret i papirmaskinene legges det inn et vannmerke. Vannmerket dannes ved fortykkelser og fortynninger i papiret. Ved å holde en seddel opp mot lyset kommer vannmerket tydelig frem som mørke og lyse gråtoner i et åpent felt på høyre side av seddelen (i forhold til portrettet).

På 1000-, 500- og 100-kroneseddelen er vannmerket en rad portretter tilfeldig plassert i det åpne feltet, det samme portrettet som på seddelen. På 50-kroneseddelen består vannmerket av mørkere 50-tall og lysere skråstriper. Ekte vannmerker får en "negativ" effekt ved å observere det i skrått innfallende reflektert lys.



### o Sikkerhetstråd

Sikkerhetstråden legges inn i papiret i produksjonen. Den sees ved å holde seddelen opp mot lyset og fremkommer som en mørk tråd inne i papiret tvers over seddelen til høyre for portrettet. På 1000- og 500-kroneseddelen vil sikkerhetstråden i tillegg lyse opp i blått og rødt hvis den belyses av en UV-lampe.



### o Farvede fibre

I produksjonsprosessen legges det også inn forskjellige typer usynlige og synlige farvede fibre i seddelpapiret. På alle sedler vil to av disse fibre lyse opp ved belysning av en UV-lampe.



### o Kobbertrykk

Kobbertrykk er hovedtrykket på seddelens forside (portrettsiden). Det er karakterisert ved et følbart relieff som skyldes både et tykt farvelag og at papiret er preget. Kobbertrykket gir store variasjoner i farvelagets tykkelse, og det har en skarphet og brillians som vanskelig oppnås med andre trykkmetoder. På en normalt brukt seddel vil kobbertrykket smitte over hvis en gnir en seddel med portrettsiden på et hvitt papir. (Den samme effekt oppnås ikke i samme grad med andre trykkmetoder eller ved farvekopier.)



### o Iristrykk

Dette er innlagt i baksidetrykkene og forsidenes bunntrykk. Disse er i offset og er utformet som kontinuerlige overganger fra en farge til en annen (regnbuetrykk).



Forstørret

### o Mikroskrift

Verdiangivelse i mikroskrift (0,25 - 0,5 mm høy) finnes på 100-, 500- og 1000-kroneseddelen. De største tallene kan leses med det blotte øye, mens de minste bare kan leses gjennom et forstørrelsesglass. På en farvekopi vil mikroskriften fremkomme som en "grøtet" farvetone.

1000-kroneseddelen har valørbetegnelsen 1000 i mikroskrift på forsiden i tre felt mellom rosetten i midten og portrettets bakgrunnstrykk.

På 500-kroneseddelen vil, med bruk av et forstørrelsesglass, tallene 500 fremkomme i et av de kvadratiske felt til venstre for Edvard Griegs portrett og inne i nullen i midten av valørbetegnelsen på forsiden.

Mikroskrift på 100-kroneseddelen finner du bl.a. i et område over og et område under portrettet, samt oppe og nede på stolpen til høyre på seddelens forside og til venstre på baksiden.



Ekte

Uekte

### o Moire (bølgemønster)

I vannmerkefeltet på 500-kroneseddelen er det trykket et fint linjemønster som danner et lyst blått felt. På en farvekopi vil dette feltet ofte fremkomme med et utpreget "bølgemønster" (moire).

### o Hva gjør jeg ?

Det er straffbart å forfalske sedler. Ved mistanke om forfalskninger skal Politiet kontaktes. For å sikre eventuelle fingeravtrykk bør slike sedler forvares i konvolutt eller plastomslag. Det er kun Politiet som kan beslaglegge falske sedler. Er du fremdeles usikker på hvorvidt en seddel er ekte etter å ha sjekket de sikkerhetslementer vi har beskrevet ovenfor, bør du kontakte Norges Bank for å få seddelen undersøkt.



**NORGES BANK**

Bankplassen 2, 0107 Oslo. Telefon 22 31 60 00.

Falske sedler blir alltid oppdaget. Avsløring skjer normalt ved betalingssteder eller i banker. I noen tilfeller oppdages forfalskninger først i sentralbanken. I Norge er Kripos tillagt ansvaret for etterforskning av slike saker. Pengefalsksaker etterforskes ved det respektive politikammer, men innrapporteres til en sentral Kripos-enhet. Kripos koordinerer en varslingsstjeneste der bankforeningene, Postverket og Norges Bank blir varslet. De re-

spektive organisasjonene varsler deretter sine medlemmer.

Kripos har utarbeidet et spesielt skjema som skal benyttes til slik rapportering. Skjemaet finnes blant annet ved alle politikamre, og er også distribuert til banker og postkontorer via bankforeningene og Postdirektoratet samt til Norges Banks distriktsavdelinger.

## Rapport fra Norges Bank om betalingsformidling

Norges Bank har lagt fram sin årlige rapport om betalingsformidling. Rapporten omhandler blant annet viktige utviklingstrekk i betalingsformidlingen og gir en oversikt over viktige hendelser i Norge på dette feltet i året som gikk. Den gir også en oversikt over gebyrsituasjonen, og en redegjørelse om internasjonalt arbeid på betalingsformidlingsområdet.

Publikum bruker stadig oftere kort ved betaling i butikker og på bensinstasjoner. Bruk av bankkort i butikker hadde den sterke økningen i 1993, med 44%. Totalt sett benyttes nå kort mer enn tre ganger så ofte som sjekk, og sjekkbruken går fortsatt kraftig ned. Antallet betalinger med elektronisk giring (autogiro/datagiro, direkte trekk og direkte remittering) økte med 18% i 1993, mens blankettgiringene viste omtrent uendret transaksjonstall. Blanketter benyttes likevel fortsatt hyppigst: to av tre girooverførslar skjer ved blanketter.

Etter en betydelig gebyrøkning i 1992 viser tallene for 1993 en mer moderat økning. Det er de blankettbaserte tjenestene som har hatt den største gebyrøkningen. De elektroniske tjenestene er langt rimeligere for brukerne, og gebyrstrukturen skulle dermed stimulere til

bruk av de mest kostnadseffektive tjenestene. Postbanken og Postgiro økte sine gebyrer på de viktigste tjenestene fra 1.1.1993. En viss økning skjedde også fra 1.1.1994, men postens gebyrer ligger fortsatt klart under bankenes.

I 1993 ble det nedsatt to arbeidsgrupper, som fikk i oppdrag å utrede henholdsvis tiltak for å øke utbredelsen av autogiro og behovet for et nasjonalt pengekort. Begge arbeidsgruppene leverte sine rapporter i løpet av 1993. Dette arbeidet omtales nærmere i årsrapporten. Videre redegjøres det for arbeidet med samordning mellom bank og post.

Internasjonalt arbeider bl.a. EU-kommisjonen og EUs sentralbanksjefkomite (EMI) med retningslinjer for grensekryssende betalinger og med sentralbankenes oppgaver på dette området. EMIs arbeidsgruppe for betalings-systemer har avgitt flere rapporter i løpet av 1993. Også Bank for International Settlements (BIS) publiserte i 1993 rapporter om betalingsformidling.

Årsrapporten om betalingsformidling kan fås ved henvendelse til Norges Bank, Finansmarkedsavdelingen, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo.

# Pengepolitikk under flytende valutakurser

*Norges Bank sendte 19. april 1994 nedenstående brev til Finansdepartementet*

Etter §1 i sentralbankloven er Norges Bank et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt og valutapolitikken. I samsvar med dette gir Norges Bank i det følgende sin tilråding av hvorledes pengepolitikken bør utformes så lenge kronen flyter.

Tilrådingen er en oppfølging av Norges Banks brev av 28. oktober 1993 til Finansdepartementet hvor en uttalte at det var et behov for en langsiktig forankring av pengepolitikken også under et flytekursregime, som et supplement til den gjeldende retningslinjen om stabilitet i valutamarkedet. I brevet sa en videre:

«Norges Bank vil i forkant av Revidert nasjonalbudsjett 1994 komme tilbake med en vurdering av de internasjonale erfaringene med hvorledes pengepolitikken bør innrettes under flytende valutakurser og om relevansen for norske forhold.»

## *1. Uviklingen etter at kronen begynte å flyte*

Etter råd fra Norges Bank besluttet finansministeren 10. desember 1992 at den faste valutakursen inntil videre ikke lenger skulle opprettholdes. Kursen på norske kroner er etter dette blitt bestemt av tilbud og etterspørsel i valutamarkedet, uten at Norges Bank har hatt plikt til å forsvare en kurs som er fastsatt på forhånd. Beslutningen om å la kronen flyte hadde sin bakgrunn i at presset mot kronen over lengre tid hadde vært svært stort, og en vurderte det slik at kostnadene ved å opprettholde den faste kronekursen ved hjelp av de tilgjengelige pengepolitiske virkemidler ville bli for store. Uroen rundt kronen ble utløst av forhold utenfor norsk kontroll, og det var ikke noe i norsk økonomi som skulle tilsi at kronen var overvurdert eller at vi måtte ha svært mye høyere renter enn det internasjonale rentenivået.

Norge har en meget lang tradisjon for fast valutakurs. Etter at kronen begynte å flyte 10. desember 1992, har en lagt vekt på å videreføre det beste i denne tradisjonen ved gjennomgående å holde kronekursen stabil. Umiddelbart etter kroneflyten svekket kronen seg med drøyt 5 prosent i forhold til gjennomsnittet av de europeiske valutaene, og senere har kursen holdt seg svært stabil – særlig hvis en sammenligner med de øvrige landene som ble tvunget til å flyte høsten 1992. De norske pengemarkedsrentene er samtidig blant de laveste i Europa, og de langsiktige obligasjonsrentene er på linje med de tyske. Sammenlignet med situasjonen for to år siden – før uroen i de internasjonale valutamarkedene satte inn – har de norske pengemarkedsrentene fram til midten av april 1994 falt med 5½ prosentpoeng og kapitalmarkedsrentene med 3½–4 prosent. Få europeiske land har hatt et like sterkt rentefall som oss.

Utviklingen i renter og valutakurs viser at den norske pengepolitikken etter kroneflyten inngir troverdighet. Det er tillit til at myndighetene vil føre en politikk som bidrar til fortsatt lav pris- og kostnadsvekst og at en unngår sterke utslag i kronens verdi.

## *2. Behovet for en langsiktig retningslinje for pengepolitikken*

Da den norske kronen for om lag halvannet år siden ble flytende, var det svært usikkert hvor lang tid det ville ta før en på nytt kunne vende tilbake til et system med faste valutakurser. Etter hvert har det vist seg at flyten av den norske kronen ikke var noe unntak, men snarere regelen for hva som også ble situasjonen for de øvrige europeiske valutaene, i og med at svingningsmarginene for ERM-valutaene ble utvidet til  $\pm 15$  prosent i august 1993. Det ser ikke ut til at vi står overfor noen snarlig tilbakevending til et nytt europeisk fastkurs-

system med snevre svingningsmarginer. På denne bakgrunn var det Norges Bank i sitt brev av 28.10.93 uttalte:

«Slik situasjonen i dag kan vurderes, må en regne med at det kan ta forholdsvis lang tid for en på nytt kan gå tilbake til et system med faste valutakurser. Tidligere fungerte den faste valutakursen som et «nominelt anker» for økonomien, og bidro dermed til å holde pris- og lønnsveksten på linje med land som selv hadde gjort et stabilt prisnivå til mål for pengepolitikken. Det bør vurderes om det er behov for en langsiktig forankring av målsettingen for pengepolitikken også under det nåværende flytekursregimet.»

Selv om vi det siste året har vært gjennom en gunstig periode i den forstand at den norske renten er kommet ned blant de laveste i Europa, må vi være forberedt på at en slik stilling ikke er noen selvfølge. Betydningen av å ha etablert et klart langsiktig mål for pengepolitikken er særlig stort i situasjoner hvor norsk økonomi rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger.

I sentralbanksjefens årstale ble det understreket at pengepolitikken langsiktige mål innenfor et flytekursregime bør være klart definert og offentlig kjent:

«Norges Banks rolle var klart definert de siste årene vi hadde fast valutakurs. Pengepolitikken mål var da å opprettholde den faste valutakursen, og sentralbankens jobb var å sørge for at det skjedde. Når valutakursen flyter, er både pengepolitikken mål og sentralbankens rolle ikke lenger fullt så klar.

Så langt har vi tatt disiplineffekten av den faste valutakursen med oss inn i flytekursregimet, og vi har beholdt en lav prisstigning. Pengepolitikken mål bør være at dette videreføres. Om denne linjen fortsatt får oppslutning hos de politiske myndigheter, innebærer det at Norges Banks rolle ikke blir vesentlig endret i forhold til da vi hadde faste kurser.

Et flytekursregime åpner imidlertid for at det er lettere å bli fristet til å fravike det en i

utgangspunktet var enige om. Derfor er det en fordel med mest mulig klar arbeidsdeling og offentlige uttalte retningslinjer for pengepolitikken under et slikt regime. Det grunnleggende er likevel at det er politisk aksept for at disse retningslinjene skal gjennomføres.

Slik aksept og klare linjer vil vi som nasjon tjene på fordi vi da også i motbakker, både gjennom ord og handling, kan gjøre det klart for aktørene i penge- og valutamarkedene hva som er det sentrale målet for pengepolitikken. Over tid vil det sikre oss lavere renter og mer stabil økonomisk utvikling enn hva som ellers vil være mulig. Dette er det beste bidraget pengepolitikken kan gi for en mer varig vekst i økonomien.

Uten et klart mål for pengepolitikken vil sentralbankens rolle bli uklar. Både erfaringer fra Norge og internasjonalt viser at det i lengden vil koste noe om vi ikke definerer en klar arbeidsdeling mellom de politiske myndigheter og sentralbanken.»

På denne bakgrunn vil dette brevet først vurdere hvorledes andre land har innrettet sin pengepolitikk og dernest gå nærmere inn på hvorledes den norske pengepolitikken bør legges opp under flytende valutakurser.

Rammevilkårene for norsk penge- og valutapolitikk vil endres vesentlig ved norsk EU-medlemskap og gjennomføring av tredje fase av ØMU. Det samme vil gjelde dersom ERM-samarbeidet igjen får karakter av et europeisk fastkurssamarbeid med snevre svingningsmarginer og Norge deltar. Slike forhold tas ikke opp i dette brevet. Tidsperspektivet er således perioden fram til disse alternativene eventuelt er aktuelle – dvs. så lenge kronen flyter, enten alene eller innenfor et ERM-samarbeid med brede svingningsmarginer.

### *3. Internasjonale erfaringer med flytende valutakurser*

Det er blitt gjort et omfattende utredningsarbeid i Norges Bank i forkant av dette brevet. Formålet har særlig vært å kartlegge de internasjonale erfaringene og hva som sies i den økonomiske teorien om hvorledes pengepolitikken bør innrettes under flytende valutakur-

ser. Flere av arbeidene er publisert eller vil bli publisert som egne artikler eller notater. Det henvises til:

- *Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?* artikkel i Penger og Kreditt 4/93.
- *Pengepolitikken i ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland*, artikkel i Penger og Kreditt 1/94.
- *Virkinger av pengepolitikken*, ramme i den Økonomiske oversikten fra Norges Bank, Penger og Kreditt 1/94.
- *Valutakursregimer – historiske erfaringer og fremtidige utfordringer*, i Stabilitet og langsiktighet – festskrift til Hermod Skånland.
- *Innretningen av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger*, kommer som Arbeidsnotat fra Norges Bank.

Drøftingen i dette punktet er organisert på følgende måte:

Punkt 3.1 diskuterer det langsiktige målet for pengepolitikken i andre land. Her er hovedmålene i den økonomiske politikken å legge grunnlag for en varig økonomisk vekst og økt sysselsetting, og det er bred enighet i alle land om at det beste bidraget pengepolitikken i denne sammenheng kan gi, er at den på lang sikt rettes inn mot å holde inflasjonen lav.

Punkt 3.2 viser at OECD-landene har valgt ulike veier fram til det langsiktige målet om lav inflasjon. Noen land har valgt å stille opp et *avledet styringsmål for pengemengden*, andre et *avledet styringsmål for valutakursen*, mens en tredje gruppe har valgt å *styre direkte etter lav inflasjon* – med eller uten et tallfestet inflasjonsmål. Fordeler og ulemper med disse tre alternativene diskuteres, særlig ut fra to hensyn – hensynet til stabilitet i den makroøkonomiske utviklingen, og hensynet til disiplin og troverdighet i pengepolitikken.

Punkt 3.3 gir en kort oppsummering av de internasjonale erfaringene med de ulike måtene å innrette pengepolitikken på.

### 3.1. Det langsiktige målet for pengepolitikken

Den amerikanske sentralbanksjefen Alan Greenspan har formulert det langsiktige målet for pengepolitikken på følgende måte:

«While the guides we have for policy may have changed recently, our goals have not. As I have indicated many times to this Committee, the Federal Reserve seeks to foster maximum sustainable economic growth and rising standard of living. And in that endeavor, the most productive function the central bank can perform is to achieve and maintain price stability.»

Med dette utgangspunktet er det internasjonalt en bred enighet om at *prisstabilitet i betydningen lav inflasjon* bør være det langsiktige målet for pengepolitikken. Ulike land har valgt forskjellige veier fram til dette målet, men selve det langsiktige målet er en ikke uenige om. Dette baserer seg på en felles forståelse av følgende:

- På lang sikt er det ikke noe bytteforhold mellom høyere inflasjon og høyere sysselsetting. I den grad det er noen sammenheng mellom disse variablene på lang sikt, er det snarere grunn til å tro at den går i motsatt retning – dvs. at for høy inflasjon ødelegger grunnlaget for økonomisk vekst og høyere sysselsetting.
- På kort sikt kan derimot pengepolitikken ha realøkonomiske effekter. Innenfor en slik kortsiktig horisont kan pengepolitikken bidra til en viss stabilisering både av aktivitetsnivå og priser, men denne sammenhengen svekkes dersom det ikke er tillit til det langsiktige målet for pengepolitikken.

Å definere at pengepolitikken skal være rettet mot et langsiktig mål om lav pris- og kostnadsvekst også i Norge vil således ikke innebære en endret prioritering i den økonomiske politikken. Hovedmålene, slik de er uttrykt i Langtidsprogrammet, vil fortsatt være å sikre et varig grunnlag for en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting, men 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.

I de land som har stilt opp prisstabilitet som mål for sin pengepolitikk, menes *ikke* at prisenivået skal holdes absolutt stabilt – det er *prisstigningen* som skal holdes lav. Like viktig som å bekjempe for høy inflasjon er det å hindre tendenser til deflasjon.

I små land med lang tradisjon for fast valutakurs har en gjerne lagt vekt på betydningen av relativ pris- og kostnadsvekst, dvs. utviklingen i forhold til andre land, snarere enn den absolutte utviklingen. I Norge kommer dette til uttrykk i Regjeringens langtidsprogram 1994–1997 hvor det sies at:

«På lang sikt vil lønnsutviklingen i forhold til våre handelspartnere være svært viktig for utviklingen i arbeidsledigheten. For at næringslivet skal kunne omstille seg, og for at det skal bli lønnsomt å skape flere arbeidsplasser, må partene i arbeidslivet bidra til å sikre et konkurransedyktig pris- og kostnadsnivå.»

Dette innebærer at når andre land i samsvar med målsettingene for sin politikk oppnår en lav pris- og kostnadsvekst, vil dette også være et mål for norsk politikk.

Det er mange faktorer som kan bidra til å utløse inflasjon. Særlig viktig er måten lønnsoppgjørene fungerer på og hvor godt en lykkes i stabiliseringspolitikken, men i tillegg kan økonomien bli rammet av ulike former for forstyrrelser utenfra som det er vanskelig å gardere seg mot. Pengepolitikken kan imidlertid bidra til å hindre at slike inflasjonsimpulser skal slå ut i en vedvarende høy inflasjon. Holdes for eksempel valutakursen stabil og/eller pengemengdeveksten lav, vil inflasjonen etter noe tid stoppe opp. Det vanskelig å tenke seg hvorledes inflasjonen skal kunne få fotfeste på mer permanent basis dersom pengepolitikken innrettes slik at inflasjonsimpulsene på denne måten ikke akkomoderes. På den annen side, hvis både det politiske liv ved budsjettbehandlingen og arbeidslivet ved inntektsoppgjørene arbeider i motsatt retning, er den internasjonale erfaringen at det er grenser for hvor langt pengepolitikken og sentralbanker vil ha politisk legitimitet til å ta belastningen alene.

De realøkonomiske gevinstene ved en lav pris- og kostnadsvekst er velkjente. Viktigst er de hensyn som er nevnt i sitatet fra Langtidsprogrammet over. Uten stabile forhold i valutamarkedet og en lav pris- og kostnadsvekst vil grunnlaget for vekst i næringslivet svekkes, og etter hvert vil dette kunne få alvorlige konsekvenser for arbeidsledigheten. Med en lav prisstigning kan dessuten planlegging skje under større sikkerhet, det blir mindre fluktuasjoner i rentenivået og det blir mindre behov for sterke omlegginger i den økonomiske politikken. Stabile priser letter også gjennomføringen av lønnsoppgjørene fordi en i større grad unngår den vanskelige diskusjonen om hva som er reallønnsvekst og hva som bare er kompensasjon for prisstigningen. Med et skattesystem som er nominelt basert, slik som det norske, vil en dessuten kunne få betydelige realøkonomiske vridninger når prisstigningen er høy. Resultatet av slike vridninger blir feilallokeringer av kapitalen i samfunnet og etter hvert en lavere økonomisk vekst enn vi ellers kunne ha fått. Høy prisstigning har også uheldige fordelingsvirkninger fordi de mest ressurssterke lettere kan beskytte seg mot virkningene av inflasjon.

En viktig lærdom av kostnadene ved inflasjonsbekjempelse er at en bør unngå at inflasjonen stiger til et høyt nivå igjen. For land som er i en situasjon hvor pris- og kostnadsveksten er lav, er det således viktig å ta vare på det som er vunnet.

### 3.2. Valg av avledet styringsmål for pengepolitikken

En må skille mellom det å velge et langsiktig mål for pengepolitikken og det å ha et avledet styringsmål på kort sikt. Selv om en velger lav inflasjon som det langsiktige målet, kan en velge mellom ulike avledede styringsmål. På dette punkt har OECD-landene valgt forskjellig. Etter at en rekke land de siste par årene er blitt tvunget til å flyte, er det ikke lenger helt enkelt å foreta noen inndeling, men i grove trekk kan vi gruppere på følgende måte:

#### – Styring etter et avledet mål for pengemengden

Her finner vi Tyskland, Sveits, Italia og Hellas.



- *Styring etter et avledet mål for valutakursen*

ERM-landene utenom Tyskland har ikke sagt noe offisielt (med unntak av Frankrike) om hva de nå styrer sin pengepolitikk etter, men i praksis har de lagt stor vekt på å holde seg innenfor de tidligere snevre svingningsmarginene. Nederland har opprettholdt de snevre svingningsmarginene overfor tyske mark, og Østerrike holder også en fast valutakurs.

- *Direkte styring mot et tallfestet mål om lav inflasjon*

Direkte styring mot lav inflasjon innebærer at landene *ikke* har stilt opp noe konkret avledet styringsmål, men at pengepolitikken utøves på en mer skjønnsmessig måte basert på et bredt sett av indikatorer, som antas å være relevante for framtidig prisutvikling. I Canada, New Zealand, Storbritannia, Sverige og Finland styres pengepolitikken på denne måten, og det er stilt opp tallfestede mål om at inflasjonen skal ligge i området 1-3 prosent på mellomlang sikt.

- *Direkte styring mot et langsiktig mål om lav inflasjon*

Også i USA og Japan tilpasses pengepolitikken slik at en sørger for å holde inflasjonen lav, men en har ikke stilt opp tallfestede inflasjonsmål. På kort sikt benyttes pengepolitikken til å stabilisere utviklingen både i aktivitetsnivå og priser, men under den betingelse at den kortsiktige utformingen ikke skal ødelegge muligheten for å nå det langsiktige målet om lav inflasjon. Både i USA og Japan er det annonsert pengemengdemål, men i praksis styres pengepolitikken basert på et bredt sett av indikatorer.

Frankrike er vanskelig å plassere innenfor denne oppdelingen. 27. januar 1994 offentliggjorde Banque de France at pengepolitikken skulle styres etter et eksplisitt inflasjonsmål, men at en samtidig stilte opp to «intermediate objectives» – et valutakursmål og et pengemengdemål.

I valget mellom de ulike alternativene som er stilt opp over, er det særlig to hensyn som er sentrale:

- Hensynet til stabiliteten i den makroøkonomiske utviklingen
- Hensynet til disiplin og troverdighet i pengepolitikken

### 3.2.1. Hensynet til stabiliteten i den makroøkonomiske utviklingen

I de fleste små åpne økonomier betraktes ikke et *pengemengdemål* som et realistisk alternativ som et avledet styringsmål. For det første må en da forutsette at det eksisterer en stabil etterspørselsfunksjon etter penger. Det er kun Tyskland som kan vise til at denne funksjonen har holdt seg stabil over lang tid. For det andre innebærer pengemengdestyring at en ikke samtidig kan ha målsettinger om valutakursen. I små åpne økonomier er dette problematisk siden virkningene av endringer i valutakursen på realøkonomien er så store at en ikke kan ignorere valutakursutviklingen slik et pengemengdemål ville innebære. De fleste små åpne økonomier har derfor valgt et fastkursmål, fremfor å styre etter et pengemengdemål.

På den annen side, når valutakursen først er flytende, er det vanskelig helt å overse at pengepolitikken ikke bare påvirker realøkonomien gjennom valutakursen, men også direkte gjennom renten. Når en skal vurdere hvor ekspansiv/kontraktiv pengepolitikken faktisk er, må en ta hensyn til begge disse effektene. Dette har nok vært en vesentlig motivasjon for at flere av de landene som nå har fått flytende valutakurser har valgt å styre pengepolitikken uten å benytte et avledet styringsmål, men samtidig har de definert klare inflasjonsmål som rettesnor for pengepolitikken.

I det følgende skal vi vurdere henholdsvis et *valutakursmål* og *direkte styring mot lav inflasjon* opp mot hverandre. På lang sikt vil de to styringsmålene gi stort sett det samme resultatet. Det er vanskelig å tenke seg at en på lang sikt kan oppnå lav inflasjon uten en rimelig stabil valutakurs i en liten åpen øko-

nomi. Slik sett vil bindingene som ligger på pengepolitikken på lang sikt i hovedsak være uavhengig av hvorvidt valutakursen er fast eller flytende.

På kort sikt, innenfor en horisont på opptil et par år, kan det derimot være en forskjell. Konsekvensen av den faste valutakursen er at økonomien får et «nominelt anker» som kan forhindre at pris- og kostnadsveksten bare fortsetter å øke når den først har tiltatt som følge av at økonomien er inne i en høykonjunktur. Med flytende valutakurser kan det være vanskelig å få etablert et tilsvarende nominelt anker, men klarer en først å få til dette, er erfaringen fra andre land at et slikt regime også har sine fordeler. Dersom en lykkes å få etablert tillit til at pengepolitikken langsiktige mål er å sørge for at inflasjonen holdes lav, kan pengepolitikken bidra til en mer stabil utvikling når økonomien blir utsatt for alvorlige økonomiske forstyrrelser.

Et eksempel på slike forstyrrelser er kraftige innenlandske konjunktursvingninger. I slike situasjoner vil den innenlandske renten under et inflasjonsmål i noen grad kunne motvirke de innenlandske konjunkturutslagene. I et fastkursregime vil dette være vanskeligere siden renten er bestemt fra utlandet. Et fastkursregime kan i stedet innebære at realrenten øker når et land er inne i et innenlandsk konjunkturtilbakeslag fordi prisstigningen da er lav, mens realrenten faller når en er inne i en konjunkturboom fordi prisstigningen da er høy. I noen grad er dette avhengig av hvorledes inflasjonsforventningene dannes, men dersom de er basert på siste observerte inflasjonstall, vil en få slike effekter som her er nevnt. Da kan faktisk pengepolitikken under et fastkursregime bidra til å forsterke innenlandsk genererte konjunktursykler. En slik effekt kan bli ytterligere forsterket dersom markedsaktørens forventninger om en devaluering er sterkere i en lavkonjunktur enn i en høykonjunktur, slik at rentedifferansen i forhold til utlandet er størst i lavkonjunkturer og minst i høykonjunkturer.

Med et inflasjonsmål vil pengepolitikken i en slik situasjon kunne sikre noe større grad av stabilitet i realrenten slik at de prosykliske bevegelsene ikke blir for sterke, men på bekostning av litt mindre stabilitet i valutakursen.

Tilsvarende resonneringer kan også gjøres ved andre typer av alvorlige økonomiske forstyrrelser, f.eks. eksterne sjokk av den typen den tyske samlingen representerte for de øvrige europeiske landene, store «terms of trade»-endringer, sjokk som nødvendiggjør betydelig innstramning i finanspolitikken, kostnads-sjokk osv. Generelt vil en pengepolitikk rettet direkte mot et mål om lav inflasjon kunne bidra til en mer stabil utvikling når økonomien rammes av slike alvorlige forstyrrelser.

En konsekvens av å styre pengepolitikken etter et valutakursmål, er at stabiliseringspolitikken legges over på finanspolitikken alene. På den annen side vil det også for finanspolitikken være en forutsetning at den kortsiktige stabiliseringspolitikken er underordnet en langsiktig målsetting. Stabiliseringspolitikk, endog automatisk stabilisering, gjennom statsbudsjettet er på lang sikt vanskelig dersom en ikke sørger for at budsjettet i gjennomsnitt over konjunktursyklusen er i rimelig balanse.

Dersom alt går bra i et lands økonomi, i den forstand at en ikke blir utsatt for noen form for sjokk, vil det være liten forskjell mellom å styre etter et valutakursmål eller å styre direkte mot et inflasjonsmål. Men skulle en bli utsatt for sjokk, vil en pengepolitikk rettet inn mot et inflasjonsmål hvor en tillater endringer både i renten og valutakursen kunne bidra til en mer stabil realøkonomisk utvikling enn en strategi basert på fast/stabil valutakurs. På den annen side skal en ikke overvurdere handlefriheten i pengepolitikken for små land. Innenfor et system med tett integrerte finansielle markeder vil det være vanskelig å ha særlig store renteforskjeller uten at dette får temmelig dramatiske konsekvenser for valutakursene overfor samhandelslandene.

Drøftingen over indikerer at hvis en kunne nøye seg med å betrakte valg av styringsmål ut fra vinkelen «Hva bidrar til en mest stabil makroøkonomisk utvikling?», burde de fleste land valgt å styre pengepolitikken direkte mot et mål om lav inflasjon uten bruk av avledede styringsmål. Når de likevel ikke har gjort dette, skyldes det at valg av styringsmål for pengepolitikken ikke kan vurderes ut fra dette hensynet alene. Dette skal vi gå nærmere inn på i det følgende.

### 3.2.2. Hensynet til disiplin og troverdighet i pengepolitikken

Problemet med en mer skjønnsmessig utøvelse av pengepolitikken slik direkte styring mot lav inflasjon innebærer, er at politikken lett blir for ambisiøs. Faren er at en bare fører flytekurspolitikk når det leder til svekkelse av valutaen, dvs. at renten systematisk settes lavere enn den ville vært i et fastkursregime. Det er adskillig vanskeligere å føre en stram pengepolitikk som leder til en styrking av valutaen når det er nødvendig. Dersom pengepolitikken ikke føres på en disiplinert måte som sørger for en slik symmetri, vil det være vanskelig å nå et langsiktig inflasjonsmål. Et klart definert og offentlig uttalt mål om at pengepolitikken på lang sikt skal være rettet mot lav pris- og kostnadsvekst, er en nødvendig forutsetning for at det skal være mulig å legge opp pengepolitikken langs de linjer som er skissert overfor.

Spørsmålet er om det å definere et slikt langsiktig mål i seg selv er tilstrekkelig. I økonomisk litteratur er det blitt lagt vesentlig vekt på at høy inflasjon er et resultat av fristelsen til systematisk å føre en for ekspansiv politikk. For å bidra til at myndighetene fører en politikk der det langsiktige målet sikres en tilstrekkelig prioritet i forhold til de kortsiktige hensyn, er det blitt lagt vesentlig vekt på at det er formålstjenlig å innføre bindinger på pengepolitikken. Det er særlig to typer bindinger som har vært fremme i den internasjonale debatten:

- å styre pengepolitikken etter et avledet styringsmål (et valutakursmål eller et pengemengdemål),
- å velge en institusjonell ramme rundt sentralbanken som gjør det mulig for den å styre etter det langsiktige målet om lav inflasjon.

Mange land har valgt å binde opp sin handlefrihet i pengepolitikken ved å etablere et valutakursmål. At dette er blitt gjort selv med de problemene dette medfører for realøkonomisk stabilitet, har blant annet vært begrunnet nettopp i den disiplineffekten et valutakursmål vil ha. Det er lagt særlig vekt på at den

faste valutakursen har fungert som en fast ramme både for finanspolitikken og for lønnsoppgjørene. Mekanismen har vært at dersom en ikke begrenser budsjettunderskuddet og sørger for en tilstrekkelig lav lønnsvekst, vil tilliten til valutaen svekkes slik at det kreves høyere renter for å forsvare valutakursen.

I et flytekursregime må denne disiplineffekten oppnås ved at det gjøres troverdig at pengepolitikken skal ha en langsiktig innretning. Internasjonalt er dette dels blitt gjort ved å delegere ansvaret for utøvelsen av pengepolitikken til sentralbanken og samtidig fastsette institusjonelle rammer for sentralbankens virksomhet som gjør den mer operasjonelt uavhengig av parlamentet og regjeringen. Hensynet til troverdigheten har også gjort at pengepolitikken i mange land styres etter et avledet styringsmål. Stilles det opp et avledet styringsmål, og dette oppfattes som en bindende retningslinje for sentralbanken, vil situasjonen ikke være så forskjellig fra et fastkursregime. Parallellen vil være sterkest hvis styringsmålet er stabil valutakurs også innenfor flytekursregimet. En forskjell er likevel at innenfor et formalisert fastkursregime blir det enda tydeligere når myndighetene ikke når de mål de har satt seg – markedene kan vurdere det slik at det medfører et større prestisjetap å devaluere i et fastkursregime, enn å la kursen svekke seg innenfor et flytekursregime.

Uten et slikt avledet styringsmål om stabil valutakurs innenfor et flytekursregime, vil det måtte være hensynet til lav inflasjon som i seg selv må fungere som et nominelt anker, for eksempel ved at dette defineres som et klart mål for pengepolitikken. Pengepolitikken må så sørge for at inflasjonsmålet virkelig oppnås. Sentralbankens rolle blir således mere synliggjort enn i tilfellet med faste kurser. For å motivere nødvendige tiltak i pengepolitikken har sentralbankene i de land som har definert inflasjonsmål for pengepolitikken, funnet det nødvendig å utgi inflasjonsrapporter. I disse rapportene vurderes det om prisutviklingen er i samsvar med de målene som er stilt opp.

Et annet moment som trekker i retning av bruk av avledede styringsmål i pengepolitikken, er hensynet til at det skal være enkelt forståelig for markedsaktørene hva sentralbanken gjør (transparency). Dette vil igjen være en forutsetning for at pengepolitikken skal bli

oppfattet som troverdig. I denne henseende har valutakursen som styringsmål klare forde-  
ler. Det blir lett å observere hva myndighetene  
gjør.

Momentene overfor må veies opp mot at  
direkte styring mot lav inflasjon kan åpne for  
en pengepolitikk som sikrer større stabilitet i  
den realøkonomiske utviklingen når økonomi-  
en blir utsatt for alvorlige forstyrrelser.

### 3.3. *En kort oppsummering av de internasjonale erfaringene*

Foran er det skissert ulike modeller for hvor-  
dan pengepolitikken kan innrettes under fly-  
tende valutakurser. Med utgangspunkt i inter-  
nasjonale erfaringer er det vanskelig å si noe  
sikkert om hvilken modell som fungerer best.  
Ulike land har valgt forskjellig – blant annet  
fordi historiske, strukturelle og institusjonelle  
forhold varierer mellom landene.

Begrenser vi oss til små land med åpne  
økonomier, er det få eksempler på land som  
over lengre tid har styrt etter et *pengemengde-  
mål*. Som omtalt foran, har dette sin bakgrunn  
i at pengemengdestyring ikke oppfattes som  
noen reell valgmulighet i de fleste små land.  
De to gjenstående alternativene, *direkte sty-  
ring mot lav inflasjon* og styring etter et *valu-  
takursmål* innenfor et flytekurssystem, har  
man begrensede erfaringer med. Inflasjonsmål  
for pengepolitikken ble først etablert av New  
Zealand og Canada i 1991, og Storbritannia,  
Sverige og Finland fulgte etter høsten 1992 og  
vinteren 1993. Systemet med å styre etter et  
valutakursmål også innenfor et flytekurssy-  
stem, har vel i nyere tid ikke noen parallell  
utenom det ERM-landene nå gjør. På empirisk  
grunnlag er det ut fra dette verken mulig å si  
noe om hvilken av disse to modellene som gir  
lavest inflasjon eller hvilken som gir mest sta-  
bil makroøkonomisk utvikling.

De to modellene har vært omtalt i egne arti-  
kler i Norges Banks kvartalstidsskrift *Penger  
og Kredit*. I artikkelen *Inflasjonsmål for  
pengepolitikken – hvordan gjøres dette i  
andre land?* sies det blant annet at når en del  
små land har hatt flytende valutakurs, skyldes  
dette i noen grad at en ikke har funnet naturlige  
kandidater å knytte valutaen til. Men en  
vesentlig faktor har også vært et ønske om en  
mer fleksibel valutakurs i situasjoner der øko-

nomien blir utsatt for ulike former for sjokk,  
f.eks. betydelige «terms of trade»-endringer  
eller sterke innenlandske konjunktursving-  
ninger. Erfaringene fra små land som har hatt  
flytende valutakurs over lengre perioder, er at  
det i praksis er enklere å foreta en lettelse i  
pengepolitikken enn en tilstramming. Et regi-  
me med flytende valutakurser har derfor lett  
for å lede til temmelig høy inflasjon dersom  
en ikke etablerer et ankerfeste for pengepoli-  
tikken. Ut fra dette har en kommet fram til at  
når en først har den fleksibiliteten som ligger i  
flytende valutakurser, må en definere mer  
eksplisitte inflasjonsmål for pengepolitikken.

I flere land fremheves det at inflasjonsmålet  
har fungert som et klart rammeverk for poli-  
tikdiskusjoner og har motivert politikkgjø-  
relser som ellers ville ha vært vanskelige.  
Inflasjonsmålet har spilt en nyttig rolle for å  
formidle og konkretisere hvorfor en foretar  
pengepolitiske tiltak.

For Finlands og Sveriges del må det tilføy-  
es at disse landene neppe har hatt særlig store  
valgmuligheter i pengepolitikken. De økono-  
miske sjokkene som disse landene er blitt  
utsatt for, har vært så dramatiske at en stabil  
valutakurs ikke ville være mulig å oppretthol-  
de uten meget alvorlige økonomiske konse-  
kvenser. I slike situasjoner mister et valuta-  
kursmål troverdighet, og det blir lettere å få  
forståelse for en pengepolitikk som tar  
utgangspunkt i et innenlandsk inflasjonsmål.

En erfaring er imidlertid at en har liten  
mulighet for å få en vesentlig avvikende rente  
fra andre land. Myndighetene kan påvirke  
hvor ekspansiv/kontraktiv pengepolitikken  
skal være samlet sett, men ikke om dette kom-  
mer i form av rente- eller valutakursendringer.  
Valutakursutslagene i Sverige og Finland er  
derfor blitt forholdsvis sterke, mens utslagene  
i rentene har vært mer beskjedne.

I artikkelen *Pengepolitikken i ERM-lande-  
ne Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland*  
stilles spørsmålet: Hvorfor har ikke de fire  
landene valgt å utnytte det spillerom de utvi-  
dede svingningsmarginene i ERM har gitt?  
Dette begrunnes med følgende forhold:

- En mer ekspansiv pengepolitikk vil ha en  
usikker effekt, som følge av den store  
betydning de lange rentene har i disse  
landene. I motsetning til i Norge og Stor-

britannia, og i noen grad også USA, har en stor andel av husholdningenes og bedriftenes opplåning langsiktig rentebinding. En raskere nedgang i de korte rentene vil kunne skapt tvil om oppfyllelsen av inflasjonsmålsettingene. Dette kunne resultert i at forsøk på mer ekspansiv pengepolitikk ville virket kontraktivt som følge av økte lange renter.

- Faste kurser mot den tyske valutaen anses som viktig for troverdigheten av målsettingen om lav inflasjon. Det tar lang tid å bygge opp slik troverdighet – og troverdighet er en forutsetning for lav rente. Landene har hatt positive historiske erfaringer med å knytte valutakursen til tyske mark. Fra midt på 1980-tallet har dette gitt grunnlag for kraftig reduserte pengemarkedsrenter og lavere rentedifferanse i forhold til D-mark. Samtidig ble inflasjonen brakt ned på nivå med den tyske, og til dels også under.
- Hensyn til politisk og økonomisk integrasjon i Europa tillegges også vesentlig vekt. Maastricht-avtalen forutsetter at valutakursene holdes stabile som et ledd i videreutviklingen av unionen i Europa.

#### 4. Relevansen for norske forhold

Som nevnt innledningsvis, har vektleggingen av kursstabilitet også når kronen flyter opprettholdt tilliten til kronen. Ved at en har unngått et sterkt fall i kronekursen har virkningen på prisene på importerte varer og på inflasjonen blitt avdempet. Samtidig har denne politikken lagt grunnlaget for at de norske rentene nå er blant de laveste i Europa. Den førte pengepolitikken har således gitt grunnlag for tillit til at pengepolitikken vil bli gitt en langsiktig innretning. Den langsiktige retningslinjen for pengepolitikken må sikte mot å ta vare på denne tilliten, også i perioder hvor pengepolitikken kan bli satt på hardere prøver enn det har vært så langt mens vi har hatt flytende valutakurser.

I Nasjonalbudsjettet 1994 har Regjeringen sagt:

«Stabile valutaforhold har vært en viktig del av norsk pengepolitikk i hele etterkrigs-

tiden, og gjennom de retningslinjene som nå er trukket opp, har en så langt som mulig søkt å ivareta de samme hovedhensyn som lå til grunn for fastkurspolitikken. Spesielt for et lite land med åpen økonomi er det over tid vanskelig å holde lav inflasjon, på linje med eller lavere enn våre konkurrentland, uten stor grad av stabilitet i valutakursen. Stabil valutakurs bidrar til forventninger om fortsatt lav inflasjon, som kan gjøre det lettere å få til moderasjon både i pris- og lønnsfastsetting. Moderat pris- og kostnadsvekst vil samtidig være en forutsetning for en stabil valutakursutvikling over tid.»

Etter et ti-år med relativt hyppige devalueringer er det siden 1986 etter hvert blitt bygget opp en bred forståelse for betydningen av en stabil valutakurs som en fast ramme for den økonomiske politikken og for lønnsoppgjørene. En slik ramme innebærer en rettesnor både for arbeidslivets parter i retning av moderate lønnsoppgjør og for den økonomiske politikken i retning av balanse i statsfinansene over tid – begge deler er forutsetninger for å kunne opprettholde den faste kursen. Enigheten i Sysselsettingsutvalget om at den norske lønnsveksten må tilpasses lønnsveksten i andre land på en slik måte at konkurranseevnen gradvis blir styrket, er et uttrykk for at denne faste rammen har bred aksept. Når en skal vurdere hvorledes pengepolitikken i Norge bør legges opp under flytende kurser, må en ta utgangspunkt i dette. Slike forhold trekker i retning av at en bør legge vesentlig vekt på stabil valutakurs også i tiden fremover.

Norges Bank vil dessuten peke på viktigheten av å videreføre den pengepolitiske linje som er blitt ført i Norge siden kronen begynte å flyte. Kontinuitet i politikken er avgjørende for at markedene skal forstå den politikken som føres, og dette er en viktig forutsetning for å bevare tilliten til kronen.

Innenfor et flytekursregime vil det imidlertid ikke være aktuelt å bruke de samme sterke virkemidlene – dvs. kraftige renteøkninger og omfattende kursintervensjoner – som i et fastkursregime dersom valutakursen skulle bli utsatt for spekulasjonspress. Selv om en da kan få kortsiktige utslag i valutakursen, bør

virkemidlene i pengepolitikken innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsnivået.

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 langsiktige mål for pengepolitikken, slik det har vært både i perioden med fastkurstilknytning 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.

Utviklingen i den kostnadmessige konkurransevnen er avgjørende for næringslivets mulighet til å opprettholde markedsandeler og skape lønnsomme arbeidsplasser. For å opprettholde konkurransevnen hjelper det lite om valutakursen ligger fast dersom pris- og kostnadsveksten er høyere enn hos handelspartene. På lang sikt er det vanskelig å tenke seg at en kan få en stabil og rimelig høy realøkonomisk vekst dersom den kostnadmessige konkurransevnen fluktuerte mye. Dette tilsier at nøkkelen til en stabil valutakurs ikke primært ligger i å *erklære* at den er fast, men i at en sørger for å unngå nye runder med sterkt avvikende pris- og kostnadsutvikling i forhold til våre konkurrenter. Denne oppgaven ligger på partene i arbeidslivet. Men den økonomiske politikken, herunder også pengepolitikken, må bidra til å unngå at en kommer i situasjoner som kan utløse et tiltagende pris- og lønnspress.

Et opplegg langs de linjer som er antydnet over, vil i hovedsak være en formalisering av den måten pengepolitikken er blitt ført på i perioden etter at kronen begynte å flyte 10. desember 1992. Etter Norges Banks vurdering har hovedtrekkene i dette opplegget

vist seg å være hensiktsmessige og bør videreføres. Det er tre hovedgrunner bak det opplegget som er skissert ovenfor:

- Det vil styrke tilliten til og muligheten for at pengepolitikken vil bli gitt en langsiktig innretning.
- Tillit til pengepolitikken langsiktige innretning er en forutsetning for at det skal være mulig å innrette pengepolitikken slik at norsk økonomi samlet sett får en mer stabil utvikling hvis den utsettes for alvorlige forstyrrelser og langvarige og sterke konjunktursvingninger.
- Det vil gi Norges Bank et klarere mandat og dermed sikre at Norges Banks rolle blir klart definert også i en situasjon med flytende valutakurser.

Dette brevet har ikke gått inn på hvorledes rammevilkårene for norsk penge- og valutapolitikk endres ved norsk EU-medlemskap og gjennomføring av tredje fase av ØMU. Norges Bank har i denne omgang kun vurdert behovet for klarere retningslinjer for pengepolitikken så lenge kronen flyter – enten alene eller innenfor et ERM-samarbeid med svingningsmarginer som er så vide som  $\pm 15$  prosent. Med slike brede svingningsmarginer er behovet for en klarlegging av retningslinjene for pengepolitikken like sterkt som innenfor et flytekursregime av den typen Norge nå har. Å stille opp lav pris- og kostnadsvekst som et langsiktig mål for pengepolitikken vil være godt i samsvar både med den internasjonale utviklingen i land utenom EU og med de krav som stilles til de land som ønsker å delta i tredje fase av ØMU.

## 5. Konklusjoner

Hovedmålene i den økonomiske politikken, slik de er uttrykt i Regjeringens langtidsprogram, er å sikre et varig grunnlag for full sysselsetting og en bærekraftig økonomisk vekst. Alle deler av den økonomiske politikken må bidra til dette. For å nå disse hovedmålene vil pengepolitikken gi det beste bidraget når den på lang sikt rettes inn mot å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst – på linje med eller lavere enn våre konkurrentland. Etter Norges Banks oppfatning bør dette derfor uttrykkes

som penge- og valutapolitikkens langsiktige mål.

Et slikt mål vil styrke tilliten til og muligheten for at pengepolitikken vil bli gitt en langsiktig innretning. Tillit til pengepolitikken langsiktige innretning er en forutsetning for at det skal være mulig å innrette pengepolitikken slik at norsk økonomi samlet sett får en mer stabil utvikling hvis den utsettes for alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger. Like viktig som å bekjempe for høy inflasjon er det å hindre tendenser til deflasjon.

Opprettholdelse av en lav pris- og kostnadsvekst innebærer i praksis at en fastholder den linjen som har vært ført både gjennom fastkursregimet og nå under flytende kurser. Et slikt mål for pengepolitikken vil også befeste tilliten til at vi vil fortsette linjen med en pris- og kostnadsstigning som ikke er høyere enn i andre land, og som er nødvendig for at konkurranseevnen skal styrkes.

Den erfaring vi har bak oss, er at en stabil valutakursutvikling er helt sentral for å oppnå dette. Den nåværende praksis under flytekurs-

regimet bør derfor fastholdes som en hovedretningslinje.

I tråd med det langsiktige målet og i samsvar med retningslinjen om stabile forhold i det norske valutamarkedet vil Norges Bank i gjennomføringen av penge- og valutapolitikken sikte mot å opprettholde kronkursen overfor de europeiske valutaene om lag på den nåværende verdien. En vil videre tilstrebe å unngå sterke kortsiktige fluktasjoner. Det vil likevel ikke være aktuelt å benytte så sterke virkemidler når det gjelder støttekjøp og kortsiktige renteøkninger for å forsvare kronkursen som innenfor et fastkursregime, men virkemidlene vil bli innrettet med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsnivået. Rentenivået må dessuten tilpasses slik at en unngår vedvarende kapitalutgang eller kapitalinngang og omfattende intervensjoner.

Med hilsen

Torstein Moland

Arent Skjæveland

## Auksjonskalender for statsobligasjoner og statssertifikater

Finansdepartementet fastsatte i brev av 6. januar 1994 til Norges Bank auksjonskalender for statssertifikater for første halvår 1994 og for statsobligasjoner i 1994. Brevet er gjengitt i Norges Banks rundskriv nr. 1/6. januar 1994.

Auksjoner av statsobligasjoner vil skje etter følgende mønster:

1. Auksjoner finner sted annenhver måned; i januar, mars, mai, juli, september og november.
2. Lånevilkår offentliggjøres midt i måneden (fredag kl. 14.00).
3. Auksjoner avholdes i månedens siste hele uke, med budgivningsfrist mandag kl. 10.00 og oppgjør torsdag.

For den resterende del av 1994 gjelder følgende tidsplan for auksjon av statsobligasjoner:

Offentliggjøring	kl. 14:	15,7	16,9	11,11
Auksjon	kl. 10:	25,7	26,9	21,11
Oppgjør	kl. 10:	28,7	29,9	24,11

Auksjonskalenderen kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

Auksjonskalender for statssertifikater for annet halvår av 1994 var ikke fastsatt da Penger og Kreditt gikk i trykken.

## Nye arbeidsnotater fra Norges Bank

*Norges Banks arbeidsnotater inneholder hovedsakelig forskningsarbeider og utredninger som ikke nødvendigvis har fått sin endelige form, og utgis blant annet for at forfatteren kan motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Arbeidsnotatene kan fås ved henvendelse til Norges Bank, Informasjonsavdelingen, Bankplassen 2. Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo.*

*Geir B. Asheim og Tore Nilssen: «Insurance market competition through guaranteed utility levels». Arbeidsnotat 1994/4, 35 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-059-8*

Vi diskuterer betydningen av å tillate reforhandling i en modell med asymmetrisk informasjon. I en modell av et forsikringsmarked med asymmetrisk informasjon, opprinnelig lansert av Rothschild og Stiglitz, gir vi uinformerte forsikringsselskaper og informerte konsumenter adgang til å reforhandle før forsikringskontraktene iverksettes. I annen litteratur er reforhandlingen basert på konsumentenes valg av kontrakter, mens den her er basert på konsumentenes valg av selskaper. En tolkning av dette er at selskapenes kontrakter inneholder en klausul om at kunder ikke kan diskrimineres («most favoured customer»). I denne modellen finner vi en entydig reforhandlings-sikker, symmetrisk likevekt hvor konsumentene tilbys det paret av kontrakter som, gitt incentivforenlighet og null profitt, maksimerer lavrisiko-konsumentenes forventede nytte.

*Steinar Holden og Birger Vikøren: «Interest rate differentials and reputation: Evidence from the Nordic countries». Arbeidsnotat 1994/5, 40 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-062-8*

I dette notatet prøver vi å forklare utviklingen i rentedifferansene mellom hver av de fire største nordiske valutaene og en tilhørende kurv av utenlandsk valuta. Som forklaringsfaktorer brukes makroøkonomiske variable som kan representere devalueringsforventningene og variable som kan ivareta betydningen av sentralbankens troverdighet. Vi antar at utviklingen i troverdigheten følger Bayes' formel, der økningen i troverdigheten i perioder uten devaluering er større jo større rentedifferansen er. Månedssdata for perioden 1978/79 til 1992 synes å gi støtte for en slik antakelse.



## 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. juni 1994.

**D-lån, grunninnskudd, F-lån, F-innskudd og folioinnskudd.** (Se rundskriv nr. 5/5. mars 1993, nr. 20/24. nov. 1993, nr. 21/24. nov. 1993, nr. 23/23. des. 1993 og nr. 3/24. febr. 1994)

Periode	D-lånsramme % av beregnings- grunnlaget	D-lån		Grunn- innskudd <sup>1)</sup> mrd.kroner	F-lån		F-innskudd		Folioinnskudd Gj.snitt innsk. mrd.kroner	
		Låne- potensiale mrd.kroner	Faktiske trekk		Gj.snitt lån mrd.kroner	Nom. rente <sup>2)</sup>	Gj.snitt lån mrd.kroner	Nom. rente <sup>2)</sup>		
1993										
April	01.-15.	500	12,2	6,1	15,0	10,0	8,55	-	-	0,5
	16.-30.	500	12,2	8,1	15,0	10,1	8,02	-	-	0,8
Mai	01.-15.	300	7,3	4,3	15,0	3,2	..	-	-	0,7
	16.-31.	300	6,9	3,6	15,2	11,6	7,28	-	-	0,9
Juni	01.-15.	300	7,3	2,8	15,2	12,2	6,91	-	-	0,8
	16.-30.	300	7,3	2,2	15,2	11,1	6,37	-	-	1,1
Juli	01.-15.	250	6,3	0,8	15,2	3,3	6,28	-	-	1,5
	16.-31.	250	5,9	0,9	15,2	13,1	6,22	-	-	2,1
August	01.-15.	200	4,8	1,2	15,2	12,1	5,74	-	-	3,0
	16.-31.	200	4,6	0,7	15,2	12,2	6,36	-	-	1,5
September	01.-15.	200	4,9	0,3	15,2	1,1	..	0,5	6,19	4,0
	16.-30.	200	4,9	0,7	15,2	9,0	6,33	0,1	..	1,5
Oktober	01.-15.	200	4,8	0,2	15,2	9,3	6,36	-	-	2,3
	16.-31.	200	4,8	0,1	15,2	8,6	5,67	-	-	3,3
November	01.-15.	200	5,1	0,2	15,2	-	..	3,9	5,39	4,2
	16.-30.	200	5,1	0,2	15,2	14,4	5,04	0,5	..	4,8
Desember	01.-15.	200	5,1	0,8	-	18,1	5,33	-	-	1,6
	16.-31.	200	4,8	1,3	-	13,7	6,19	-	-	0,8
1994										
Januar	01.-15.	200	5,1	1,0	-	7,9	5,89	-	-	3,3
	16.-31.	200	4,8	0,7	-	12,8	5,24	-	-	2,4
Februar	01.-15.	200	5,1	0,2	-	1,9	..	0,7	5,06	4,6
	16.-28.	200	5,9	0,6	-	-	-	3,8	5,39	3,3
Mars	01.-15.	200	5,1	0,2	-	-	-	12,3	5,79	2,9
	16.-31.	200	4,8	0,4	-	-	-	1,9	5,47	2,6
April	01.-15.	150	4,6	0,2	-	-	-	1,4	5,56	2,9
	16.-30.	150	4,6	0,4	-	1,1	5,46	0,9	5,26	1,6
Mai	01.-15.	150	4,6	0,3	-	-	-	10,5	5,31	3,6
	16.-31.	150	4,6	0,2	-	4,6	5,09	2,4	..	5,9

1) Renten på grunninnskudd var 2,0% i 1993. Ordningen ble avvirket 1.12.93. 2) Gjennomsnittlig rente ved tildelingen. Ved flere tildelinger i perioden, uveid gj.snitt av de enkelte tildelinger. Rentetall er ikke anført i perioder uten tildeling.

### Renter på D-lån og på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten)

Periode	D-lånsrenten		Foliorenten		
	Nominell	Effektiv	Nominell	Effektiv	
1993	-06.01.	11,00%	11,6%	9,00%	9,4%
	07.01.-14.01.:	10,50%	11,0%	"	"
	15.01.-02.02.:	10,00%	10,5%	"	"
	03.02.-07.02.:	9,75%	10,2%	8,75%	9,1%
	08.02.-21.02.:	9,50%	9,9%	8,50%	8,8%
	22.02.-07.03.:	9,25%	9,7%	8,25%	8,6%
	08.03.-11.03.:	9,00%	9,4%	8,00%	8,3%
	12.03.-31.03.:	8,75%	9,1%	7,75%	8,0%
	01.04.-19.04.:	8,50%	8,8%	7,50%	7,8%
	20.04.-25.04.:	8,25%	8,6%	7,25%	7,5%
	26.04.-28.04.:	8,00%	8,3%	7,00%	7,2%
	29.04.-24.05.:	7,75%	8,0%	6,75%	7,0%
	25.05.-13.06.:	7,50%	7,8%	"	"
	14.06.-20.06.:	"	"	6,50%	6,7%
	21.06.-27.06.:	"	"	6,25%	6,4%
	28.06.-02.08.:	"	"	6,00%	6,2%
	03.08.-25.10.:	"	"	5,50%	5,6%
	26.10.-18.11.:	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
	19.11.-29.12.:	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%
	30.12.- :	7,00%	7,2%	5,00%	5,1%
1994	-08.02.:	"	"	"	"
	09.02.- :	6,75%	7,0%	4,75%	4,9%

## FORSKRIFTER MED HJEMMEL I SENTRALBANKLOVEN

### Kronens kursordning

---

- 08.01.93 (Se rundskriv nr. 1/12. januar 1993)  
Ny forskrift for kursordning for den norske kronen stadfester at kronen vil flyte inntil videre. Den nye forskriften kom etter at Finansdepartementet 10. desember 1992 hadde benyttet sin adgang etter den forrige valutaforskriften til å suspendere svingningsmarginene for den norske kronen for inntil 30 dager.
- 06.05.94 (Se rundskriv nr. 5/6. mai 1994)  
Ny forskrift for kursordningen erstatter forskriften av 8.1.93. Bestemmelsen i § 1 viderefører flytekursregimet. § 2 fastlegger at 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

---

- 08.03.93 (Se rundskriv nr. 5/5. mars 1993) Bestemmelse om Norges Banks adgang til å plassere kroneinnskudd i det skjermbaserte interbankmarkedet tas inn i forskriften.
- 10.11.93 (Se rundskriv nr. 19/12. november 1993) Fremtidige endringer i låneordningen varsles. Det vil bli innført krav til sikkerhet for bankenes D-lån i Norges Bank. Tidspunkt for ikrafttredelse av forskriftsendringen vil bli fastsatt senere, og vil bli varslet i god tid.
- 24.11.93 (Se rundskrift nr. 20/24. november 1993) Bankenes øvre grense for F-lån økes fra en til halvannen ganger beregningsgrunnlaget.
- 24.11.93 (Se rundskriv nr. 21/24. november 1993) Forskriften av 6. november 1991 om innskudd fra Norges Bank i forretnings- og sparebankene oppheves. Dette innebærer at grunninnskuddsordningen og ordningen med konverteringsinnskudd oppheves.
- 01.01.94 (Se rundskriv nr. 23/23. desember 1993) Filialer av banker i EØS-området får adgang til D-lån, gitt at filialen driver bankvirksomhet som er vanlig for norske banker. Nyetablerte filialer får adgang til D-lån etter 6 måneder, og beregningsgrunnlaget settes til 100 millioner kroner.
- 01.03.94 (Se rundskriv nr. 3/24. februar 1994) Bankenes øvre grense for F-lån reduseres fra halvannen til en gang beregningsgrunnlaget.
- 09.06.94 (Se rundskriv nr. 8/9. juni 1994) Det varsles at krav til sikkerhet for D-lån vil tre i kraft fra 1. september 1994 (jf. rundskriv nr. 21/24. november 1993). Norges Bank vil komme tilbake med nærmere opplysninger om den tekniske gjennomføringen.

## FORSKRIFTER MED HJEMMEL I KREDITTLOVEN

### Emisjonsregulering

---

- 1.11.90 (Se Rundskriv nr. 15/1. nov. 1990)  
Kravet om samtykke fra Finansdepartementet for opptak av obligasjonslån til finansiering av skip og oljerelatert virksomhet er opphevet. Kravet om samtykke for konvertible obligasjonslån utstedt av banker og finansieringsselskaper er opphevet.
- 8.4.92 (Se Rundskriv nr. 3/8. april 1992)  
Det gis adgang til å legge ut obligasjonslån med avdragsfri periode på inntil 10 år mot tidligere 5 år. Endringen berører ikke kommunale og fylkeskommunale lån.

*Ingen av kredittlovens øvrige virkemidler har vært anvendt etter 1988.*

# Tabeller

## Balanseutdrag for finansinstitusjoner

1. Norges Bank. Balanse
2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse
4. Statsbanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
- 12a. Verdipapirfond. Balanseutdrag
- 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt

## Verdipapirstatistikk

13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi

14. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi
15. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
18. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Beregnet markedsverdi
19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. Bokført verdi
20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi

## Kreditt- og likviditetsutvikling

21. Markedslån. Beholdningstall
22. Kredittindikator og pengemengde
23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde
- 24a. Endringer i pengemengden etter kilde
- 24b. Sammensetningen av pengemengden

- 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
- 26. Pengemarkedets likviditet

### Rentestatistikk

- 27. Nominelle rentesatser i norske kroner
- 28. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet
- 29. Effektive renter på norske obligasjoner
- 30. Effektive renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer
- 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner
- 32. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner
- 33. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform
- 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum

### Resultat- og kapitaldekningsdata

- 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker

- 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker
- 37. Resultat og kapitaldekning for finansieringsselskaper
- 38. Resultat og kapitaldekning for kredittforetak

### Valutakurser

- 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer
- 40. Internasjonale kursforhold

### Utenriksøkonomi

- 41. Utenriksregnskap for Norge
- 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet

### Valutahandel

- 43. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner
- 44. Valutabanker. Totalposisjon i valuta
- 45. Motpostene til Norges Banks valuta-transaksjoner med bankene

#### Standard tegn:

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

#### Merk:

Hvis annen definisjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner», dvs. sektorene 510–890 i Kredittmarkedsstatistikken.

# Balanseutdrag for finansinstitusjoner

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	28/2 1994	31/3 1994	30/4 1994
<b>Fordringer på utlandet</b>	90 550	161 688	165 753	161 215	161 306
Internasjonale reserver	84 496	154 651	158 789	154 241	154 619
Andre fordringer på utlandet	6 054	7 037	6 964	6 974	6 687
<b>Fordringer på norske finansinstitusjoner</b>	55 872	16 947	1 996	2 016	2 931
Innskudd i private banker	16 179	0	0	0	0
Sertifikater og ihendehaverobligasjoner utstedt av private banker	0	0	0	0	0
Utlån til private banker	39 888	17 411	2 505	2 325	3 422
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrek	378	109	64	264	82
Avsetning tap på utlån til banker	-573	-573	-573	-573	-573
<b>Fordringer på statsforvaltningen</b>	12 584	30 749	16 754	19 689	13 944
Ihendehaverobligasjoner	6 947	7 399	7 676	9 976	10 213
Andre verdipapirer	5 637	21 853	8 610	9 082	3 360
Andre fordringer	0	1 497	468	640	371
<b>Fordringer på andre norske sektorer</b>	1 880	1 108	988	1 191	945
Verdipapirer og utlån	655	631	631	625	624
Andre fordringer	1 225	477	357	566	321
<b>Varebeholdning produksjonbedrifter</b>	165	140	140	140	140
Varige driftsmidler	0	0	11	18	22
<b>Kursreguleringer</b>	0	0	0	1 796	3 039
<b>Kostnader</b>	0	-	926	1 413	1 844
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>161 051</b>	<b>210 632</b>	<b>186 568</b>	<b>187 487</b>	<b>184 171</b>
<b>Gjeld til utlandet</b>	10 932	12 384	15 612	12 405	13 155
NOK-gjeld til IMF	6 029	7 012	6 939	6 949	6 662
Annen gjeld til utlandet	4 903	5 372	8 673	5 456	6 493
<b>Sedler og mynt i omlop</b>	34 689	38 003	36 318	36 135	35 400
<b>Innenlandske innskudd</b>	71 188	111 479	83 227	86 336	81 994
Statskassen	57 818	100 848	65 034	70 393	66 934
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	9 502	5 976	5 417	4 834	4 412
Private banker	1 610	695	9 043	7 289	7 521
Andre finansinstitusjoner	1 937	3 501	3 359	3 058	2 824
Andre norske sektorer	321	459	374	762	303
<b>Påloppne, ikke forfalte renter til statskassen</b>	0	0	684	992	1 332
<b>Annen innenlandsk gjeld</b>	825	393	72	659	291
<b>Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF</b>	1 597	1 732	1 744	1 721	1 726
<b>Fond</b>	41 820	46 641	46 641	46 641	46 641
<b>Kursreguleringer<sup>1)</sup></b>	0	0	572	0	0
<b>Inntekter</b>	0	-	1 698	2 598	3 632
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>161 051</b>	<b>210 632</b>	<b>186 568</b>	<b>187 487</b>	<b>184 171</b>

**Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:**

Valuta solgt på levering .....	917
Valuta kjøpt på levering .....	917
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS ...	388
Futures solgt .....	0
Futures kjøpt .....	1 297

1) Fra og med 30.04.94 er kursreguleringer skilt ut på egen linje i balansen. Tidligere ble kursreguleringene presentert sammen med inntekter.

**Merk:** Verdipapirporteføljen er vurdert til laveste verdi av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelsesverdi.

Fra og med balanseoppstillingen pr. 31.12.93, blir verdipapirinstrumentene vedr. gjenkjopsavtaler presentert på gjeldsiden under annen gjeld til utlandet. Tidligere lå disse under internasjonale reserver på eiendelssiden. Dette må det tas hensyn til ved beregning av brutto internasjonale reserver. For april beløper gjenkjopsavtaler seg til 5 913 mill. kr.

Norges Bank har fra og med januar 1994 innført aktivering av nyanskaffede varige driftsmidler. Tilhørende avskrivninger blir kostnadsført månedlig.

Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/12 1993	28/2 1994	31/3 1994	30/4 1994
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	1 324	2 978	2 183	2 505	2 406
Reserveposisjon i IMF	4 488	4 395	4 545	4 382	4 704
Lån til IMF	230	395	397	485	487
Bankinnskudd i utlandet	8 351	8 852	14 564	11 905	9 755
Utenlandske statskasseveksler	15 643	23 510	20 803	20 728	22 780
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	44 116	80 983	81 237	80 983	82 048
Utlån utenlandske banker	8 100	30 220	31 736	30 528	29 878
Opptjente, ikke forfalte renter	1 959	3 033	3 039	2 430	2 276
<b>Totalt</b>	<b>84 496</b>	<b>154 651</b>	<b>158 789</b>	<b>154 241</b>	<b>154 619</b>

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	30/4 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	464	1 149	1 240	695	739
Sertifikater	26 389	21 602	23 088	15 498	11 846
Stats- og statsbankobligasjoner	5 558	8 114	8 555	8 636	9 487
Andre ihendehaverobligasjoner	525	1 182	1 804	2 758	3 960
Utlån til statsforvaltningen	32 615	38 939	33 179	52 422	43 773
Utlån til publikum	15 653	16 423	16 674	16 889	17 444
Andre eiendeler	3 858	2 709	3 941	3 483	3 522
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>85 062</b>	<b>90 188</b>	<b>88 481</b>	<b>100 381</b>	<b>90 771</b>
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	21 467	30 834	24 770	36 180	26 663
Publikum	53 704	52 623	53 948	55 500	55 404
Andre sektorer	5 901	2 802	5 073	3 151	5 004
Annen gjeld og egenkapital	3 990	3 859	4 690	5 550	3 700
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>85 062</b>	<b>90 118</b>	<b>88 481</b>	<b>100 381</b>	<b>90 771</b>

Merk: F.o.m. 1993 publiseres ikke separate tall for Norges Postbank.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 271	4 828	4 374	5 494	5 386
Utlån i alt	186 803	192 437	190 475	189 968	185 365
Herav:					
Til publikum	185 586	190 114	188 246	186 131	180 828
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre eiendeler	10 883	14 153	14 066	16 582	15 110
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>205 498</b>	<b>214 959</b>	<b>212 456</b>	<b>215 585</b>	<b>209 402</b>
Ihendehaverobligasjonslån	25 427	26 976	24 385	25 438	23 831
Herav:					
I norske kroner	20 811	22 385	20 965	22 148	21 391
I utenlandsk valuta	4 616	4 591	3 420	3 290	2 440
Andre lån	162 731	163 266	165 423	161 567	160 908
Herav:					
Statskassen	162 017	162 656	163 881	160 042	159 596
Annen gjeld m.v.	8 313	14 451	11 999	15 840	12 430
Aksjekapital, fond	9 019	10 266	10 649	12 740	12 233
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>205 490</b>	<b>214 959</b>	<b>212 456</b>	<b>215 585</b>	<b>209 402</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	28/2 1994
Kassebeholdning	2 258	2 776	2 529	2 584	2 494
Innskudd i Norges Bank, Postgiro og Norges Postbank	1 765	2 190	2 157	950	10 547
Innskudd i forretnings- og sparebanker	8 901	13 558	11 468	6 239	11 534
Innskudd i utenlandske banker	28 242	22 728	25 590	17 471	15 919
Stats sertifikater	5 238	14 614	8 636	7 415	6 889
Andre sertifikater	1 825	3 180	2 942	2 735	3 058
Stats- og statsbankobligasjoner	28 243	30 310	30 558	25 591	27 320
Andre ihendehaverobligasjoner	20 696	22 222	24 608	23 095	22 794
Lån til utlandet	26 023	25 964	25 841	24 560	23 798
Utlån til publikum	417 285	419 774	417 612	431 698	431 299
Herav:					
I utenlandsk valuta	43 587	43 499	39 088	37 469	36 975
Utlån til private finansinstitusjoner	18 888	18 110	18 607	12 154	15 885
Andre eiendeler <sup>1)</sup>	42 672	41 469	46 460	32 403	37 176
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>602 036</b>	<b>616 895</b>	<b>616 023</b>	<b>586 895</b>	<b>608 713</b>
Innskudd fra publikum	364 370	369 498	367 309	365 559	371 085
Herav:					
I utenlandsk valuta	20 592	21 916	18 918	17 702	18 774
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	7 225	13 475	10 992	6 872	12 780
Innskudd fra private finansinstitusjoner	18 572	22 144	16 217	17 930	22 080
Innskudd fra stats- og trygdeforvaltn. og statsbanker m.v. <sup>2)</sup>	8 587	7 973	8 721	7 733	9 264
Innlån i form av banksertifikater	1 387	1 707	2 960	2 979	5 524
Lån og innskudd fra Norges Bank	31 831	27 485	26 529	16 996	2 520
Lån og innskudd fra utlandet	44 841	48 421	49 031	42 647	50 236
Annen gjeld	99 300	98 361	104 436	94 293	95 936
Aksje-/grunnfondskapital	11 099	10 268	10 444	10 592	16 474
Avsetninger, fond etc.	13 354	14 328	14 932	16 676	20 836
Nettoinntekt	1 470	3 285	4 452	4 618	1 978
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>602 036</b>	<b>616 895</b>	<b>616 023</b>	<b>586 895</b>	<b>608 713</b>
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	60 440	54 521	59 311	50 078	47 447
Gjeld overfor utlandet	79 451	79 075	78 787	71 763	78 999

<sup>1)</sup> Omfatter uspesifiserte tapsavsetninger (negative tall)

<sup>2)</sup> Omfatter også Postgiro og Norges Postbank

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	28/2 1994
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	11 006	9 491	10 750	9 873	9 702
Foretak <sup>1)</sup>	142 279	143 999	138 342	139 781	141 737
Husholdninger <sup>2)</sup>	264 000	266 284	268 520	282 044	279 860
<b>Utlån til publikum i alt</b>	<b>417 285</b>	<b>419 774</b>	<b>417 612</b>	<b>431 698</b>	<b>431 299</b>
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	24 386	27 789	24 847	26 730	25 647
Foretak <sup>1)</sup>	104 380	103 597	108 962	106 931	105 525
Husholdninger <sup>2)</sup>	235 604	238 112	233 500	231 898	239 913
<b>Innskudd fra publikum i alt</b>	<b>364 370</b>	<b>369 498</b>	<b>367 309</b>	<b>365 559</b>	<b>371 085</b>

<sup>1)</sup> Omfatter private selskap med begrenset ansvar m.v. og statsforetak.

<sup>2)</sup> Omfatter private foretak, personlig næringsdrivende og lønnstakere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassabeholdning og bankinnskudd	4 881	4 225	4 335	4 085	2 922
Sertifikater	6 899	10 913	10 389	13 573	5 751
Stats- og statsbankobligasjoner	1 206	2 324	2 600	3 513	2 558
Andre ihendehaverobligasjoner	9 037	9 367	10 633	9 091	9 908
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	184	508	737	1 147	900
Publikum	83 132	77 929	77 002	76 452	73 081
Andre	10 490	10 199	9 671	9 450	10 127
Andre eiendeler	4 350	4 204	3 743	3 893	4 158
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>120 179</b>	<b>119 669</b>	<b>119 110</b>	<b>121 204</b>	<b>109 405</b>
Sertifikater	5 277	7 196	8 627	12 669	6 657
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner <sup>1)</sup>	54 077	49 678	47 905	44 383	43 048
Ihendehaverobligasjonslån i utenlandsk valuta <sup>1)</sup>	27 628	28 110	28 726	26 984	27 766
Andre innlån	18 776	19 130	18 542	20 544	16 702
Egenkapital	6 593	7 670	7 870	7 972	8 122
Annen gjeld	7 828	7 885	7 440	8 652	7 110
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>120 179</b>	<b>119 669</b>	<b>119 110</b>	<b>121 204</b>	<b>109 405</b>

<sup>1)</sup> Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	652	594	662	556	736
Sertifikater	0	0	12	6	12
Ihendehaverobligasjoner	0	5	0	5	0
Utlån <sup>1)</sup> (brutto)	22 160	22 328	21 961	21 748	23 056
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	17 347	17 747	17 346	17 514	18 535
Utlån til andre sektorer (netto)	1 161	1 004	1 112	733	726
Andre eiendeler <sup>2)</sup>	-682	-596	-647	-700	-591
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>22 130</b>	<b>22 331</b>	<b>21 988</b>	<b>21 615</b>	<b>23 213</b>
Sertifikater	40	5	485	1 185	1 210
Ihendehaverobligasjonslån	0	0	0	0	0
Lån fra andre enn banker	6 431	7 300	7 247	7 128	9 584
Lån fra banker	9 599	8 821	8 127	6 858	5 614
Annen gjeld m.v.	2 377	2 636	2 527	3 103	3 426
Kapital, fond	3 683	3 569	3 602	3 341	3 379
<b>Gjeld og egenkapital i alt</b>	<b>22 130</b>	<b>22 331</b>	<b>21 988</b>	<b>21 615</b>	<b>23 213</b>

<sup>1)</sup> Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

<sup>2)</sup> Omfatter spes. og uspes. tapsavsetninger (negative tall).

Kilde: Statistisk sentralbyrå



Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 012	4 039	5 450	3 644	5 877
Norske sertifikater	3 626	8 020	7 886	7 519	6 486
Utenlandske statskaseveksler og sertifikater	7 651	1 541	96	-	-
Norske ihendehaverobligasjoner	53 103	55 918	58 262	61 347	67 726
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	10 867	12 384	19 326	22 792	21 404
Norske aksjer	13 008	14 056	14 387	15 231	17 732
Utenlandske aksjer	2 644	2 742	2 398	3 415	4 253
Utlån til publikum	72 149	71 207	69 284	68 467	66 558
Utlån til andre sektorer	1 802	1 865	1 728	1 606	1 548
Andre spesifiserte eiendeler	19 585	18 487	17 809	17 093	17 703
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>188 447</b>	<b>190 259</b>	<b>196 626</b>	<b>201 114</b>	<b>209 287</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.<sup>1)</sup> Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 427	3 718	2 606	3 999	3 085
Norske ihendehaverobligasjoner	22 855	24 188	26 072	26 611	27 709
Utlån til publikum	8 840	8 980	8 210	7 450	7 282
Andre spesifiserte eiendeler	5 803	6 538	7 069	6 899	7 940
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>40 925</b>	<b>43 423</b>	<b>43 957</b>	<b>44 959</b>	<b>46 016</b>

<sup>1)</sup> Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	8 612	8 589	7 926	7 008	8 260
Norske sertifikater	531	2 380	3 754	3 843	4 116
Utenlandske sertifikater	1 031	327	144	105	1
Norske ihendehaverobligasjoner	11 739	11 924	13 143	15 054	14 325
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	5 432	6 167	6 353	6 518	7 386
Norske aksjer	5 038	5 742	6 372	5 897	6 466
Utenlandske aksjer	2 330	1 828	2 009	3 011	3 414
Utlån til publikum	6 156	5 710	5 014	4 822	4 346
Utlån til andre sektorer	1 334	1 347	1 125	796	701
Andre spesifiserte eiendeler	13 257	14 972	14 708	14 349	15 112
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>55 458</b>	<b>58 986</b>	<b>60 548</b>	<b>61 403</b>	<b>64 127</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12a. Verdipapirfond<sup>1)</sup>. Balansedrag (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Bankinnskudd	2 024	2 008	2 121	2 047	1 771
Stats- og statsbanksertifikater	175	229	1 270	1 585	1 356
Andre norske sertifikater	960	1 019	1 948	3 159	3 396
Utenlandske sertifikater	0	6	5	0	0
Stats- og statsbankobligasjoner	1 017	1 983	3 626	4 965	5 705
Andre norske ihendehaverobligasjoner	4 154	4 454	8 126	9 227	10 499
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	67	56	95	273	673
Norske aksjer	5 908	4 968	6 728	8 478	10 604
Utenlandske aksjer	600	875	932	1 207	1 127
Andre eiendeler	1 670	534	956	997	1 362
<b>Eiendeler i alt</b>	<b>16 575</b>	<b>16 132</b>	<b>25 807</b>	<b>31 938</b>	<b>36 493</b>

<sup>1)</sup> Aksje-, obligasjons- og pengemarkedsfond mv.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 12b. Andelskapital i verdipapirfond. Sektorfordelt (Mill. kroner)

	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993			
			Totalt	Aksjefond <sup>1)</sup>	Obligasjons- fond	Pengemarkeds- fond
Norske banker	684	573	381	62	220	99
Øvrige finansinstitusjoner	1 917	1 604	3 151	1 447	1 403	301
Kommuneforvaltning og -foretak	1 074	780	926	9	808	109
Øvrige foretak	4 095	4 720	13 788	2 338	6 530	4 920
Husholdninger	8 619	8 026	18 328	10 084	4 300	3 944
Utlendet	118	69	203	168	32	3
<b>Andelskapital i alt</b>	<b>16 507</b>	<b>15 772</b>	<b>36 777</b>	<b>14 108</b>	<b>13 293</b>	<b>9 376</b>

<sup>1)</sup> Aksje-, kombinasjons- og internasjonale fond

Kilde: Norges Bank

## Verdipapirstatistikk

Tabell 13. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993
Stats- og trygdeforvaltningen	19 614	19 486	19 500	21 659	42 058
Offentlige finansinstitusjoner	27	10	3	8	103
Private banker og sikringsfond	2 232	2 259	1 301	1 537	1 749
Forsikringsselskaper m.v.	16 240	18 288	17 379	15 586	24 735
Øvrige finansinstitusjoner	713	696	357	230	401
Kommuneforvaltning og -foretak	85	62	222	175	88
Statlig eide foretak m.v.	3 457	4 184	6 294	7 354	4 905
Verdipapirfond <sup>1)</sup>	5 622	5 611	5 642	4 914	10 657
Øvrige ikke-finansielle foretak	52 390	47 185	36 680	30 978	49 580
Husholdninger	28 750	22 907	18 870	16 648	27 329
Utlendet	47 975	45 273	42 156	37 470	62 793
Ufordelt	124	645	315	1	122
<b>I alt</b>	<b>177 228</b>	<b>166 607</b>	<b>148 719</b>	<b>136 561</b>	<b>224 519</b>

<sup>1)</sup> Aksje-, obligasjons- og rentefond m.v.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer, samt sparebankers grunnfondskapital registrert i VPS. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993
Sparebanker	362	810	837	803	2 495
Forretningsbanker	8 477	7 286	7 840	6 187	8 393
Forsikringselskaper	52	545	729	783	883
Andre finansinstitusjoner	828	870	1 042	1 689	1 822
Stallig eide foretak	4 528	4 678	4 737	4 737	5 155
Private selskaper med begrenset ansvar (aksjeselskaper)	17 493	22 478	24 274	21 949	22 431
Utlandet	0	24	24	24	653
Ufordelt	0	0	0	0	10
I alt	31 740	36 691	39 483	36 173	41 841

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.<sup>2)</sup> Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Hele 1993	Kjøper -/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene <sup>1)</sup>	Private banker og sikr.fond	Forsik- rings- sel. m.v.	Ovrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Ovrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>3)</sup>
Utstedersektorer										
Forretningsbanker	2 449	193	-421	-38	0	970	70	1 244	184	4 649
Forsikringselskaper	9	9	-33	0	0	-59	109	68	7	109
Andre finansinstitusjoner	0	-5	34	45	-2	12	5	75	3	167
Stallig eide foretak	465	5	277	0	0	611	-105	-955	11	307
Private selskaper med begrenset ansvar	2 033	126	621	-4	-168	-5 252	-1 369	11 252	488	7 728
Utlandet	0	2	26	0	0	962	37	1 930	1	2 958
Ufordelt	0	0	26	0	0	15	14	-9	3	49
I alt	4 955	330	530	2	-170	-2 741	-1 239	13 605	696	15 967

<sup>1)</sup> Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

<sup>2)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>3)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS fordelt på eiersektorer.  
Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993
Stats- og trygdeforvaltningen	43 747	45 828	46 944	49 612	42 870
Norges Bank	14 947	11 422	5 533	7 312	7 590
Postgiro og Norges Postbank	6 105	5 804	5 324	6 042	14 693
Statsbanker	300	397	125	758	4 907
Private banker og sikringsfond	69 591	59 278	46 799	45 441	56 265
Forsikringselskaper m.v.	79 220	85 796	86 347	87 789	115 962
Øvrige finansinstitusjoner	18 356	28 097	26 956	18 132	28 014
Kommuneforvaltning og -foretak	1 706	2 458	3 205	4 476	5 806
Statlig eide foretak m.v.	2 736	2 725	910	941	3 308
Verdipapirfond <sup>1)</sup>	2 613	3 609	5 166	5 680	16 317
Øvrige ikke-finansielle foretak	19 951	20 357	18 538	19 400	27 111
Husholdninger	9 617	9 199	9 277	8 479	7 783
Utlendet	16 093	21 521	24 036	12 903	10 562
Ufordelt	92	30	44	0	68
<b>I alt</b>	<b>285 074</b>	<b>296 520</b>	<b>279 204</b>	<b>266 964</b>	<b>341 256</b>

1) Aksje-, obligasjons- og rentefond m.v.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Beholdning av obligasjoner i NOK registrert i VPS, fordelt på låntakersektor.  
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	31/12 1993
Statsforvaltningen	87 977	77 433	69 759	78 034	98 439
Statsbanker	15 089	18 754	18 306	20 909	21 978
Private banker	2 841	6 297	11 034	37 213	51 426
Private kredittforetak	126 781	135 142	115 768	68 331	62 122
Andre finansinstitusjoner	1 851	1 811	1 795	2 055	2 072
Kommuneforvaltning og -foretak	31 376	34 917	38 007	39 545	44 843
Statlig eide foretak m.v.	3 505	5 085	6 016	6 453	7 896
Øvrige ikke-finansielle foretak	7 865	9 918	11 230	11 156	15 103
Husholdninger	199	310	320	306	96
Utlendet	0	1 229	1 390	1 390	540
Ufordelt	0	0	0	0	921
<b>I alt</b>	<b>277 484</b>	<b>290 896</b>	<b>273 623</b>	<b>265 390</b>	<b>305 438</b>

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner i NOK registrert i VPS.<sup>2)</sup> Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Hele 1993	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene <sup>1)</sup>	Private banker og sikr. fond	Forsik- rings- sel. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utlandet	Ufordelt	I alt <sup>3)</sup>
Låntakersektor										
Statsforvaltningen	-9 905	5 366	17 331	1 628	413	4 468	-6	556	149	20 000
Statsbanker	3 459	-4 632	1 720	-104	-5	583	-12	24	20	1 053
Private banker	2 849	7 262	336	414	673	3 377	188	-1 162	157	14 094
Private kredittforetak	-1 241	-2 071	-5 726	5 309	62	2 259	-656	-2 812	122	-4 755
Andre finansinstitusjoner	0	-5	-273	48	-6	16	44	-24	6	-195
Kommuneforvaltning og -foretak	2 907	-23	799	-32	-522	2 281	-233	62	103	5 341
Statlig eide foretak m.v.	411	230	279	110	51	414	182	-26	19	1 670
Øvrige ikk-finansielle foretak	541	370	1 909	5	120	1 369	394	-17	25	4 716
Husholdninger	-5	-40	97	0	0	-44	-27	0	0	-19
Utlandet	0	0	-663	-20	0	-32	-33	-100	0	-848
Ufordelt	-1	26	-31	0	0	14	4	0	0	12
I alt	-985	6 484	15 778	7 357	785	14 703	-154	-3 499	601	41 069

<sup>1)</sup> Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner.

<sup>2)</sup> Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

<sup>3)</sup> Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993
Stats- og trygdeforvaltningen	340	320	325	170	612
Norges Bank	5 537	4 973	1 707	19 498	21 803
Postgiro og Norges Postbank	26 389	22 050 <sup>2)</sup>	16 760 <sup>2)</sup>	15 498	11 846
Statsbanker	20	20	0	0	0
Forretningsbanker	3 807	4 013	12 256	7 807	6 774
Sparebanker	1 613	1 225	5 538	3 758	3 363
Private kredittforetak	1 050	3 079	4 159	6 196	3 370
Private finansieringsselskaper	0	0	12	6	12
Livsforsikringsselskaper	3 626	8 020	7 886	7 519	5 192
Skadeforsikringsselskaper	531	2 380	3 754	3 843	4 116
Andre sektorer <sup>1)</sup>	8 855	13 314	11 942	12 776	14 593
Sum, pålydende verdi	51 868	59 394	64 339	77 071	71 681

<sup>1)</sup> Tallene ovenfor er hentet fra institusjonenes balanseoppgaver, mens denne posten er residualbestemt og inneholder derfor også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

<sup>2)</sup> Anslag.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 20. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1993
Statssertifikater	41 637	44 955	57 610	50 478	29 116
Banksertifikater	581	1 195	2 660	2 665	5 360
Kreditsertifikater	4 350	4 520	6 200	6 695	5 120
Finanssertifikater	50	485	1 195	1 350	1 730
Lånesertifikater	12 776	11 024	9 406	10 480	13 363
Herav utstedt av:					
Statsbanker	5 716	6 951	6 255	7 628	10 323
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	3 532	2 498	1 453	1 307	1 692
Statsforetak	55	0	0	200	200
Andre foretak <sup>1)</sup>	3 473	3 735	1 698	1 358	1 148
Utlandet	0	0	0	0	0
I alt	59 394	64 339	77 071	71 681	54 689

<sup>1)</sup> Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

## Kreditt- og likviditetsutvikling

Tabell 21. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994 <sup>1)</sup>
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5
Forretningsbanker	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5
Sparebanker	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Lån med garanti	3,6	3,2	2,7	2,5	2,4
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	2,8	2,6	2,4	1,7	1,3
Bank	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Markedslån i alt	6,9	6,3	5,5	4,5	3,9

<sup>1)</sup> Foreløpige tall

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall ved utgangen av perioden Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1989								
Desember	818,6	1 096,3	429,6	5,7	7,6	7,5		
1990								
Desember	843,3	1 111,4	453,4	3,1	3,9	6,0		
1991								
Desember	830,8	1 097,6	500,1	-1,6	-1,5	10,6		
1992								
Desember	818,6	1 098,7	535,9	-1,4	-1,0	7,3	-1,7	5,1
1993								
Januar	817,1	1 099,1	532,8	-1,6	-1,3	6,6	0,3	5,9
Februar	815,8	1 097,8	535,9	-1,7	-1,4	5,7	1,1	8,2
Mars	814,0	1 094,5	530,3	-1,8	-1,3	6,9	0,2	3,5
April	815,2	1 096,4	538,4	-1,3	-0,3	7,0	-1,0	2,7
Mai	816,7	1 099,1	542,5	-0,9	-0,5	6,4	-0,9	1,7
Juni	817,4	1 110,1	544,7	-0,5	-0,1	5,6	0,4	6,8
Juli	816,4	1 113,8	548,6	-0,3	-0,1	5,2	0,9	8,1
August	816,3	1 107,5	543,8	-0,4	-0,5	4,2	0,7	7,1
September	814,6	1 099,0	548,2	-0,4	-0,5	4,8	-0,3	4,3
Oktober	815,9	1 106,2	543,9	0,4	0,2	3,7	-0,6	0,5
November	815,7	1 106,2	543,7	0,0	-0,2	3,2	-0,6	-1,1
Desember	813,5	1 112,7	538,0	-0,7	-0,6	0,5	-0,3	-4,3
1994								
Januar	819,5	1 116,6	543,8	0,3	-0,2	1,8	0,3	-3,3
Februar	818,2	1 111,6	543,6	0,3	-0,2	1,1	0,8	-2,3
Mars	824,4	-	554,7	1,3	-	4,1	2,8	4,4

K1 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums innenlandske bruttogjeld; sesongjusterte tall.  
K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.  
M2 = Pengemengde, sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1992		1993		1/1-31/3 1993		1/1-31/3 1994 <sup>1)</sup>	
	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%	Beløp	%
Private banker, Norges Postbank og Postgiro	12 412	3,2	12 986	3,3	-9 086	-2,3	4 170	1,0
Statsbanker <sup>2)</sup>	11 105	6,5	-4 301	-2,4	4 619	2,5	-2 044	-1,1
Private finansieringsselskaper	-2 270	-11,6	1 188	6,8	583	3,4	615	10,4
Skadeforsikringselskaper	1 837	42,5	-1 810	-29,4	-446	-7,2	4	-29,3
Livsforsikringselskaper og pensjonskasser	6 541	8,8	-7 000	-8,6	-961	-1,2	-1 770	-10,8
Private kredittforetak	-35 871	-34,5	-12 239	-17,9	-5 243	-7,7	1 387	-15,9
Obligasjons- og sertifikatmarkedet <sup>3)</sup>	-1 741	-2,7	8 750	14,2	1 834	3,0	4 678	21,7
Markedslån	-3 900	-34,2	-3 000	-40,0	-600	-8,0	-600	48,0
Annen kreditt	24	3,8	-25	-3,8	1	0,2	12	-2,0
Sum <sup>4)</sup>	-11 863	-1,4	-5 451	-0,7	-9 299	-1,1	6 452	0,1

<sup>1)</sup> Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

<sup>2)</sup> Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

<sup>3)</sup> Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

<sup>4)</sup> Svarer til endringer i Norges Banks kredittindikator. Faktiske tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 24 a. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 mrd. kroner og i prosent av pengemengden ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1992		1993		1/1-28/2			
					1993		1994	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter <sup>1)</sup> (-)	69,1	13,5	71,2	13,0	16,2	3,1	12,4	2,2
Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner <sup>2)</sup>	13,3	2,6	-33,6	-6,1	-6,9	-1,3	3,2	0,6
Herav:								
Statsbankenes utlånsøkning	10,4	2,0	-4,2	-0,8	3,9	0,7	-0,3	-0,1
Forretnings- og sparebankenes kreditttilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	-33,0	-6,4	-21,4	-3,9	-11,8	-2,3	-7,2	-1,3
Herav:								
Økning i utlån i valuta	-13,4	-2,6	-12,0	-2,2	-0,8	-0,2	1,7	0,3
Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-0,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,1	0,3	0,1
Publikums netto valutasalg til bankene <sup>3)</sup>	-2,4	-0,5	1,8	0,3	3,6	0,7	2,9	0,5
Uspesifisert tilførsel inkl. statistiske feil	-9,2	-1,8	-14,0	-2,6	4,8	0,9	-1,2	-0,2
Endring i pengemengden i alt	37,4	7,3	2,8	0,5	5,3	1,0	10,4	1,9
Memo: Oljeskatter	25,5				12,7		1,1	

Fotnoter står under tabell 24 b.

Tabell 24 b. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Faktiske beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd <sup>4)</sup>	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i pengemengden i alt	
							Belop	%
1989	29 203	188 362	60 230	277 795	157 206	435 001	30 537	7,5
1990	30 120	211 011	65 800	306 931	153 966	460 897	25 896	6,0
1991	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992	32 453	255 615	68 089	356 157	190 762	546 919	37 106	7,3
1993								
Januar	31 193	250 334	67 955	349 482	194 024	543 506	33 689	6,6
Februar	30 781	258 600	69 638	359 019	193 486	552 505	29 827	5,7
Mars	29 920	248 451	66 811	345 182	188 378	533 560	34 427	6,9
April	29 776	252 155	66 608	348 539	186 530	535 069	35 205	7,0
Mai	29 998	254 289	67 132	351 419	177 665	529 084	32 026	6,4
Juni	31 380	268 493	68 023	367 896	178 237	546 133	28 717	5,6
Juli	30 744	261 684	68 427	360 855	176 191	537 046	26 627	5,2
August	30 817	266 618	67 571	364 006	177 084	541 090	21 561	4,2
September	32 536	268 851	69 560	370 947	171 720	542 667	25 017	4,8
Oktober	31 614	271 755	69 582	372 951	171 611	544 562	19 662	3,7
November	32 232	266 470	70 649	369 351	166 063	535 414	16 813	3,2
Desember	35 741	268 702	73 115	377 558	172 507	550 065	2 829	0,5
1994								
Januar	34 488	274 401	71 020	379 909	174 842	554 751	11 245	2,1
Februar	34 149	279 053	72 079	385 281	175 185	560 466	7 961	1,4
Mars	33 813	276 866	70 530	381 209	176 877	558 086	24 526	4,6

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

<sup>1)</sup> Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innestående på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigeret for statens oljeskatter og statens netto renter og stønader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i

Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

<sup>2)</sup> Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditttilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

<sup>3)</sup> Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter.

<sup>4)</sup> Ekskl. banksparing med skattefradrag (SMS og BSU), inkl. banksertifikater.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.



Tabell 25. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer				Beholdning	
	Året				pr. 30/9	pr. 31/12
	1990	1991	1992	1993	1992	1993
Bankinnskudd m.v. <sup>1)</sup>	13,8	2,6	14,8	4,7	310,0	314,9
Obligasjoner m.v. <sup>2)</sup>	-1,6	-0,6	-1,2	-0,7	11,9	10,6
Aksjer m.v. <sup>3)</sup>	-4,8	-0,3	-2,3	8,1	50,9	73,7
Forsikringskrav	18,4	15,7	15,9	24,3	226,2	250,5
Utlån og andre fordringer <sup>4)</sup>	-1,6	3,5	1,4	-2,1	63,5	61,4
<b>Fordringer i alt</b>	<b>24,3</b>	<b>21,4</b>	<b>28,8</b>	<b>34,2</b>	<b>662,5</b>	<b>711,1</b>
Lån i forretnings- og sparebanker	16,7	0,2	3,5	11,1	273,9	282,3
Lån i offentlige banker	8,2	10,1	8,1	-2,8	114,7	111,2
Lån i private kredittforetak og finansieringsselskaper	-1,2	-11,8	-18,0	-2,1	45,8	43,4
Lån i forsikringselskaper	2,1	7,6	3,4	-6,0	55,9	49,9
Annen gjeld <sup>5)</sup>	1,1	-4,8	3,4	-3,8	68,5	63,9
<b>Gjeld i alt<sup>6)</sup></b>	<b>26,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>558,7</b>	<b>550,6</b>
<b>Netto</b>	<b>-2,7</b>	<b>20,2</b>	<b>28,3</b>	<b>37,9</b>	<b>103,8</b>	<b>160,5</b>

<sup>1)</sup> Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

<sup>2)</sup> Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

<sup>3)</sup> VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondandeler og grunnfondsbevis. Finansinvesteringene er fremkommet ved justering av beholdningsendringene med kursomvurderinger.

<sup>4)</sup> Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav, skattefordringer og leieboerinnskudd.

<sup>5)</sup> Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og pålopte, ikke betalte renter.

<sup>6)</sup> Lånekomponentene under finansinvesteringer er justert for omvurderinger, hovedsaklig finansinstitusjonenes tap overfor husholdningene.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 26. Pengemarkedets likviditet. Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/inndragning-	1/1-31/12		1/1-30/4	
	1992	1993	1993	1994
Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	68 608	30 012	1 507	9 062
Stats- og statsbankpapirer	-9 614	-38 497	-21 764	4 485
Valutamarkedet	-49 736	51 027	45 156	3 574
Beholdning av sedler og mynt <sup>1)</sup> (anslag)	-182	-3 522	2 433	2 388
Norges Banks andre transaksjoner <sup>1)</sup> (anslag)	-8 729	3 602	2 338	1 098
D-lån	-105	-10 180	-11 538	-1 576
F-lån	3 965	-10 108	-10 000	-18 822
Annen sentralbankfinansiering	-3 743	-23 922	-9 935	-290
<b>Reserver i alt</b>	<b>463</b>	<b>-1 588</b>	<b>-1 803</b>	<b>-81</b>
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	236	-1 045	-880	-14
Statskasseveksler	0	0	0	0
Øvrige reserver (anslag)	227	-543	-923	-67

<sup>1)</sup>Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering i forhold til forretnings- og sparebankenes egne oppgaver kan det oppstå avvik fra Statistisk sentralbyrås bankstatistikk.

Kilde: Norges Bank

## Rentestatistikk

Tabell 27. Nominelle rentesatser i norske kroner. Gjennomsnitt (Prosent p.a.)

	1 måned		3 måneder		12 måneder		Renter på bankenes dagslån i Norges Bank	Renter på bankenes folioinnskudd i Norges Bank
	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR	NIDR	NIBOR		
1993								
April	8,7	8,5	8,6	8,4	8,5	8,0	8,4	7,4
Mai	7,8	7,6	7,8	7,3	7,6	7,1	7,7	6,8
Juni	7,2	7,0	7,2	6,8	7,1	6,7	7,5	6,5
Juli	6,8	6,6	6,7	6,5	6,5	6,2	7,5	6,0
August	6,4	6,2	6,2	6,0	6,0	5,7	7,5	5,5
September	6,7	6,5	6,6	6,3	6,3	6,0	7,5	5,5
Oktober	6,4	6,3	6,5	6,2	6,2	5,8	7,4	5,4
November	5,6	5,5	5,7	5,4	5,5	5,3	6,9	4,9
Desember	6,2	6,1	5,9	5,6	5,5	5,3	6,8	4,8
1994								
Januar	5,8	5,5	5,7	5,4	5,5	5,2	7,0	5,0
Februar	5,2	5,1	5,2	5,1	5,2	5,0	6,8	4,8
Mars	5,4	5,3	5,4	5,2	5,4	5,3	6,8	4,8
April	5,6	5,4	5,6	5,5	5,7	5,7	6,8	4,8

Merk: NIDR = Norwegian Interbank Deposit Rate: ren kronerrente.  
NIBOR = Norwegian Interbank Offered Rate: dannes ved hjelp av valutabytte.

Kilde: Norges Bank

Tabell 28. Kortsiktige rentesatser <sup>1)</sup> for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM
1993											
April	7,8	11,0	8,6	8,9	5,9	3,2	9,5	3,2	8,8	-0,4	0,4
Mai	7,4	9,2	8,1	7,6	5,9	3,2	8,6	3,1	7,9	-0,8	-0,2
Juni	7,5	8,2	7,5	7,3	5,9	3,2	8,2	3,3	7,4	-1,0	-0,8
Juli	7,2	10,6	7,2	7,9	5,9	3,2	8,2	3,2	7,8	-1,3	-0,8
August	6,6	11,9	6,6	7,6	5,8	3,0	7,7	3,2	7,6	-1,7	-0,7
September	6,6	10,4	6,6	7,2	5,9	2,6	7,6	3,2	7,7	-1,2	-0,4
Oktober	6,6	8,9	6,8	6,9	5,7	2,4	7,5	3,3	7,5	-1,1	-0,5
November	6,3	8,1	6,5	6,7	5,5	2,3	7,3	3,4	6,9	-1,6	-0,9
Desember	6,1	7,4	5,8	6,5	5,3	2,0	7,0	3,3	6,4	-1,1	-0,6
1994											
Januar	5,9	6,3	5,1	6,3	5,4	2,1	7,1	3,2	6,3	-1,1	-0,6
Februar	5,9	6,3	4,8	6,3	5,2	2,2	7,1	3,5	6,3	-1,3	-0,9
Mars	5,8	6,1	4,7	6,2	5,1	2,3	7,0	3,8	6,2	-1,1	-0,6
April	5,5	6,2	5,1	6,0	5,2	2,3	7,2	4,1	6,1	-0,7	-0,2

<sup>1)</sup> 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 29. Effektive renter på norske obligasjoner <sup>1)</sup> (Prosent p.a.)

	3 år		5 år		10 år	
	Stat	Privat	Stat	Privat	Stat	Privat
1993						
April	7,2	8,2	7,3	8,2	7,4	8,4
Mai	6,8	7,4	6,8	7,5	7,1	7,8
Juni	6,5	7,1	6,5	7,2	6,8	7,6
Juli	6,2	6,8	6,3	6,9	6,7	7,5
August	5,7	6,2	5,8	6,3	6,2	6,9
September	5,7	6,3	5,8	6,3	6,1	6,8
Oktober	5,5	6,1	5,6	6,2	5,9	6,6
November	5,2	5,7	5,3	5,9	5,7	6,3
Desember	5,2	5,7	5,3	5,8	5,7	6,3
1994						
Januar	5,0	5,5	5,1	5,6	5,6	6,1
Februar	4,9	5,3	5,1	5,5	5,5	5,9
Mars	5,3	5,8	5,6	6,2	6,1	6,7
April	5,6	6,1	6,0	6,6	6,6	7,2

<sup>1)</sup> Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 er rentene beregnet ut fra renten på representative obligasjoner vektet med gjenstående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Effektive renter på statsobligasjoner <sup>1)</sup> i sentrale valutaer. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU <sup>2)</sup>	NOK/DEM <sup>3)</sup>
1993											
April	6,7	7,9	...	7,1	8,0	4,3	9,4	6,0	7,9	-0,3	0,7
Mai	6,9	7,7	...	7,2	8,2	4,5	9,1	6,1	7,8	-0,7	0,2
Juni	6,9	7,3	9,1	7,0	8,0	4,5	8,7	6,1	7,6	-0,7	0,0
Juli	6,7	7,2	8,6	6,7	7,6	4,3	8,2	5,9	7,5	-0,7	0,0
August	6,4	6,8	7,8	6,3	7,1	4,1	7,6	5,8	7,2	-0,8	-0,3
September	6,2	6,9	7,9	6,1	7,0	3,9	7,8	5,4	6,9	-0,7	-0,1
Oktober	6,0	6,5	7,6	6,0	6,9	3,7	7,6	5,4	6,7	-0,7	-0,1
November	6,0	6,5	7,3	6,1	6,8	3,5	7,4	5,8	6,6	-0,8	-0,2
Desember	5,8	6,3	7,0	5,8	6,4	3,1	7,1	5,8	6,3	-0,6	-0,1
1994											
Januar	5,7	6,1	6,4	5,7	6,3	3,2	6,7	5,8	6,1	-0,6	-0,2
Februar	6,0	6,4	6,4	6,0	6,6	3,5	6,8	6,0	6,5	-0,9	-0,4
Mars	6,4	6,8	7,3	6,4	7,4	4,0	7,5	6,6	7,0	-0,8	-0,3
April	6,5	7,2	8,4	6,7	7,8	4,0	8,3	7,1	7,4	-0,5	0,1

<sup>1)</sup> Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

<sup>2)</sup> Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år og teoretisk ECU rente på 10 år.

<sup>3)</sup> Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år.

Kilde: Norges Bank

*Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssetter på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)*

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån <sup>1)</sup>			
	Kortsiktige utlån			Utlån i alt	Kortsiktige utlån			Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån		I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån	
<b>1. kvartal 1993</b>								
Forretningsbanker	12,5	13,2	12,8	12,7	14,1	14,6	12,9	13,2
Sparebanker	13,4	14,8	12,5	12,6	15,1	16,1	12,8	13,1
Sum banker	12,8	13,7	12,6	12,7	14,4	15,0	12,8	13,1
<b>2. kvartal 1993</b>								
Forretningsbanker	11,2	12,1	11,2	11,2	12,8	13,5	11,4	11,7
Sparebanker	12,3	13,4	10,9	11,1	13,7	14,5	11,1	11,4
Sum banker	11,6	12,6	11,0	11,1	13,1	13,9	11,2	11,5
<b>3. kvartal 1993</b>								
Forretningsbanker	10,3	10,9	9,8	9,9	11,3	11,8	10,0	10,2
Sparebanker	11,0	12,0	9,4	9,6	12,1	12,8	9,6	9,9
Sum banker	10,5	11,3	9,6	9,8	11,6	12,1	9,8	10,1
<b>4. kvartal 1993</b>								
Forretningsbanker	9,1	9,6	8,9	8,9	10,1	10,4	9,2	9,3
Sparebanker	10,3	11,1	8,7	8,8	11,1	11,8	8,8	9,0
Sum banker	9,6	10,1	8,8	8,9	10,5	10,9	9,0	9,2
<b>1. kvartal 1994</b>								
Forretningsbanker	8,7	9,3	8,4	8,5	9,6	9,9	8,7	8,8
Sparebanker	8,8	10,5	8,3	8,5	10,5	11,1	8,5	8,7
Sum banker	9,1	9,7	8,4	8,5	9,9	10,3	8,6	8,8

<sup>1)</sup> Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssettsats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

*Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)*

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
<b>1. kvartal 1993</b>				
Forretningsbanker	6,7	9,1	9,1	7,7
Sparebanker	7,2	9,1	9,3	8,0
Sum banker	7,0	9,1	9,2	7,9
<b>2. kvartal 1993</b>				
Forretningsbanker	5,2	7,5	7,4	6,0
Sparebanker	5,5	7,4	7,4	6,2
Sum banker	5,4	7,4	7,4	6,1
<b>3. kvartal 1993</b>				
Forretningsbanker	4,3	6,3	6,2	5,1
Sparebanker	4,4	5,9	5,9	4,9
Sum banker	4,4	6,1	6,0	5,0
<b>4. kvartal 1993</b>				
Forretningsbanker	3,8	5,7	5,6	4,5
Sparebanker	3,9	5,3	5,3	4,4
Sum banker	3,8	5,5	5,4	4,4
<b>1. kvartal 1994</b>				
Forretningsbanker	3,6	4,8	4,8	4,0
Sparebanker	3,6	4,8	4,9	4,0
Sum banker	3,6	4,8	4,8	4,0

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
1. kvartal 1993	11,5	11,3	11,4
2. " "	9,9	9,5	9,7
3. " "	8,4	8,4	8,4
4. " "	7,8	7,6	7,7
1. kvartal 1994	7,0	7,0	7,0

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Kredittforetak. Gjennomsnittlige rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
1. kvartal 1993	12,4	12,4	12,4
2. " "	12,1	11,7	11,9
3. " "	11,2	11,0	11,1
4. " "	10,2	10,0	10,0
1. kvartal 1994	9,3	9,2	9,2

Kilde: Norges Bank

## Resultat- og kapitaldekningsdata

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker. Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. kvartal	
			1993	1994
Rente- og provisjonsinntekter	10,4	8,9	9,8	7,4
Rentekostnader	7,7	5,8	7,0	4,4
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,8	3,1	2,9	2,9
Sum andre driftsinntekter	1,1	1,5	1,6	1,2
Andre driftskostnader	2,3	2,3	2,3	2,4
Driftsresultat før tap	1,0	2,0	2,0	1,8
Bokførte tap på utlån og garantier	2,3	1,4	2,0	0,5
Resultat av ordinær drift	-1,3	0,6	0,0	1,3
Kapitaldekning i prosent	8,6	12,0	9,0	11,3
Herav:				
Kjernekapital	4,3	6,0	4,4	6,1

Merk: Bolig- og Næringskreditt ble omdannet til bank i 1992.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker <sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. kvartal	
			1993	1994
Rente og provisjonsinntekter	12,2	10,5	12,2	8,4
Rentekostnader	7,8	5,8	7,6	4,0
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	4,3	4,7	4,5	4,4
Sum andre driftsinntekter	0,8	1,5	1,7	0,6
Andre driftskostnader	3,2	3,0	3,0	3,0
Driftsresultat før tap	1,9	3,2	3,3	1,9
Bokførte tap på utlån og garantier	1,8	1,2	1,4	0,6
Resultat av ordinær drift	0,0	2,0	1,9	1,4
Kapitaldekning <sup>2)</sup>	10,5	14,1	10,9	14,8
Herav:				
Kjemekapital <sup>2)</sup>	9,5	11,9	9,6	11,9

<sup>1)</sup> Et utvalg på 24 sparebanker, 30 sparebanker f.o.m. 1. kvartal 1994.

<sup>2)</sup> Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og kapitaldekning for private finansieringsselskaper <sup>1)</sup>. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. kvartal	
			1993	1994
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	6,0	7,2	7,2	6,3
Sum andre driftsinntekter	1,3	1,2	2,2	1,9
Andre driftskostnader	5,0	5,2	5,9	4,4
Driftsresultat før tap	2,3	3,3	3,6	3,7
Bokførte tap på utlån og garantier	2,0	1,3	1,4	1,0
Resultat av ordinær drift	0,3	2,0	2,2	2,7
Kapitaldekning	16,2	16,1	17,1	15,1
Herav:				
Kjemekapital	11,9	13,3	–	12,8

<sup>1)</sup> Basert på et utvalg av finansieringsselskaper med ca. 87% av den samlede forvaltningskapitalen.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat og kapitaldekning for private kredittforetak. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1992	1993	1. kvartal	
			1993	1994
Rente og kredittprovisjonsinntekter	9,9	8,8	9,5	7,9
Rentekostnader	8,8	7,3	8,2	6,5
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,1	1,5	1,4	1,4
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,3	0,7	0,1
Andre driftskostnader	0,5	0,4	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,6	1,4	1,6	1,1
Bokført tap på utlån og garantier	1,0	0,3	0,5	0,1
Resultat av ordinær drift	-0,3	1,1	1,1	1,1
Kapitaldekning	13,2	19,1	16,1	18,6
Herav:				
Kjemekapital	9,4	13,7	12,4	14,9

Kilde: Norges Bank

## Valutakurser

Tabell 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	Industriens effektive kronekurs <sup>1)</sup>	1 ECU <sup>2)</sup>	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1993										
Mai	103,48	8,2717	423,06	110,12	123,93	125,50	10,530	6,1566	92,71	6,7940
Juni	104,71	8,2710	422,84	110,43	125,65	125,61	10,549	6,5058	93,99	6,9812
Juli	106,06	8,3123	426,04	110,01	126,46	125,14	10,930	6,7860	91,83	7,3077
August	106,77	8,3397	437,07	106,47	126,33	124,04	10,991	7,0971	91,42	7,3648
September	104,94	8,3430	436,37	106,59	122,48	124,73	10,789	6,7164	88,41	7,0818
Oktober	105,27	8,3396	437,54	108,10	124,54	124,68	10,771	6,7003	89,30	7,1642
November	106,17	8,3426	434,66	109,18	127,25	125,07	10,945	6,8529	89,42	7,3901
Desember	106,34	8,3780	433,92	110,70	129,01	126,90	11,065	6,7524	88,87	7,4197
1994										
Januar	107,15	8,3654	430,91	110,93	131,90	126,82	11,206	6,7407	92,37	7,5109
Februar	107,86	8,3743	431,48	110,66	134,26	126,99	11,084	7,0468	93,87	7,4949
Mars	107,23	8,3833	434,08	110,81	132,83	127,38	10,961	6,9823	92,85	7,3491
April	107,65	8,3894	433,71	110,61	134,13	126,59	10,916	7,1215	93,44	7,3651
Mai	106,70	8,3685	433,44	110,72	132,88	126,59	10,805	6,9343	93,10	7,1833

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørvaluta.

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Internasjonale kursforhold. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser

	DEM/USD	DEM/GBP	FRF/DEM	JPY/DEM	JPY/USD
1993					
April	1,5948	2,467	3,382	70,379	112,24
Mai	1,6059	2,489	3,371	68,738	110,37
Juni	1,6511	2,495	3,366	65,023	107,31
Juli	1,7152	2,565	3,405	62,798	107,71
August	1,6967	2,532	3,499	61,175	103,79
September	1,6229	2,472	3,499	64,979	105,44
Oktober	1,6374	2,461	3,510	65,307	106,92
November	1,7002	2,518	3,475	63,430	107,84
Desember	1,7099	2,550	3,420	64,272	109,90
1994					
Januar	1,7431	2,601	3,398	63,933	111,44
Februar	1,7368	2,569	3,398	61,248	106,38
Mars	1,6930	2,525	3,408	62,177	105,26
April	1,6982	2,517	3,426	60,903	103,42

Kilde: Norges Bank

# Utenriksøkonomi

Tabell 41. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1992	1993	1/1-31/3	
			1993	1994
Varebalansen	53 308	51 094	13 428	12 198
Tjenestebalansen	-2 180	-1 280	894	1 626
Rente- og stonadsbalansen	-33 174	-32 714	-9 057	-4 232
<b>A. Driftsbalansen</b>	<b>17 953</b>	<b>17 099</b>	<b>5 265</b>	<b>9 592</b>
Herav:				
Skipsfart <sup>1)</sup>	15 305	15 194	3 499	2 870
Oljevirkosomhet <sup>1)</sup>	71 844	79 989	19 756	22 491
Andre sektorer	-69 196	-78 084	-17 990	-15 769
<b>B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto</b>	<b>17 583</b>	<b>7 995</b>	<b>-888</b>	<b>-7 845</b>
Herav:				
Statsforvaltningen	23 742	11 413	952	-4 539
Kommuneforvaltningen	-1 174	-1 561	-838	-574
Statsbanker	-1 429	-2 744	-75	-513
Forretnings- og sparebanker	-2 939	-6 899	-4 667	532
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	-6 293	-551	1 351	779
Skipsfart	-122	-1 346	233	-129
Oljevirkosomhet	1 836	3 102	-41	-2 087
Andre private og statlige foretak	3 962	6 579	2 197	-1 315
<b>C. Grunnbalansen (A+B)</b>	<b>35 536</b>	<b>25 094</b>	<b>4 377</b>	<b>1 747</b>
<b>D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank</b>	<b>-44 479</b>	<b>31 610</b>	<b>24 756</b>	<b>1 593</b>
Herav:				
Statsforvaltningen	-1 013	-918	-409	-383
Kommuneforvaltningen		1		
Statsbanker	1 067	290	-278	24
Forretnings- og sparebanker	-41 378	32 134	26 691	4 217
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-2 069	-2 674	3 122	-1 440
Skipsfart	177	428	448	-502
Oljevirkosomhet	14 869	7 942	2 405	2 369
Andre private og statlige foretak	4 825	6 102	2 100	-3 097
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-20 957	-11 695	-9 325	405
<b>E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)</b>	<b>-8 943</b>	<b>56 704</b>	<b>29 132</b>	<b>3 341</b>
<b>F. Tildelt SDR</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.</b>	<b>8 297</b>	<b>11 056</b>	<b>799</b>	<b>-3 230</b>
<b>Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)</b>	<b>-646</b>	<b>67 760</b>	<b>29 931</b>	<b>111</b>
Herav internasjonale reserver	3 815	69 080	36 052	193

<sup>1)</sup> Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



Tabell 42. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1992			31/12 1993			31/3 1994		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	5,5	55,8	-50,3	6,3	72,9	-66,6	6,9	68,5	-61,6
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	88,6	10,9	77,7	157,7	12,3	145,4	157,7	12,2	145,5
Postgiro og Norges Postbank	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1
Statsbanker	1,4	5,1	-3,7	1,1	2,9	-1,8	1,1	2,5	-1,4
Forretnings- og sparebanker	78,7	74,7	4,0	49,5	70,7	-21,2	49,1	75,5	-26,4
Kredittforetak	23,6	35,6	-12,0	24,9	37,6	-12,7	25,6	38,0	-12,4
Finansieringsselskaper	0,2	3,0	-2,8	0,2	2,3	-2,1	0,2	2,4	-2,2
Forsikringselskaper	31,5	1,4	30,1	31,9	0,9	31,0	32,5	0,9	31,6
Kommuneforvaltning	0,0	5,6	-5,6	0,0	4,6	-4,6	0,0	4,1	-4,1
Kommuneforetak	0,0	2,4	-2,4	0,0	2,0	-2,0	0,0	1,8	-1,8
Statsforetak	36,2	51,7	-15,5	28,5	51,7	-23,2	28,7	49,5	-20,8
Andre norske sektorer	65,5	150,2	-84,7	66,7	178,4	-111,7	72,1	180,4	-108,3
Uforklart differanse <sup>1)</sup>	0,0	0,0	0,0	11,7	0,0	11,7	11,3	0,0	11,3
Alle sektorer	331,5	396,6	-65,1	378,8	436,5	-57,7	385,5	436,0	-50,5

<sup>1)</sup> Omfatter nettobeløp som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finansstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutastatistikken. Byråets «finansstilling» pr. 31. desember 1992 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

## Valutahandel

Tabell 43. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner<sup>1)</sup> (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndighetene <sup>2)</sup>	Andre finansinst. <sup>3)</sup>	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1993 Mars	0,0	6,6	1,2	-23,1	-15,3	37,3	76,1	36,1	99,2
April	0,0	9,3	4,4	-23,5	-9,7	34,5	69,2	30,1	92,7
Mai	0,0	12,2	5,6	-24,2	-6,4	35,5	67,6	29,9	91,8
Juni	0,0	11,5	7,1	-20,7	-2,1	36,4	66,5	29,3	87,2
Juli	0,1	12,6	6,4	-23,8	-4,7	37,7	70,0	31,3	93,8
August	0,1	11,2	10,2	-25,2	-3,7	39,1	68,4	28,9	93,6
September	0,0	14,2	3,7	-26,1	-8,2	33,9	71,7	30,2	97,8
Oktober	0,0	16,8	3,4	-28,8	-8,6	32,4	70,9	29,0	99,7
November	0,1	16,4	2,2	-23,0	-4,3	33,3	82,1	31,1	105,1
Desember	0,1	15,4	6,7	-27,6	-5,4	34,5	76,5	27,8	104,1
1994 Januar	0,1	17,6	7,9	-23,0	2,6	38,0	70,8	30,1	93,8
Februar	0,0	16,8	8,9	-19,2	6,5	40,6	70,5	31,7	89,7
Mars	0,0	14,1	8,0	-19,6	2,5	40,3	68,7	32,3	88,4

<sup>1)</sup> Ekskl. kurskorreksjoner

<sup>3)</sup> Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

<sup>2)</sup> Statsforvaltning, trykdeforvaltning, og Norges Bank.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 44. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993	31/12 1993	31/3 1994
Valutaaktiva, spot	118 203	109 128	109 602	103 718	96 233
Valutapassiva, spot	105 689	109 835	105 776	93 949	102 782
1. Spotbalanse, netto	12 514	-707	3 826	9 769	-6 549
2. Terminbalanse, netto	-15 271	-2 049	-8 202	-5 407	2 519
3. Opsjonsposisjon mot NOK	-3	31	-27	-28	2
4. Totalposisjon (1+2+3)	-2 760	-2 723	-4 403	4 334	-4 028

Kilde: Norges Bank

Tabell 45. Motpostene til Norges Banks valutatransaksjoner med bankene. (Milliarder kroner)

	Uke i 1994												1-20			
	1-52	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		18	19	20
1993																
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene	-50,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-4,30
1. Spot	-47,57	0,00	0,00	1,85	0,00	-1,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-4,30
2. Termin	-2,73	0,00	0,00	-1,85	0,00	1,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																
B. Utlendet	-28,78	0,55	-4,06	-1,25	3,15	0,13	-0,55	0,48	1,23	-3,33	1,97	0,38	-0,01	-0,09	0,64	-7,53
1. Spot <sup>1)</sup>	-10,01	-1,68	-1,53	2,25	1,54	-1,20	-0,29	1,84	-0,46	-0,51	1,59	1,13	-0,95	1,51	-2,76	0,56
2. Termin <sup>1)</sup>	-18,77	2,23	-2,53	-3,50	1,61	1,33	-0,26	-1,36	1,69	-2,82	0,38	-0,75	0,94	-1,60	3,40	-8,09
C. Norske sektorer, utenom bankene	-25,00	-6,46	8,51	-3,66	-0,43	3,14	-1,03	-2,10	-2,00	4,12	0,57	-3,96	0,64	4,22	-0,28	11,62
1. Spot <sup>1)</sup>	-16,79	-1,05	6,41	-3,24	-4,15	-2,88	2,05	-3,06	-4,59	5,45	-1,37	-1,58	1,85	-1,97	1,63	1,35
2. Termin <sup>1)</sup>	-8,87	-4,89	0,49	-2,05	0,75	2,74	2,26	0,99	-0,81	-0,73	-0,35	-0,09	-1,23	1,67	2,16	4,67
3. Økning i kunders netto valutafordringer overfor bankene	0,66	-0,52	1,61	1,63	2,97	3,28	-5,34	-0,03	3,40	-0,60	2,29	-2,29	0,02	4,52	-4,07	5,60
D. Annet	3,49	5,91	-4,45	4,91	2,74	-3,27	1,58	1,63	0,77	-0,79	-2,54	3,58	-0,64	-4,13	-0,36	-8,39
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet	0,88	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,40
2. Kurstap spot, utlandet	2,46	0,19	0,01	-0,12	-0,30	-0,07	0,01	0,36	-0,03	0,15	-0,17	0,05	-0,10	-0,29	-0,12	0,25
3. Kurstap ellers, samt korreksjoner	-0,10	0,83	-0,58	1,05	-0,08	-1,13	0,98	-1,18	0,69	-1,55	1,52	1,11	-1,29	-0,17	0,22	-4,48
4. Økning i bankenes totalposisjon	0,25	4,87	-3,90	3,96	-2,38	-2,09	0,57	2,43	0,09	0,59	-3,91	2,40	0,73	-3,69	-0,48	-4,56
Spesifikasjon:																
Utlandets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																
Netto NOK-fordringer på bankene	-2,77	-1,82	-1,76	2,44	1,63	-1,38	-0,38	1,83	-0,55	-1,39	1,04	0,95	-1,08	1,89	-2,31	0,39
VPS-registrerte aksjer	-11,24	-0,02	-0,02	-0,28	-0,10	-0,22	-0,14	-0,48	0,13	0,22	0,25	0,01	-0,07	-0,36	-0,06	-2,38
VPS-registrerte obligasjoner	3,93	-0,20	-0,13	0,19	0,02	-0,04	0,18	0,44	-0,03	0,71	0,35	-0,06	0,13	-0,02	-0,14	2,45
VPS-registrerte sertifikater	0,08	-0,04	0,38	-0,10	0,00	0,00	0,06	0,05	0,00	-0,05	-0,05	0,22	0,07	0,00	-0,25	0,10
Sum (Lik NOK-motstykket til B1 ovenfor)	-10,01	-1,68	-1,53	2,25	1,54	-1,20	-0,29	1,84	-0,46	-0,51	1,59	1,13	-0,95	1,51	-2,76	0,56
Memo:																
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet (Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)	-24,11	-2,52	-4,91	2,94	2,89	2,28	-1,79	0,84	5,06	-5,11	-0,07	-2,13	1,69	0,73	1,23	-6,86

<sup>1)</sup> Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank

## Norges Banks adresser m.v.

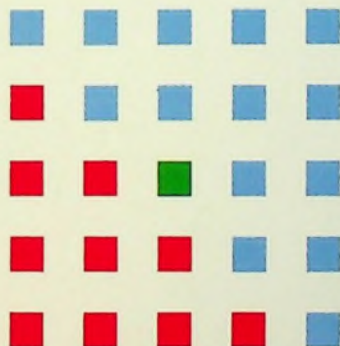
<i>Reg. nr.</i>		<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n	22 41 31 05 71 58 35 02

## Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	55 21 03 00	42 155 nbber n	55 31 13 12
0663	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, 7001 Trondheim	73 89 22 00	55 056 nbtrh n	73 89 22 01
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	78 98 76 21	64 355 nbvar n	78 98 83 98
0614	Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	70 12 17 10	42 894 nbaal n	70 12 98 86

## Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo	22 31 60 00	19 888 nbs n	22 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	32 73 53 00	77 211 mynt n	32 73 62 58



*Returadresse:*  
Norges Bank, Informasjonskontoret  
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway)