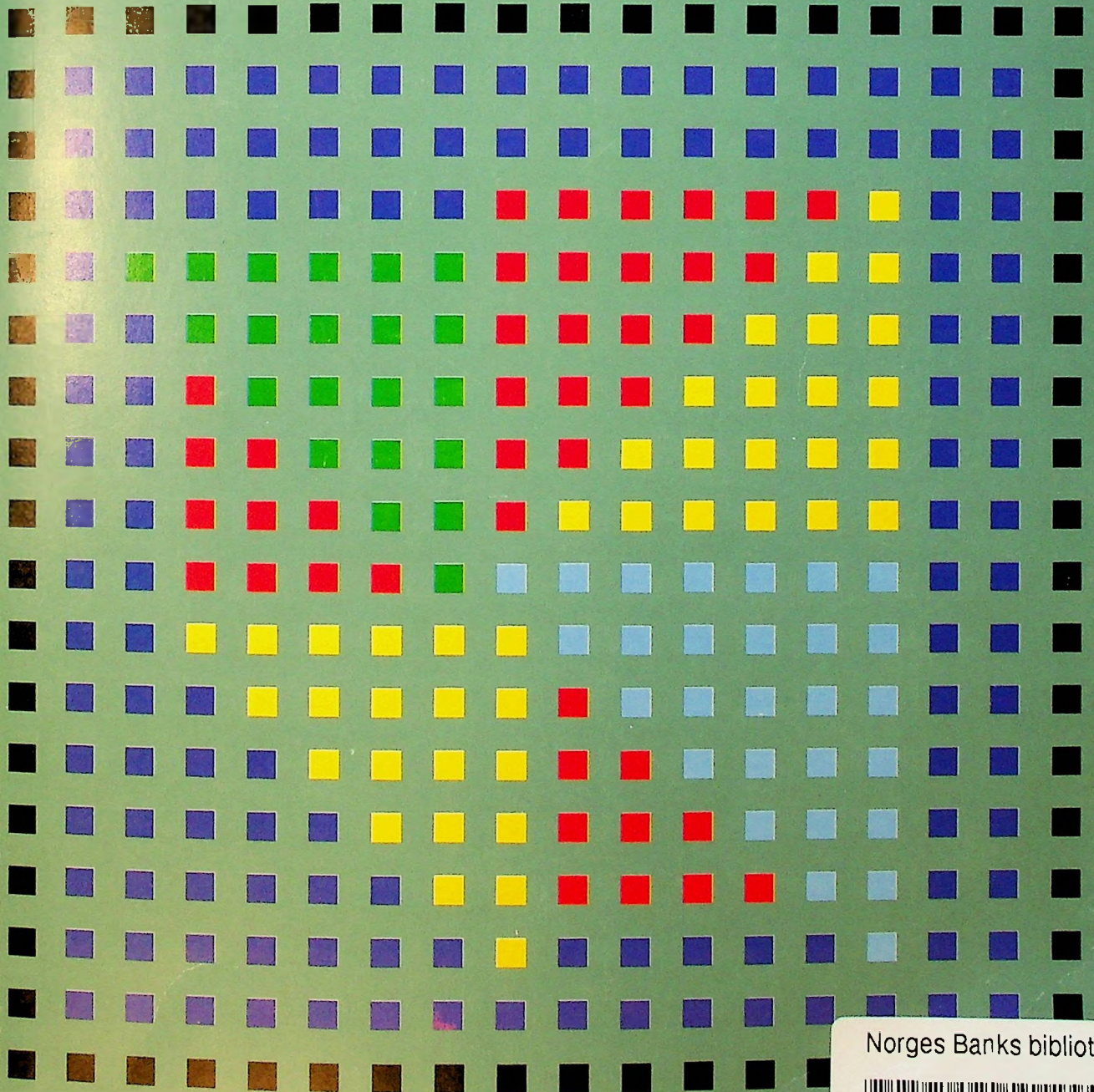


Penger og Kreditt 1993/4

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

⌘NB⌘ NORGES BANK



Norges Banks bibliotek



013254VPA



INNHold

I-IV Innhold årgang 21

- Del A:
- 125* Mens inflasjonen hviler. *Leder*
- 127* Økonomisk oversikt
- 127* Kap. 1. Den økonomiske situasjonen
- 148* Vedlegg til kap. 1. *Teknisk dokumentasjon*: En illustrasjon av et mulig forløp for norsk økonomi i perioden 1995 til 1997
- 154* Kap. 2. *Tema-artikkel*: Lønnsomhetsutvikling i foretakssektoren
- 163* Kap. 3. *Nytt sidan sist*: Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene
- 173 Del B:
- 253 Hvor annerledes blir fremtiden?
Foredrag av sentralbanksjef Hermod Skånland
- 262 Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?
Arent Skjæveland og Nina Langbraaten
- 279 Om endring i kravene til kapitaldekning – nye forslag fra Baselkomitéen
Per Atle Aronsen og Randi Næs
- 288 En dynamisk modell for boligprisen i RIMINI
Øyvind Eitrheim
- 298 Ny norsk myntrekke er vedtatt etter kunstnerkonkurranse
Ole Robert Kolberg
- 301 OL-myntserien er komplett
- 303 Brev og uttalelser fra Norges Bank
- 303 Høringsuttalelse – tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikringsselskapene
Brev av 27. oktober 1993 til Finansdepartementet
- 310 Det økonomiske opplegget for 1994
Brev av 28. oktober 1993 til Finansdepartementet
- 314 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 315 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 317 Tabeller

Redaksjonen avsluttet:

Del A: 29. november 1993

Del B: 26. november 1993

Tabellvedlegget: 10. november 1993

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Hermod Skanland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastoyl
Redaksjonsutvalg: Harald Bohn, Markedsoperasjonsavdelingen (leder)
Gunnvald Grønvik, Finansmarkedsavdelingen
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Liv Kielland, Informasjonskontoret
Arild J. Lund, Økonomisk avdeling
Bernt Nyhagen, Sekretariatsavdelingen
Else Marie Stuenæs, Personalavdelingen

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonskontoret
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 I Lund
Sats og trykk: Norges Banks Seddeltrykkeri, Oslo
Teksten er satt med 11 pkt. Times

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

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

Penger og Kreditt 1993
Årgang 21

INNHOLD

(Tall i parentes angir nummer innenfor årgangen)

DEL A:

Ledere/årstale

- Økonomiske perspektiver. (*Sentralbanksjefens årstale*) s. 3* (1)
Jobb nummer en. (*Leder*) s. 15* (1)
Mens inflasjonen hviler. (*Leder*) s. 125* (4)

Økonomisk oversikt

Den økonomiske situasjonen s. 17* (1), 53* (2), 93* (3), 127* (4)

Aktuell utdyping:

- Nye tall for private og kommuners finansielle fordringer og gjeld s. 37* (1)
Lånekostnader i Norge og andre land s. 76* (2)

Teknisk dokumentasjon:

En illustrasjon av et mulig forløp for norsk økonomi i perioden 1995 til 1997 s. 148* (4)

Temaartikkel:

Lønnsomhetsutvikling i foretakssektoren s. 154* (4)

Nytt sidan sist:

Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarkedene s. 41* (1), 80* (2), 112* (3), 163* (4)

DEL B:

Signerte artikler: (Alfabetisk etter forfatternavn)

- Alstadheim, Ragna og Yngvar Holm*: Dereguleringen av valutamarkedet:
Virkninger på kapitalbevegelsene og betydning for valutastatistikk og -kontroll s. 146 (2)
- Aronsen, Per Atle og Randi Næs*: Om endringer i kravene til kapitaldekning – nye forslag fra Baselkomiteen s. 279 (4)
- Berg, Sigbjørn Atle*: Effektiviteten i norske banker. Bedre eller dårligere enn banker i andre land? 211 (3)
- Eitrheim, Øyvind*: En dynamisk modell for boligprisen i RIMINI s. 288 (4)
- Frøseth, Ole Chr.*: Forvaltningen av Norges Banks valutareserver s. 217 (3)
- Gulbrandsen, Bjarne og Harald Johansen*: Virkninger av rentenedgangen på bankenes inntjening s. 191 (3)
- Gulbrandsen, Bjarne og Ole Bjørn Røste*: Tap og gevinster på valutauroen i november og desember 1992 s. 9 (1)
- Holm, Yngvar og Ragna Alstadheim*: Dereguleringen av valutamarkedet:
Virkninger på kapitalbevegelsene og betydning for valutastatistikk og -kontroll s. 146 (2)
- Holmsen, Amund og Arent Skjæveland*: Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet s. 1 (1)
- Hansen, Svein Olav og Bjørn Wamli*: Utenlandske direkte investeringer i Norge s. 18 (1)
- Hoel, Marit og Jon Petter Holter*: Ny statistikk fra Norges Bank viser valutastrømmene i bankene s. 25 (1)
- Holter, Jon Petter og Marit Hoel*: Ny statistikk fra Norges Bank viser valutastrømmene i bankene s. 25 (1)
- Hvidsten, Vette og Jan Tore Larsen*: Husholdningenes finansregnskap beskrevet med FINDATR s. 129 (2)

<i>Johansen, Harald:</i> Finansinstitusjonenes drift i 1992	s. 28 (1)
<i>Johansen, Harald og Bjarne Gulbrandsen:</i> Virkninger av rentenedgang på bankenes inntjening	s. 191 (3)
<i>Kolberg, Ole-Robert:</i> Ny norsk mynttrekke er vedtatt etter kunstnerkonkurranse	s. 298 (4)
<i>Langbraaten, Nina og Arent Skjæveland:</i> Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?	s. 262 (4)
<i>Larsen, Jan Tore og Vette Hvidsten:</i> Husholdningenes finansregnskap beskrevet med FINDATR	s. 129 (2)
<i>Lund, Arild J.:</i> Konsekvenser for Norges Bank av en eventuell norsk deltakelse i en monetær union i EF	s. 202 (3)
<i>Næs, Randi og Per Atle Aronsen:</i> Om endringer i kravene til kapitaldekning – nye forslag fra Baselkomiteen	s. 279 (4)
<i>Næs, Randi og Pål Winje:</i> Utviklingstrekk i obligasjonsmarkedet	s. 139 (2)
<i>Røste, Ole Bjørn og Bjarne Gulbrandsen:</i> Tap og gevinster på valutauroen i november og desember 1992	s. 9 (1)
<i>Skjæveland, Arent og Nina Langbraaten:</i> Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?	s. 262 (4)
<i>Skjæveland, Arent og Amund Holmsen:</i> Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet	s. 1 (1)
<i>Skånland, Hermod:</i> Hvor annerledes blir fremtiden?	s. 253 (4)
<i>Skånland, Hermod:</i> Om grensesetting i økonomisk politikk	s. 118 (2)
<i>Wamli, Bjørn og Svein Olav Hansen:</i> Utenlandske direkte investeringer i Norge	s. 18 (1)
<i>Winje, Pål og Randi Næs:</i> Utviklingstrekk i obligasjonsmarkedet	s. 139 (2)

Brev og uttalelser fra Norges Bank

Uttalelse om NOU 1992:20 Arbeidsmiljølovutvalget. <i>Brev til Kommunaldepartementet</i>	s. 51 (1)
Uttalelse om Sysselsettingsutvalgets innstilling (NOU 1992:26). <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 54 (1)
Høringsuttalelse om bankkriseutvalgets utredning. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 61 (1)
Høringsuttalelse – tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikringsselskapene <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 303 (4)
Utvidet samarbeid mellom Norges Bank og Kredittilsynet. <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 158 (2)
Retningslinjer for utforming av pengepolitikken. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 159 (2)
Utredning om kapasiteten i banknæringen – høringsuttalelse. <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 221 (3)
Det økonomiske opplegget for 1994. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 310 (4)

Oversikter, kunngjøringer, tabeller mv.

Kredittoversikt for året 1992	s. 95 (2)
Minnemynter til sykkel-VM og Grieg-jubileum	s. 155 (2)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 66 (1), 162 (2), 225 (3) 314 (4)
OL-myntane – utgåve tre i sal	s. 49 (1)
OL-myntserien er komplett	s. 301 (4)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 68 (1), 164 (2), 226 (3), 315 (4)
Rapport om betalingsformidling	s. 163 (2)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1992	s. 111 (2)
Tabeller	s. 71 (1), 167 (2), 229 (3), 317 (4)

TITTELREGISTER

Dereguleringen av valutamarkedet: Virkninger på kapitalbevegelsene og betydning for valutastatistikk og -kontroll. <i>Ragna Alstadheim og Yngvar Holm</i>	s. 146 (2)
Effektiviteten i norske banker. Bedre eller dårligere enn banker i andre land? <i>Sighjorn Atle Berg</i>	s. 211 (3)
En dynamisk modell for boligprisen i RIMINI. <i>Øyvind Eitrheim</i>	s. 288 (4)

En illustrasjon av et mulig forløp for norsk økonomi i perioden 1995 til 1997 (Økonomisk oversikt – vedlegg til kap. 1)	s. 148* (4)
Finansinstitusjonenes drift i 1992. <i>Harald Johansen</i>	s. 28 (1)
Forvaltningen av Norges Banks valutareserver. <i>Ole Chr. Frøseth</i>	s. 217 (3)
Husholdningenes finansregnskap beskrevet med FINDATR. <i>Vetle Hvidsten og Jan Tore Larsen</i>	s. 129 (2)
Hvor annerledes blir fremtiden? <i>Hermod Skånland</i>	s. 253 (4)
Høringsuttalelse om bankkriseutvalgets utredning. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 61 (1)
Høringsuttalelse – tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikringsselskapene. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 303 (4)
Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land? <i>Arent Skjæveland og Nina Langbraaten</i>	s. 262 (4)
Jobb nummer en (<i>Leder</i>)	s. 15* (1)
Konsekvenser for Norges Bank av en eventuell norsk deltakelse i en monetær union i EF. <i>Arild J. Lund</i>	s. 202 (3)
Kredittoversikt for året 1992	s. 95 (2)
Lønnsomhetsutvikling i foretakssektoren. (<i>Økonomisk oversikt – kap 2</i>)	s. 154 (4)
Lånekostnader i Norge og andre land. (<i>Økonomisk oversikt – vedlegg til kap 1</i>)	s. 76* (2)
Mens inflasjonen hviler. (<i>Leder</i>)	s. 125* (4)
Minnemynter til sykkel-VM og Grieg-jubileum	s. 155 (2)
Ny norsk myntrekke er vedtatt etter kunstnerkonkurranse. <i>Ole-Robert Kolberg</i>	s. 298 (4)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 66 (1), 162 (2), 225 (3), 314 (4)
Nye tall for private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. (<i>Økonomisk oversikt – vedlegg til kap 1</i>)	s. 37* (1)
Ny statistikk fra Norges Bank viser valutastrømmene i bankene. <i>Jon Petter Holter og Marit Hoel</i>	s. 25 (1)
OL-myntane – utgåve tre i sal	s. 49 (1)
OL-myntserien er komplett	s. 301 (4)
Om endringer i kravene til kapitaldekning – nye forslag fra Baselkomiteen. <i>Per Atle Aronsen og Randi Næs</i>	s. 279 (4)
Om grensesetting i økonomisk politikk. <i>Hermod Skånland</i>	s. 118 (2)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 68 (1), 164 (2), 226 (3), 315 (4)
Rapport om betalingsformidling	s. 163 (2)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1992	s. 111 (2)
Retningslinjer for utforming av pengepolitikken. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 159 (2)
Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet. <i>Arent Skjæveland og Amund Holmsen</i>	s. 1 (1)
Tabeller	s. 71 (1), 167 (2), 229 (3), 317 (4)
Tap og gevinster på valutauroen i november og desember 1992. <i>Ole Bjørn Røste og Bjarne Gulbrandsen</i>	s. 9 (1)
Utenlandske direkte investeringer i Norge. <i>Bjørn Wamli og Svein Olav Hansen</i>	s. 18 (1)
Utredning om kapasiteten i banknæringen – høringsuttalelse. <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 221 (3)
Uttalelse om NOU 1992:20 Arbeidsmiljølovutvalget. <i>Brev til Kommunaldepartementet</i>	s. 51 (1)
Uttalelse om Sysselsettingsutvalgets innstilling (NOU 1992:26). <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 54 (1)
Utvidet samarbeid mellom Norges Bank og Kredittilsynet. <i>Brev til Finansdept.</i>	s. 158 (2)
Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene. (<i>Økonomisk oversikt – kap 2 (kap. 3 i nr. 4)</i>)	s. 41* (1), 80* (2), 112* (3), 163* (4)
Utviklingstrekk i obligasjonsmarkedet. <i>Pål Winje og Randi Næs</i>	139 (2)
Virkninger av rentenedgang på bankenes inntjening. <i>Bjarne Gulbrandsen og Harald Johansen</i>	s. 191 (3)
Det økonomiske opplegget for 1994. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 310 (4)
Økonomiske perspektiver. (<i>Sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 3* (1)
Den økonomiske situasjonen. (<i>Økonomisk oversikt – kap 1</i>)	s. 17* (1), 53* (2), 93* (3), 127* (4)

Mens inflasjonen hviler

Den årlige prisstigning er nå nede i 2 prosent, og det meste av dette er importert. For innenlandske varer og tjenester er prisenivået praktisk talt stabilt.

Mange faktorer ligger bak dette, men det er ingen tvil om at lav lønnsøkning i 1992–93 har spilt en avgjørende rolle. Det er ingen ny oppdagelse at når ledigheten stiger og holder seg høy, vil presset på lønnsnivået avta.

For noen vil det være nærliggende å si at ledigheten har vært brukt som «virkemiddel» for å bringe inflasjonen ned. Men årsaksforholdet er heller det motsatte. Sterk ekspansjon og kostnadsøkning i tidligere år, og senest midt på 1980-tallet, undergrov konkurransevnen og arbeidsplassene og bygde opp en overkapasitet både av boliger og i næringslivet. Derfor steg ledigheten, og en ekspansiv finanspolitikk har ikke klart å bringe den ned. Under slike forhold vil partene i arbeidslivet være tilbakeholdne med krav og innrømmelser, så vel i sentrale som lokale forhandlinger. Samtidig har også visse tiltak fra myndighetenes side bidratt til at lønnstilleggene er blitt små, og prisstigningen har avtatt. Lønns-takernes realinntekt har likevel utviklet seg ganske tilfredsstillende for de som har hatt arbeid, og skattelettelser og overføringer har gitt enda sterkere stigning i disponibel realinntekt.

Vi fant ingen «tredje veg» der inflasjonsproblemet ble løst samtidig som sysselsettingen holdt seg oppe. Inflasjonen skapte ledighet som igjen brakte inflasjonen ned, hos oss som i andre land.

Men betyr det da at inflasjonen nå er knekt, eller hviler den bare til nye tider gir den nye muligheter?

I dette nummeret av «Penger og Kredit» legger vi fram en kvartalsrapport med visse fremskrivninger av den økonomiske utviklingen til og med 1997. Kanskje blir den oppfattet som optimistisk, men egentlig forteller den bare hvordan en noenlunde normal kon-

junkturoppgang kan ventes å utvikle seg, etter at den mest hårdnakkede lavkonjunktur vi har opplevd etter krigen nå synes å gå mot slutten.

Under en slik oppgang har vi erfaring for at lønns- og prispresset igjen vil tilta, og det må ventes å skje lenge før ledigheten er kommet ned på et nivå som vi finner akseptabelt. I mange land er der nå en sterk vilje til å forhindre at den prisstabilitet som er så hårdt vunnet, igjen skal gå tapt. Følger vi samme linje som vi tradisjonelt har valgt og lar sysselsettingen på kort sikt ha førsteprioritet, er det fare for at vi på nytt vil få en oppgang der vi taper konkurransevne og etter noen tid må foreta en smertefull tilstramming for å rette opp stillingen.

Valget vil derfor ikke stå mellom prisstabilitet og sysselsetting, men mellom hensynet til dagens og fremtidens arbeidsplasser. En stadig veksling mellom ekspansjon og tilstramming vil over tid gi det dårligste resultat for sysselsettingen.

Det er nå, mens inflasjonen hviler, at vi må legge grunnlaget for en politikk som hindrer den fra igjen å våkne til live.

Dette lar seg godt kombinere med en annen påtrengende oppgave, nemlig å rette opp statsfinansene. Selv om de er enda svakere i andre land enn hos oss, er de nåværende underskudd ikke til å leve med, verken for oss eller for andre. Vi må derfor vente – og håpe – at også andre land vil bruke en oppgang til å styrke sine offentlige finanser. Den bedring som automatisk følger av oppgangen, vil ikke i seg selv være tilstrekkelig.

Heldigvis behøver ikke dette dempe aktiviteten så mye som tradisjonell etterspørselsteori skulle tilsi. Mindre offentlig opplåning og større tillit til en balansert utvikling vil trekke renten ned og dermed stimulere aktiviteten. Men vi vet ikke hvor godt man vil lykkes i budsjettpolitikken, og heller ikke vet vi hvilke utslag dette vil gi for prisutviklingen. Det er derfor avgjørende at det blir tillagt pengepoli-

tikken som en selvstendig oppgave å ivareta hensynet til prisstabiliteten.

Dette problemet løste vi for inntil et år siden ved å knytte oss til valutaer som selv hadde prisstabilitet som målsetting for pengepolitikken. Med flytende kurser er ikke dette like enkelt. Men fortsatt gjelder det at penge- og valutapolitikken må ha basis i et nominelt anker. Dette spørsmålet har Norges Bank tatt opp i «budsjettbrevet» til Finansdepartementet som er gjengitt på side 310. Vi har der pekt på at flytingen kan vedvare på ubestemt tid, og det er da behov for å studere hvordan andre land har innrettet seg i en tilsvarende situasjon og hvilke lærdommer vi kan trekke.

Hvor krevende den oppgaven som hviler på pengepolitikken vil være, avhenger foruten av finanspolitikken også av hvordan inntektsdannelsen fungerer. Sysselsettingsutvalget la til grunn at vi over en femårsperiode skulle ha en kostnadsøkning som var 10 prosent lavere enn i konkurrerende land. Så langt som våre konkurrenter nå har brakt ned sin egen pris- og kostnadsøkning, er dette blitt et svært ambisiøst

mål. Utvalget begrenset seg også til å gi uttrykk for en intensjon uten å gå nærmere inn på hvordan den kunne realiseres. Det er likevel ingen grunn til å gi opp. Jo bedre inntektsdannelsen kan leve opp til sin intensjon og jo større fleksibiliteten i arbeidsmarkedet vil være, desto lavere rentenivå vil det kreve å forhindre at inflasjonen igjen skal true sysselsettingen.

Det siste året har det vært lett å være sentralbanksjef. Vi har kunnet sette ned renten i takt med et internasjonalt rentefall, og vi har dessuten kunnet gå litt lenger uten at valutakursen ble svekket på en måte som kunne utløse en sterkere prisstigning. Man kunne simpelthen stå i fare for å bli populær.

Dette er ingen naturlig tilstand for en sentralbanksjef, og det kommer nok til å rette seg. Det vil bli min etterfølgers oppgave å blinke med lysene og stanse serveringen mens gjestene enda venter på at festen skal nå sitt høydepunkt. For neste gang må vi ikke ha noen «dagen derpå».

H. Sk.

Den økonomiske situasjonen

Det er nå grunnlag for en forsiktig optimisme med hensyn til mulighetene for et omslag i den internasjonale økonomiske utviklingen. De faktorer som bidrog til å holde veksten nede er i ferd med å svekkes, samtidig som forhold som er nødvendige for at oppsvinget skal komme, i større grad er kommet på plass: Privat sektors finansielle konsolidering er i flere land kommet nokså langt, inflasjon og lønnspress er ytterligere redusert i et viktig land som Tyskland, og nedgangen i det kortsiktige rentenivået ventes dermed å fortsette i Europa. Etter utvidelsen av svingningsmarginene innenfor den europeiske valutakursmekanismen (ERM) i begynnelsen av august i år, har det vært relativt rolig i de internasjonale valutamarkedene.

I Norge har fallet i pengemarkedsrentene fortsatt de siste månedene, og siden januar har effektiv tremåneders eurokronerente falt fra 11¼ prosent til 5½ prosent. Rentefallet stoppet opp i slutten av august og i september, men fortsatte i oktober og november. Norske tremånedersrenter er nå 1 prosentpoeng lavere enn de tilsvarende tyske rentene, mens rentedifferansen mot tremåneders ECU-rente er 1½ prosentpoeng. Rentefallet har gått sammen med stabilitet i valutamarkedet.

Våre makroøkonomiske fremskrivninger viser at den moderate konjunkturoppgangen vi har sett tegn til det siste året, vil fortsette og forsterkes i 1994. Den svake konjunktursituasjonen internasjonalt vil bety at veksten i første omgang drives av innenlandsk etterspørsel. Den begynnende oppgangen vi har sett i boligmarkedet ventes å fortsette, og sammen med det sterke rentefallet vi har hatt vil dette stimulere til ytterligere vekst i privat konsum.

I tidligere rapporter fra Norges Bank er det understreket at en moderat pris- og kostnadsvekst og en fortsatt forbedring av konkurranseevnen er nødvendig for å få en balansert utvikling i norsk økonomi. Beregninger basert på hvordan pris- og lønnsdannelsen normalt har fungert i en periode preget av oppgang i etterspørselen og tilstrømming i arbeidsmarkedet, viser at allerede en vekst i størrelsesorden 2½–3 prosent og en moderat nedgang i ledigheten i løpet av noen år kan drive lønnsveksten opp i omkring 5–5½ prosent, med påfølgende prisstigning. Dette vil i så fall føre til at konkurranseevnen igjen reduseres, investeringene kan avta og vekstgrunnet i norsk økonomi blir svekket på ny. Samtidig vil ikke lønnstakerne oppnå en reallønnsvekst som er særlig mye høyere enn i perioder da pris- og kostnadsveksten lå på et mer forsvarlig nivå. Disse beregningene understreker betydningen av at Sysselsettingsutvalgets og Langtidsprogrammets målsettinger for pris- og lønnsveksten følges opp av partene i arbeidslivet. Dersom dette ikke skjer, tyder beregningene på at det blir nødvendig å møte en oppgangskonjunktur med sterkere innstramminger i finans- og pengepolitikken.

Internasjonal økonomi

Grunn til forsiktig optimisme

Industrilandene som gruppe har hatt tre år med svak økonomisk utvikling. Det har likevel vært betydelige forskjeller i konjunkturutviklingen mellom i første rekke Nord-Amerika og Storbritannia på den ene siden og kontinental-Europa og Japan på den andre.

Nord-Amerika og Storbritannia gikk på samme måte som Norge tidlig inn i en nedgangskonjunktur, men har siden 1992 hatt en moderat vekst. I kontinental-Europa og Japan holdt veksten seg oppe lenger, men i disse landene har ennå ikke noe nytt oppsving begynt.

Mot årsskiftet 1993/94 er det tegn som tyder på at den lange perioden med stadige nedjusteringer av vekstutsiktene internasjonalt er kommet til veis ende. Det er derfor

Tabell 1.1 Anslag for BNP-vekst og inflasjon i noen viktige land. Prosentvis vekst fra foregående år:

	BNP i faste priser			Konsumpriser		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994
USA	2,6	2%	3	3,3	2%	2%
Japan	1,3	0	1%	2,0	¼	¼
Tyskland	2,1	-2	¼	4,8	4%	3%
Storbritannia	-0,6	1%	3	5,0	3%	3%
Sverige	-1,7	-2½	½	2,5	5	3%
Finland	-3,6	-2%	-½	3,9	3	2
Danmark	1,0	¼	2%	1,9	1	2%
Memo:						
OECD totalt	1,5	1	2	4,4	3%	3%
Norges handelspartnere	0,6	-½	1%	3,5	3%	2%

Kilde: OECD, IMF og Norges Bank

grunn til å la pessimisme erstattes av en forsiktig optimisme. Oppgangen ventes å befeste seg i de engelsk-talende land: Nord-Amerika, Storbritannia, Australia og New Zealand. Her kan det endog være muligheter for sterkere vekst enn anslått. For kontinental-Europa er det indikasjoner på at området nå står nær vendepunktet, mens det for Japan fortsatt er usikkert om nedgangen har stoppet opp. For denne gruppen av land går usikkerheten fortsatt i retning av at utviklingen kan bli svakere enn anslått. For OECD-området under ett vurderes imidlertid anslagene som balanserte.

Hovedårsaken til den forsiktige optimismen er at de faktorer som førte til lav vekst, nå er i ferd med å svekkes. Samtidig er de forhold som er nødvendige for at oppsvinget skal komme, i større grad kommet på plass.

- Privat sektors finansielle konsolidering er nå kommet langt i flere land, selv om den ikke kan sies å være avsluttet. Videre har bankene bedret sin stilling.
- Inflasjonen er ytterligere redusert i de fleste land. Lønnspresset er redusert i et nøkkel-land som Tyskland.
- Rentenivået har fortsatt å synke, selv om uro i valutamarkedene i perioder har reversert utviklingen. I Europa kan nedgangen i det kortsiktige rentenivået ventes å fortsette.

- Flere viktige land har annonsert og vedtatt mellomlangsigte budsjettpakker med sikte på gradvis å redusere underskudd og komme ut av en uholdbar finanspolitisk situasjon. Det har allerede virket dempende på langsiktige renter.

Samtidig må man imidlertid fortsatt være oppmerksom på at det er usikkerhetsmomenter som kan føre til en mer negativ utvikling.

- Arbeidsledigheten er høy og økende i mange europeiske land. Det kan virke negativt på privat sektors tillit til den økonomiske utviklingen og føre til økt sparing, med svak aktivitetsvekst til følge.
- Det er usikkerhet knyttet til utviklingen i det multilaterale frihandelssystemet. Der- som man ikke får en tilfredsstillende avslutning i år på Uruguay-runden i GATT, vil det ha en negativ effekt på utviklingen i verdenshandelen og veksten i verdensøkonomien. Tilslutningen til NAFTA-avtalen i den amerikanske kongressen har imidlertid økt troen på at man kan komme fram til enighet om en ny GATT-avtale.
- Dersom det oppstår ny uro i de internasjonale valutamarkedene, kan det få konsekvenser for renteutviklingen.

Det er viktig at det føres en økonomisk politikk som skaper tillit til at det vil være mulig å oppnå en balansert utvikling framover med lav inflasjon og økt sysselsetting. En reduksjon av offentlige ubalanser er i denne sammenheng av stor betydning. Vedtak og troverdige planer om reduksjon i framtidige offentlige underskudd og opplåning har en umiddelbar positiv effekt på langsiktige renter, og bidrar til økt investeringsaktivitet.

De store landene er fortsatt i ulike konjunkturfaser

Den økonomiske veksten i USA har som ventet tatt seg opp gjennom 1993 på grunn av oppgangen i privat sektors etterspørsel. Målt som årlig rate økte BNP-veksten fra 0,8 prosent i første kvartal til 1,9 prosent i annet

kvartal. I tredje kvartal kom veksten opp i 2,8 prosent, til tross for at uværet i Midt-Vesten gav et negativt vekstbidrag på 0,6 prosent. BNP forventes å vokse med 2¼ prosent i gjennomsnitt i år og 3 prosent i 1994. Rentefallet som har pågått over flere år, bidrar nå til en sterk investeringsoppgang. Investeringene er ventet å øke med over 9 prosent både i år og neste år. Privat konsum anslås å vokse i takt med BNP, mens offentlig konsum vil ha en svakt fallende tendens på grunn av innstramninger i forsvarsbudsjettet.

Også i *Storbritannia* fortsetter oppgangen, men den er svakere enn i USA. Både i annet og tredje kvartal lå BNP 2 prosent over nivået i samme periode i fjor. BNP anslås å vokse med 1¼ prosent i gjennomsnitt i år. Mens innenlandsk etterspørsel bare forventes å øke med 1 prosent, har eksporten ledet veksten og anslås å øke med drøyt 6 prosent blant annet på grunn av pund-depresieringen. I 1994 ventes innenlandsk etterspørsel å ta seg opp og øke med 2¼ prosent, mens BNP-veksten er anslått til 3 prosent.

Usikkerheten i utviklingen på kontinentet er i stor grad knyttet til usikkerheten omkring utviklingen i tysk realøkonomi og rentenivå. BNP i *Tyskland* er nå anslått å falle med 2 prosent i inneværende år. Det ventes en nedgang på om lag 1 prosent i privat og offentlig konsum, men det er eksporten og maskininvesteringene som faller mest. Fallet i eksporten som anslås til drøyt 8 prosent inneværende år, reflekterer den svake økonomiske utviklingen hos handelspartnerne, og den gradvise forverringen av tysk konkurranseevne siden midt på 1980-tallet.

Langsiktige renter i Tyskland er blitt vesentlig redusert det siste året. Men selv om det nominelle rentenivået er redusert til et lavt nivå, har også produsentprisene falt og lå i september 0,5 prosent under nivået i september i fjor. Produsentene står derfor overfor realrenter som ikke ansees som spesielt lave. Samtidig er kapasitetsutnyttingen i tysk industri nå godt under 80 prosent. Selv med de lavere langsiktige realrentene bidrar den store ledige produksjonskapasiteten til at maskininvesteringene forventes å falle med nesten 11 prosent fra i fjor til i år.

BNP er anslått å øke med ¼ prosent neste år. Både eksport, investeringer og offentlig

konsum ventes å øke. Privat konsum vil likevel fortsette å falle på grunn av moderat lønnsutvikling, skatteøkninger og fall i sysselsettingen.

Lyspunktene i tysk økonomi er det fallende rentenivået og det at husholdningene, i motsetning til hva som var tilfellet i mange andre land, ikke hadde en sterk gjeldsoppbygning på 1980-tallet. De har derfor i liten grad behov for gjeldskonsolidering. Krisen i tysk økonomi må sees i lys av høykonjunkturen i det tidligere Vest-Tyskland. Høykonjunkturen ble trolig forlenget med to år på grunn av gjenforeningen. Den store oppbygningen av produksjonskapasiteten og den sterke lønnsveksten under siste del av oppgangen, bidro til det påfølgende skarpe fallet i investeringene og forverringen av konkurranseevnen.

Det er en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til utviklingen i Tyskland. Kapasitetsutnyttelsen er lav, og landet har alvorlige problemer med konkurranseevnen. Beregninger fra IMF indikerer at den effektive nominelle valutakursen appresierte med vel 8 prosent fra 1989 til sommeren 1993 (før siste uro i ERM). I samme periode har den reelle appresieringen vært nesten 18 prosent på grunn av høyere lønnsvekst i Tyskland enn hos dets handelspartnere. Etter den siste uroen i ERM har DEM appresiert ytterligere. Nå har Tyskland tidligere vist en betydelig evne til å omstille seg og tilpasse seg en svekket konkurranseevne. Den lave kapasitetsutnyttelsen og den svekkede konkurranseevnen kan imidlertid lede til svakere investerings- og eksportutvikling enn forutsatt. I 1994 vil også finanspolitikken bli strammet til. En forventet økning i arbeidsløsheten kan bidra til at forbrukernes usikkerhet øker, slik at spareraten stiger til tross for rentefallet. Den store graden av usikkerhet reflekteres i de svært sprikende prognosene for den vestlige delen av Tyskland fra regjeringsrådgivere og forskningsinstitutter. Anslagene varierer fra et fall i produksjonen på ½ prosent neste år til en vekst på 1 prosent.

Til tross for usikkerhetsmomentene antar vi at det vil finne sted en svak oppgang i Tyskland neste år. Dette, sammen med et fortsatt fallende tysk og europeisk rentenivå, vil gi positive vekstimpulser til Europa i 1994.

Nedgangen i BNP i *de europeiske OECD-landene* er anslått å bli på ¼ prosent i 1993.

De kortsiktige realrentene i Europa er fortsatt høye

Realrentene internasjonalt har falt sterkt det siste året. Dette gjelder både kortsiktige og langsiktige realrenter, og det gjelder både i USA, Japan og Europa.

Ekspansiv pengepolitikk og lavere langsiktige renter som følge av lavere inflasjonsforventninger og troverdige planer om å redusere det store budsjettunderskuddet, har bidratt til den nåværende oppgangen i amerikansk økonomi. I Japan er både penge- og finanspolitikken ekspansiv, men sterk appresiering av japanske yen og pågående konsolidering av de finansielle ubalansene som bygde seg opp på slutten av 1980-tallet, hemmer veksten.

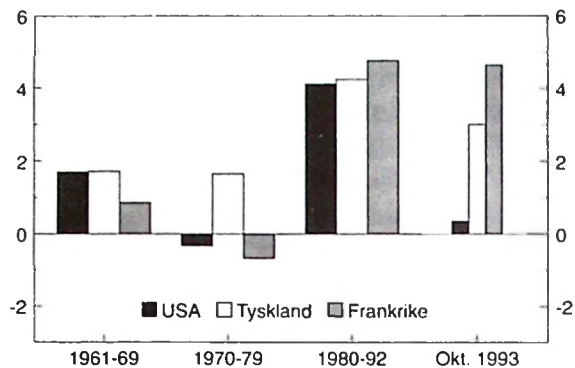
I Europa, der utviklingen er svakest, er det ikke rom for å stimulere økonomien ved hjelp av finanspolitikken fordi budsjettunderskuddene er store i utgangspunktet og statsgjelden raskt økende. Forsøk på mer ekspansiv finanspolitikk vil i en slik situasjon lett kunne virke mot sin hensikt, fordi det kan føre til høyere langsiktige renter og generell usikkerhet om hva myndighetene vil gjøre med statsgjeldsproblemet. Mer ekspansiv pengepolitikk synes derfor å være viktig for å snu utviklingen i Europa. Som en ser av figuren, er den kortsiktige realrenten i Tyskland og Frankrike 3-4 prosentpoeng høyere enn den er i USA, og den er også klart høyere enn hva som har vært vanlig ved tidligere konjunkturbunner. Det langsiktige realrentenivået er imidlertid nok så likt i de tre landene.

Det er neppe grunn til å tro at det kortsiktige realrentenivået i Tyskland og Frankrike kommer ned mot null, slik det er i USA. Det kan imidlertid være grunn til å spørre hvor langt ned de må komme før det bidrar til fornyet vekst.

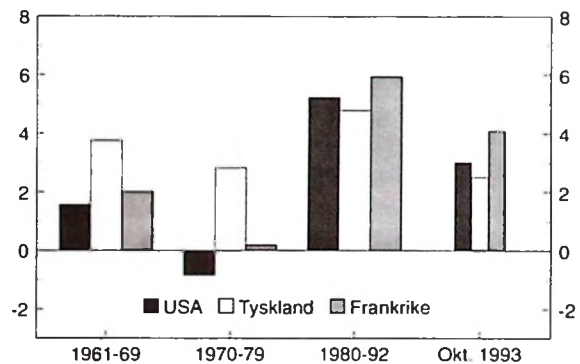
I denne rapporten har vi lagt til grunn en fortsatt nedgang i det europeiske rentenivået. Dette vil være en viktig faktor bak det omslaget i europeisk økonomi som vi venter vil komme i 1994. Tilsynelatende burde pengepolitikken og nedgangen i de kortsiktige rentene ledet an på selve konjunktforløpet, slik vi har sett det for eksempel i USA. Når ikke det skjer, skyldes det i stor grad de spesielle problemene i Tyskland etter gjenforeningen.

Figur 1.1 Kortsiktige og langsiktige realrenter i USA, Tyskland og Frankrike

a. Kortsiktige realrenter



b. Langsiktige realrenter



De kortsiktige realrentene er beregnet som tremåneders nominelle eurorenter deflatert med prisnivået i den påfølgende tremånedersperioden i forhold til den foregående, omregnet til årlig rate. De langsiktige realrentene er beregnet som ti års nominelle statsobligasjonsrenter deflatert med prisstigningen de neste tolv månedene. Vi har benyttet konsumpriser.

Kilde: OECD og Norges Bank

Konjunkturomslaget ventes å resultere i en BNP-vekst på 1½ prosent i 1994. Det ventes vekst i alle disse landene unntatt i Island og Finland. I Finland er det utsikter til at nedgangen stanser opp i løpet av 1994 etter at

BNP har falt med om lag 12 prosent over en treårsperiode. Det ventes en svak vekst i svensk økonomi etter at BNP har blitt redusert med om lag 6 prosent i løpet av de siste 3 årene.

Japan i den dypeste krisen siden krigen – den sosiale kontrakten under press?

Japan er nå inne i den dypeste økonomiske krisen siden annen verdenskrig. BNP vokste med bare 1,3 prosent i 1992, og det er forventet nullvekst i inneværende år, til tross for ekspansiv økonomisk politikk. Det er flere faktorer som til sammen bidrar til den svake utviklingen.

En svært ekspansiv pengepolitikk gjennom siste halvdel av 1980-tallet bidrog til en lånefinansiert økning i investeringene og en oppgang i eiendoms- og aksjemarkedene som var sterkere enn i andre industriland. Fra midten av 1980-tallet og fram til 1990 ble aksjekursene tredoblet, og tomteprisene i de seks største japanske byene økte med 150 prosent. Både bedrifter og husholdninger lånte med sikkerhet i de økte eiendomsverdiene, og husholdningenes bruttogjeld økte fra 76 prosent av disponibel inntekt i 1980 til 115 prosent i 1990. Halvering av aksjekursene fra 1990 til 1993, sammenbruddet i eiendomsmarkedet med et fall i eiendomsprisene på 30 prosent mellom 1990 og 1992, kombinert med en innstramning i pengepolitikken i perioden 1989 til 1991, førte til et betydelig behov for finansiell konsolidering.

I juni 1993 var konkurransevnen målt ved den reelle effektive valutakursen svekket med nesten 30 prosent i forhold til gjennomsnittsnivået i 1992. En sterk yen og en svak utvikling i eksportmarkedene gjør at eksportvolumet bare forventes å øke med 1/4 prosent inneværende år, samtidig som yen-appresieringen har lagt et sterkt press på lønnsomheten i japansk eksportindustri. Driftsresultatet i japansk næringsliv er halvert i løpet av de siste fire årene. Den sterke investeringsveksten i næringslivet på slutten av 1980-tallet ble snudd til en skarp nedgang. Investeringene falt med 4 prosent i 1992 og forventes å falle med ytterligere 7 prosent i år.

Effektene av den sterke nedgangen i private investeringer og den svake utviklingen i eksporten har vært søkt motvirket ved en mer ekspansiv økonomisk politikk. Flere tiltakspakker med fokus på investeringer i infrastruktur har bidratt til at offentlige investeringer har økt med nær 30 prosent over en toårsperiode. Den ekspansive finanspolitikken, sammen med en omlegging av pengepolitikken i ekspansiv retning, har bidratt til å hindre et fall i BNP. Realdisponibel inntekt og privat forbruk har vokst svakt.

Til tross for den svake utviklingen i økonomien, er arbeidsløsheten i inneværende år bare 2,5 prosent. Kjernen i den japanske «sosiale kontrakten» er livstidsansettelse kombinert med høy grad av arbeidskraftfleksibilitet innenfor den enkelte bedrift. Overtid og bonuser utgjør ofte en firedel av samlet lønn. I løpet av de to siste årene er overtidsbruken i næringslivet redusert med over 25 prosent, og også bonusene har begynt å falle. Årets sommerbonuser var nominelt 1 prosent lavere enn i fjor. Tariffavtalene for 1993 gir også den laveste nominelle lønnsveksten siden 1960. Til tross for denne betydelige tilpasningen til den forventede økonomiske situasjonen, er det anslått at så mye som 4 prosent av de sysselsatte reelt sett er overflødige. Dersom det økonomiske tilbakeslaget blir mer varig enn ventet, vil en stor del av disse kunne bli oppsagt og den offisielle ledigheten øke.

Den sosiale kontrakten med livstidsansettelse og bedriftsintern fleksibilitet har blitt understøttet av et stramt arbeidsmarked med lav arbeidsløshet. En sterk økning av arbeidskraftreservene utenfor bedriftene vil kunne underminere prinsippet om livstidsansettelse, i og med at bedriftene vil være sikret tilgang på arbeidskraft uten å påta seg langvarige forpliktelser overfor arbeidstakerne.

Valutamarkedet ser ut til å stabilisere seg

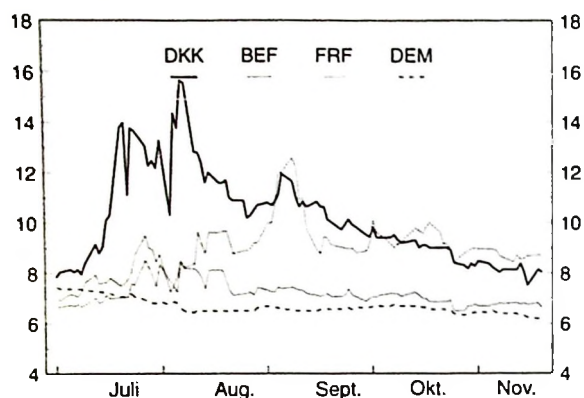
Utvidelsen av svingningsmarginene innenfor ERM 2. august 1993 og den initiale svekkelsen av fransk, belgisk og dansk valuta synes å ha ført til mer stabile forhold i valutamarkedene.

Utvidelsen av svingningsmarginene og depresieringen av de svake valutaene gjeninnførte mulighetene for kurstap ved spekulasjon mot disse valutaene, noe som i seg selv redu-

serte presset. Med bredere svingningsmarginer er det også en økt mulighet for at mer fundamentale økonomiske forhold vil slå igjen. Den betydelige svekkelsen av tysk konkurransevne de siste årene er nå i ferd med å få konsekvenser for handelen med andre EFLand. De siste handelstallene viste at Frankrike i juli hadde et rekordstort overskudd i handelen med Tyskland. Selv om produsentprisene nå faller i Tyskland er ikke det tilstrekkelig til å gi en vesentlig bedring i kon-

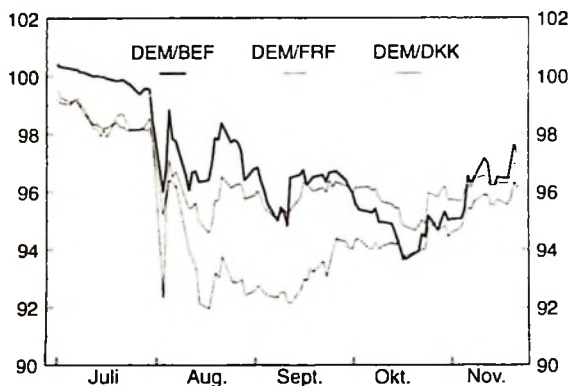
Figur 1.2 Valutakurser og renter i utvalgte ERM-land

a. Tremånedersrenter



De kortsiktige tyske rentene har vist en svak nedgang de siste månedene. Det danske og franske rentenivået har i løpet av høsten nærmet seg det tyske, og forskjellen mellom fransk og tysk tremånedersrente var 0,4 prosentpoeng den 29. november.

b. Valutakurser

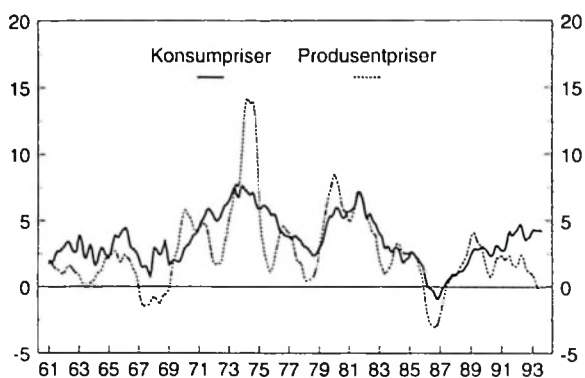


Danske kroner har styrket seg betydelig i forhold til tyske mark siden begynnelsen av september, mens belgiske og franske franc har styrket seg i forhold til tyske mark siden midten av oktober. I månedsskiftet august-september var belgisk valuta under press, noe som ledet til en midlertidig økning av rentenivået.

kurransesevnen fordi også flere andre land har fallende produsentpriser.

Amerikanske dollar har styrket seg mot japanske yen og tyske mark i løpet av høsten. Kursen JPY/USD var 109,2 den 29. november, etter å ha nådd en historisk bunn på 100,4 den 17. august. Kursen DEM/USD var 1,72

Figur 1.3 Tolv månedersvekst i produsent- og konsumpriser i Tyskland



Prisveksten er beregnet ved et tremåneders glidende gjennomsnitt for tolv månedersraten. Konsumprisveksten viser i hovedsak samme sykliske forløp som produsentprisveksten, men svingningene er noe mindre og tolv månedersraten har overtid vært nærmere 1 prosentpoeng høyere. Dette reflekterer at tjenester har hatt svakere prissvingninger enn industriprodukter, og at produktiviteten i tjenesteproduksjon har utviklet seg svakere enn i industrien. Noe av det spesielt store gapet i Tyskland de siste månedene kan forklares med økte indirekte skatter.

Kilde: OECD.

den 29. november, mens den i midten av september lå rundt 1.60.

Inflasjonen internasjonalt er svært lav og fortsatt synkende

De fleste av våre handelspartnere er kjenne-tegnet ved en svakt synkende prisstignings-takt. Svekkelsen i den økonomiske aktiviteten har ført til lavere inflasjon. I enkelte land er inflasjonen på sitt laveste nivå siden 1960-årene.

Tolv månedersveksten i konsumprisene i Tyskland har holdt seg over 4 prosent fra januar til september, men falt til 3,9 prosent i oktober. Når prisstigningstakten ikke har vært lavere, skyldes det i stor grad momsøkningen på 1 prosent i januar som bidrog til en økning i prisnivået på ¼ prosent, og en sterk økning i tjenestepriene. Den underliggende prisstigningstakten er nå 2,5 prosent, noe som vil bidra til at tolv månedersveksten vil vise en fallende tendens i tiden framover. Produsent-

prisene lå i september 0,5 prosent under nivået i september i fjor. I tjenestesektoren er det fortsatt en prisstigning på 6-7 prosent, som følge av en betydelig økning i forsikringspremier, administrativt bestemte priser og husleier. I det østlige Tyskland har gjennomføringen av annet trinn i husleiereformen vært en hovedårsak til at prisstigningen har holdt seg rundt 9 prosent i første halvdel av 1993. Inflasjonsraten eksklusive husleie og andre boligkostnader har vært omtrent 4 prosent, dvs. nær det vestlige nivået.

På samme måte som i Tyskland, er det en tendens til fallende produsentpriser også i Japan, Frankrike, Belgia og Nederland. I USA økte produsentprisene med 0,2 prosent i september etter å ha falt fire måneder på rad. På grunn av reduserte fortjenestemarginer og moderat lønnsutvikling var tolv månedersraten for produsentprisveksten i Storbritannia bare 3 prosent i september til tross for den betydelige depresieringen av pundet i forhold til i fjor høst.

I de landene som gikk over til flytende valutakurser i fjor høst, har importprisene økt sterkt, men landene har likevel ikke fått høy konsumpris- eller lønnsvekst. Tolv månedersveksten i konsumprisene i Storbritannia, Finland og Sverige var henholdsvis 1,4, 1,6 og 4,3 prosent i oktober. Inflasjonen ventes å ta seg noe opp ettersom virkningen av depresieringen smitter over på det generelle prisnivået. Med den nåværende store ledige produksjonskapasiteten vil likevel denne effekten trolig bli begrenset.

Gjennomsnittlig pris for råvarer unntatt petroleumsprodukter har fortsatt å falle så langt i år på grunn av svak samlet etterspørsel fra industrilandene. Metallprisene har falt blant annet som følge av økt eksport fra det tidligere Sovjetunionen.

Også i oljeprisene har det vært et fall fra i fjor til i år. Dette har sammenheng med svak etterspørselsutvikling på oljemarkedet, usikkerhet vedrørende oljeeksporten fra det tidligere Sovjetunionen og en mulig irakisk gjeninntreden på oljemarkedet, samt OPECs manglende evne til effektivt å begrense oljeproduksjonen.

Den moderate og til dels fallende prisveksten internasjonalt har i stor grad sammenheng med den svake økonomiske utviklingen

de siste tre årene, som har ført til ledig produksjonskapasitet, press på fortjenestemarginer og en lav lønnsvekst. Den svake importutviklingen i industrilandene har også bidratt til å dempe veksten i råvareprisene. Den stadig økende konkurransen fra nyindustrialiserte lavkostnadsland, Øst-Europa og det tidligere Sovjetunionen bidrar også til å redusere prisveksten i industrilandene.

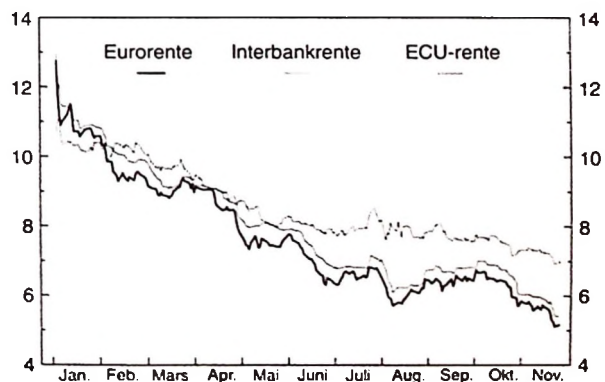
Den økonomiske nedgangen har i stor grad kommet gjennom et fall i investeringene, noe som har rammet industrien og i mindre grad tjenestesektoren. Dette forklarer hvorfor konsumprisveksten har avtatt mindre enn produsentprisveksten. Denne forskjellen er spesielt stor i Tyskland, jf figur 1.3. Nedgang i produsentpriser og svakere konsumprisvekst som bidrar til lønnsmoderasjon, vil gradvis redusere prisstigningstakten også i tjenestesektoren. Det ligger derfor an til fallende konsumprisvekst også neste år, selv om produsentprisene igjen starter å øke på grunn av det forventede oppsvinget i økonomisk aktivitet.

Norsk økonomi

Valutamarkedet fortsatt stabilt, ytterligere rentefall

Fra januar i år til slutten av november har vi opplevd en kraftig reduksjon i de norske

Figur 1.4 Tre-måneders pengemarkedsrenter: Prosent



Rentefallet i Norge har vært kraftigere enn i det øvrige Europa i år. Den negative differansen mellom norske og europeiske renter ble snevret inn i september og i begynnelsen av oktober, men har deretter økt igjen.

Kilde: Reuters, Norges Bank.

pengemarkedsrentene. Tremåneders eurokronerente har falt fra et gjennomsnittlig nivå i januar på effektivt 11,2 prosent til dagens nivå på 5,6 prosent. Rentefallet stoppet opp i slutten av august og i september, men fortsatte i oktober og november.

Oktober måned ble preget av en rekke europeiske rentenedsettelse. I Norge ble signalrentene satt ned med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng med virkning fra den 26. oktober, og senere med ytterligere $\frac{1}{4}$ prosentpoeng med virkning fra den 19. november. Obligasjonsrentene har vist samme utvikling som pengemarkedsrentene. De steg svakt gjennom annen halvdel av september for så å falle fra begynnelsen av oktober. I alt har fallet i statsobligasjonsrentene vært omkring $\frac{1}{2}$ prosentpoeng i perioden siden september og 3-4 prosentpoeng siden januar.

Det norske valutamarkedet har fortsatt å være stabilt. I forhold til ECU har kronen holdt seg i intervallet mellom 104,2 og 104,7 siden begynnelsen av september. Det har bare vært få tilfeller av kjøp og salg av valuta fra Norges Banks side. I september var det en tendens til noe svakere kronkurs i enkelte perioder. Det ble da netto intervenert til støtte for kronen for til sammen 1,9 milliarder kroner, mens det i oktober ble kjøpt valuta for 2,1 milliarder. Det var lite intervensjoner i november, men ved enkelte anledninger ble det kjøpt noe valuta. Mot slutten av november falt oljeprisen igjen, etter å ha tatt seg opp fra et lavt nivå noen dager i september. Prisen på Nordsjø-olje var helt nede i 103 kroner per fat den 29. november uten at det så ut til å ha noen vesentlig virkning på valutamarkedet. Siden begynnelsen av juli, da Norges Bank gjorde de første salg av valuta etter kroneslyten, er det til sammen solgt valuta for netto 3,5 milliarder kroner. Industriens effektive kronkurs (konkurranskursindeksen) styrket seg fra midten av august til midten av september. Siden da er den svekket igjen med omkring $1\frac{1}{2}$ prosent. Den sterkere dollaren har bidratt mest til denne svekkelsen.

Fra august til september falt bankenes gjennomsnittlige daglige lån fra Norges Bank med 6,9 milliarder til 22,6 milliarder kroner, men i oktober økte lånene igjen til 27,8 milliarder kroner. Økningen i finansieringsbehovet har blant annet sammenheng med den forserte nedbetalingen av lån som enkelte statsbanker

Figur 1.5 Toukers effektiv eurokronerente, effektiv D-lånsrente og foliorente. Prosent.



Den kortsiktige pengemarkedsrenten, representert ved to-ukersrenten, har stort sett fluktuert omkring midten av intervallet mellom D-lånsrenten og foliorenten siden juni. De siste ukene har toukersrenten ligget noe nærmere gulvet i pengemarkedet, foliorenten, enn tidligere. Tilførselen av F-lån har vært innrettet slik at likviditeten har vært mer rommelig enn før.

Kilde: Reuters, Norges Bank.

har opplevd. Nedbetalingen har ført til overskuddslikviditet i statsbankene som igjen er blitt avleiret som større statlige innskudd i Norges Bank. I tillegg har stort salg av statspapirer bidratt til likviditetsinndragning. Norges Bank har i stor grad dekket finansieringsbehovet ved hjelp av F-lån og markedsinstrumenter, i tillegg til grunninnskuddene. Dette har ført til at bankene gjennomgående ikke har hatt behov for å trekke på D-lån. Figur 1.5 illustrerer at dette har ført til at de korteste pengemarkedsrentene siden slutten av juni har beveget seg mellom D-lånsrenten og foliorenten.

Fra 1. desember falt grunninnskuddene bort. Norges Bank har erstattet denne finansieringen med F-lån som vil falle bort etter hvert som statlig likviditetstilførsel bringer bankene ut av låneposisjon i Norges Bank. Likviditetsstyringen er innrettet slik at foliorenten utgjør gulvet for rentene i pengemarkedet. Dette innebærer at det må tilføres nok likviditet til at bankene som helhet ikke kommer i D-lånsposisjon.

Sterk resultatforbedring i finansnæringen hittil i år

I begge bankgruppene og i kredittforetakene bidrog både tapsreduksjoner, økt rentenetto og kursgevinster til en kraftig resultatforbedring de tre første kvartalene i år. Driftskostnadene var derimot nær uendret i forhold til samme periode i fjor, relativt til forvaltningskapitalen. De gode resultatene har slått ut i bedret kapitaldekning for alle gruppene av finansinstitusjoner.

Mens det samlede resultatet for forretningsbankgruppen var negativt i de tre første kvartalene i fjor, med -0,95 prosent av forvaltningskapitalen, har det snudd til knapt 0,47 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i samme periode i år. Tapene på utlån ble redusert med tilsvarende 0,55 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital fra de tre første kvartalene i fjor til i år, mens netto renteinntekter økte tilsvarende 0,28 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Kursgevinster på verdipapirer, som er nært knyttet til det sterke rentefallet vi har hatt i år, økte med hele 0,69 prosentpoeng. Verdipapirgevinstene bidrar således mest til resultatforbedringen.

I de 24 største sparebankene har resultatforbedringen målt i forhold til forvaltningskapitalen vært større enn i forretningsbankene, og det er noe bedre utvikling i rentenetto og høyere verdipapirgevinster som bidrar til det. Resultatet etter tap for sparebankgruppen økte fra 0,06 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital i de tre første kvartalene i fjor til 1,88 prosent i år.

I de 24 største sparebankene viser resultatforbedringen seg ved at kapitaldekningen økte fra 10,1 prosent ved utgangen av september i fjor til 11,9 prosent ved utgangen av september i år. Kapitaldekningen i forretningsbankene økte samtidig fra 7,6 prosent til 9,5 prosent. I begge bankgruppene har forvaltningskapitalen økt fra utgangen av tredje kvartal i fjor til i år, men mest i sparebankene. I sparebankene har dessuten brutto utlån økt over denne perioden. Det har ikke skjedd i forretningsbankene.

Resultatforbedringen har skjedd samtidig med at rentemarginen til bankene har falt. I hvert av de tre første kvartalene i år lå rente-

marginen noe lavere enn i de tre første kvartalene i fjor. Siden siste årsskifte har bankenes gjennomsnittlige utlånsrente (eksklusive nullstilte lån) falt med 4,2 prosentpoeng til 10,1 prosent, mens deres gjennomsnittlige innskuddsrente har falt med 4,1 prosentpoeng til 5,0 prosent. Til sammenligning falt tremåneders eurokronerente med 4,6 prosentpoeng fra januar til september (månedsgjennomsnitt). Rentemarginen økte noe i annet kvartal, men falt tilbake igjen i tredje kvartal. Ved utgangen av tredje kvartal var den 5,1 prosentpoeng.

Den gjennomsnittlige utlånsrenten til livselskapene har falt med 3,3 prosentpoeng de siste tre kvartalene, mens fallet i kredittforetakenes utlånsrenter har vært 1,4 prosentpoeng.

Fordrings- og gjeldsutviklingen

Tall for utviklingen i private og kommuners fordringer og gjeld viser at den finansielle konsolideringen har fortsatt i inneværende år. Sektorens finansielle overskudd, det vil si disponible inntekter fratrukket konsum og realinvesteringer, er mer enn tredoblet i første halvår i år i forhold til samme periode i fjor. Dette fremgår av post 3.1 i tabell 1.2.

Det har dessuten funnet sted markerte endringer i sektorens fordringer og gjeld. Tabell 1.2 indikerer at rentefallet har bidratt til endringer på tre punkter:

- *Kursgevinster og andre omvurderinger* er svært store både for fordringer og gjeld. Betydningen av dette er størst på gjeldssiden, men dette har særlig sammenheng med at markedsverdien på bedriftenes aksjegyld har økt kraftig som følge av aksjekursoppgangen. Økt markedsverdi på bedriftenes aksjegyld kan ikke sees som uttrykk for at den finansielle situasjonen er blitt svakere - tvert i mot avspeiler oppgangen i aksjekursene forventning om bedret lønnsomhet i næringslivet. Holder vi omvurderingene av aksjegylden utenom, ser vi av post 4 i tabellen at nettofordringsøkningen i første halvår i år har vært svært sterk - hele 55 milliarder kroner. Av dette står kursgevinster og omvurderinger (utover omvurderinger på aksjegylden) for 33 milliarder kroner og det finansielle overskuddet

Tabell 1.2 Endringer i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner¹⁾

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1. halvår	
							1992	1993
<i>1. Økning i fordringer</i>	107	70	126	66	-1	17	2	77
1.1 Økte innenlandske bankinnskudd	41	21	30	19	10	36	4	-3
1.2 Økning i andre innenlandske fordringer	62	34	33	40	7	-18	2	28
1.3 Økte fordringer på utlandet	15	8	15	18	17	8	2	7
1.4 Omvurdering av fordringsposter	-11	7	-48	-11	-35	-9	-6	-45
<i>2. Økning i gjeld</i>	179	142	171	44	-39	-11	4	62
2.1 Økt lånegjeld til innenlandske finansinstitusjoner	152	87	70	-48	1	-11	-17	-9
2.2 Økning i annen innenlandsk gjeld	50	24	19	35	1	-23	9	7
2.3 Økt gjeld til utlandet	16	22	13	3	5	21	10	12
2.4 Omvurdering av aksjegyld	-9	25	79	-3	-19	-20	6	40
2.5 Omvurdering av andre gjeldsposter	-30	-16	-10	-39	-27	22	-4	12
<i>3. Netto fordringsøkning (1-2)</i>	-72	-72	-45	22	38	28	-2	15
3.1 Bidrag fra transaksjoner (netto finansinvestering)	-100	-70	-24	-9	27	39	6	22
3.2 Bidrag fra kursgevinster og andre omvurderinger	28	-2	-21	31	11	-11	-8	-7
<i>Memo:</i>								
4. Netto fordringsøkning utenom omvurdering av aksjegyld	-81	-47	34	19	19	8	4	55

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

Netto finansinvesteringene er mer enn tredoblet fra første halvår i fjor til i år (linje 3.1 i tabellen). Netto fordringsøkning (linje 3) inkluderer i tillegg til netto finansinvestering også verdiendringer på fordringene og gjelden (linje 3.2). Økte verdier på aksjer og obligasjoner i inneværende år trekker opp både gjelden og fordringene. Det kan stilles spørsmålsteget ved om det er meningsfylt å la økninger i aksjeverdiene fremstå som økt gjeld. Tallene vil i perioder med økning i aksjeverdiene vise at publikumssektorens gjeld har økt uten at forpliktelsene har blitt større. Den økte aksjegylden reflekterer tvert imot økt inntjeningspotensiale. Spesielt når eierne i stor grad faller utenom publikumssektoren, som når eierne er offentlig sektor eller utlandet, vil økte aksjeverdier vise seg i tallene som svekket finansiell posisjon. I slike tilfeller nettes ikke den økte aksjegylden ut med tilsvarende økt aksjebeholdning for sektoren som helhet.

(finansinvesteringene) for 22 milliarder kroner.

– *Sammensetningen av fordringene* er endret ved at bankinnskuddene faller, mens kjøpene av obligasjoner registrert i verdipapirsentralen (VPS) og andeler i verdipapirfond har økt kraftig. I første halvår falt bankinnskuddene med 3 milliarder kroner, mens netto kjøp av obligasjoner og andeler i fonds utgjorde nesten 15 milliarder kroner. Det ser således ut til at publikum foretrekker obligasjoner og verdipapirfond som plasseringsalternativer fremfor bankinnskudd. Det er naturlig å se denne utviklingen i sammenheng med rentefallet, og det ser ut til at utviklingen fortsatte også i tredje kvartal. Tidsinnskuddene i bankene (som inkluderer særinnskudd) har fortsatt å falle fram til utgangen av september. Tall fra VPS indikerer dessuten at netto-kjøpene

av obligasjoner var store også i tredje kvartal, men ikke like store som i de to foregående kvartalene. Publikums netto kjøp av VPS-registrerte aksjer var svakt positive i tredje kvartal, etter et netto salg i første halvår - trolig som følge av salget av et stort norsk selskap til utlandet i vår.

Publikums preferanse for plassering i verdipapirer fremfor bankinnskudd reflekteres i at pengemengdeveksten (publikums likviditet) har vist en avtakende tendens i inneværende år. De siste tolv månedene fram til utgangen av september var veksten 4,3 prosent.

– *Sammensetningen av gjelden* er endret ved at innenlandsk kredittvekst nå er i ferd med å ta seg opp. Kredittindikatoren (KI) - som måler utestående kreditt til private og kommuner i norske kroner fra innenlandske kil-

der – var uendret på tolv månedersbasis i september, etter to år med negativ vekst. Veksten i K1 har vært tiltakende siden mars. De private bankene, statsbankene og obligasjons- og sertifikatmarkedet bidrar til økning i innenlandsk kreditt, mens forsikringsselskapene og kredittforetakene trekker ned. Utlånene fra de private bankene har siden juni vist vekst på tolv månedersbasis, og veksten var 1,0 prosent i september. Den underliggende veksten var 4,0 prosent. Kredittindikatoren korrigert for bankenes tapsavskrivninger har hatt positiv tolv månedersvekst siden november 1992. De siste tolv månedene fram til utgangen av september i år økte den tapskorrigerte kredittindikatoren med 1,4 prosent.

Kreditt fra utlandet (K2), som også inkluderer valutalån fra innenlandske kilder, har de siste månedene vist svakere vekst enn innenlandsk kreditt.

Endringen i sammensetningen av gjelden, med tendens til overgang fra utenlandsk til innenlandsk opplåning, kan ha sin bakgrunn i at rentefallet i Norge har vært større enn rentefallet ute. Overgangen fra faste til flytende valutakurser kan også ha skapt større usikkerhet ved opplåning i utenlandsk valuta.

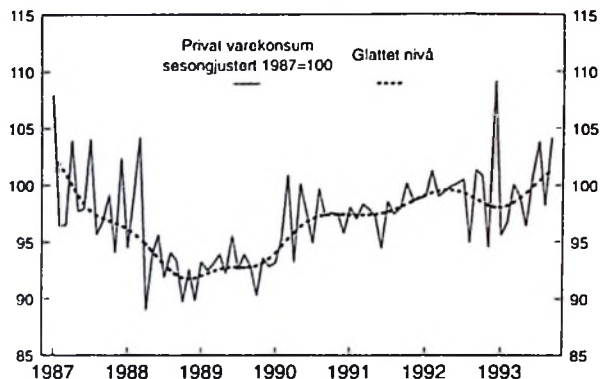
Den samlede gjelden (K3, som er summen av K1 og K2) viste et fall på 0,7 prosent fra august i fjor til august i år, etter et tilsvarende fall på 0,4 prosent måneden før.

Konjunktursituasjonen

Korttidsstatistikk for norsk økonomi indikerer at den konjunkturoppgangen vi så tegn til fra første til annet kvartal har fortsatt i tredje kvartal. Viktige etterspørselsindikatorer viser oppgang, og forholdene ligger bedre til rette enn tidligere for at oppgangen skal kunne vare ved. På den annen side er det fortsatt flere indikatorer som viser svak utvikling, og den veksten vi ser er fortsatt nokså moderat: Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskapsstatistikk var innenlandsk etterspørsel i første halvår i år uendret sammenliknet med samme periode i fjor.

Det er tegn til oppgang i flere deler av økonomien:

Figur 1.6 Varekonsumindikatoren



Varekonsumet ser ut til å ha tatt seg opp gjennom 1993. Fra annet til tredje kvartal økte Norges Banks varekonsumindikator med 3,4 prosent. En begynnelende oppgang i boligmarkedet kan bidra til at denne veksten vil vare ved også framover.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

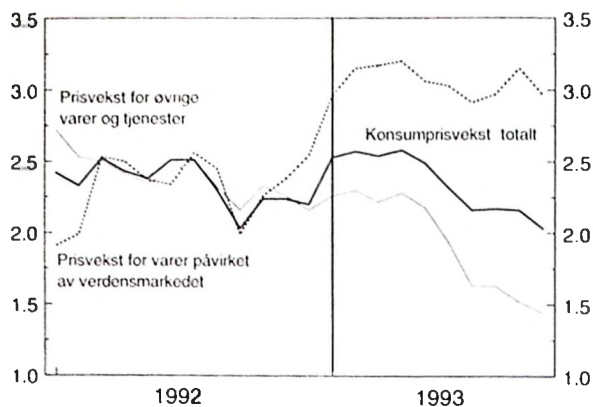
- Ifølge Norges Banks varekonsumindikator økte volumet av det private varekonsumet sesongjustert med 3,4 prosent fra annet til tredje kvartal, etter en noe svakere vekst fra første til annet kvartal.
- Ordrestatistikken for industrien viser at ordretilgangen sesongjustert økte markert i alle sektorer fra annet til tredje kvartal. Sammenliknet med tredje kvartal i fjor var ordretilgangen om lag 20 prosent høyere i år både for eksportleveranser og for leveranser til hjemmemarkedet.
- Personbilsalget i tredje kvartal var sesongjustert 21 prosent høyere enn i annet kvartal.
- Tall fra Arbeidsdirektoratet og Arbeidskraftundersøkelsen for tredje kvartal bekrefter inntrykket av at fallet i sysselsettingen har stoppet opp. Samtidig økte importvolumet av tradisjonelle varer markert fra annet til tredje kvartal, til tross for at etterspørselsindikatorerne ikke reflekterer noen sterk vekst. Både sysselsettings- og importutviklingen kan reflektere at etterspørselen i økonomien er sterkere enn korttidsindikatorerne for etterspørselen har fangnet opp.

Av spesiell betydning er det at boligmarkedet ser ut til å være i ferd med å ta seg opp etter mange år med prisfall og svak investeringsutvikling. Statistisk sentralbyrås prisindeks for selveierboliger steg i annet kvartal i år med nær 6 prosent. Det rapporteres om sterk økning i antall omsatte boliger de tre første kvartalene i år sammenliknet med samme periode i fjor, og tiden det tar fra en bolig legges ut for salg til den er solgt, er redusert. Byggearealstatistikken viser at igangsettingen av boliger økte med 22 prosent fra annet til tredje kvartal (sesongjustert) og veksten fortsatte inn i fjerde kvartal. En oppgang i eiendomsprisene er trolig en viktig forutsetning for at husholdningenes etterspørsel skal ta seg opp. Når man i tillegg står overfor betydelig lavere realrenter enn for eksempel for et år siden, noe som reduserer kostnadene både for husholdnings- og foretakssektoren, ligger det til rette for at vi i årene framover kan se høyere vekstrater i etterspørselen enn vi har vært vant til de siste årene.

Bildet er likevel ikke entydig:

- Investeringsstillingen for tredje kvartal peker i retning av en svak utvikling i investeringene i industri sektoren. Her indikeres det et fall i industriinvesteringene på 10 prosent i år. Dette innebærer om lag nullvekst i industriinvesteringene i annet halvår ifølge tellingen. For 1994 indikerer tellingen ytterligere et fall på om lag 10 prosent.
- Igangsettingen av næringsbygg har utviklet seg svakt, og nivået i tredje kvartal var marginalt lavere enn i første kvartal etter en viss vekst i annet kvartal.
- Utenrikshandelsstatistikken viser at prisene på tradisjonelle eksportvarer fortsatt utvikler seg svakt. Dette reflekterer den svake konjunkturutviklingen internasjonalt, og innebærer at norsk eksport fortsatt har svak inntjening. Eksporten av tradisjonelle varer økte riktignok sesongjustert med 3,5 prosent fra annet til tredje kvartal etter en noe sterkere vekst fra første til annet kvartal, men et lavt nivå i første kvartal gjør likevel at det gjennomsnittlige nivået hittil i år ikke ligger mer enn vel 1 prosent høyere enn i tilsvarende periode i fjor.

Figur 1.7 Tolvmånedersvekst i konsumprisindeksen



Konsumprisindeksen er her splittet opp i to delindekser: Den ene delindeksen - som utgjør knappe 40 prosent av totalindeksen - består av varer som er påvirket av verdensmarkedets priser, dvs importerte varer og norskproduserte varer som er påvirket av verdensmarkedets priser enten ved høyt innhold av importerte innsatsfaktorer eller på grunn av konkurranse fra utlandet. Den andre delindeksen består av øvrige varer og tjenester, med andre ord varer og tjenester som først og fremst påvirkes av innenlandske forhold. Det er den «importpåvirkede» delen av konsumprisindeksen som nå virker prisdrivende. Tolvmånedersveksten for denne delindeksen har variert mellom 2,9 prosent og 3,2 prosent de ti første månedene i år, mens tolvmånedersveksten for den «innenlandske» delindeksen har gått klart ned fra rundt 2,2 prosent i årets fire første måneder til 1,4 prosent i oktober.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

- Ifølge produksjonsindeksen for industri var produksjonsnivået i tredje kvartal uendret i forhold til annet kvartal. Sammenliknet med de tre første kvartalene i fjor er likevel industriproduksjonen 1,5 prosent høyere i år.

Prisstigningen holder seg lav

I perioden januar til oktober i år var konsumprisene 2,4 prosent høyere enn i samme periode året før. Tolvmånedersveksten i oktober var 2,0 prosent. Den underliggende prisveksten, definert som veksten fra de foregående tre til de neste tre månedene målt som årlig rate, har de siste månedene ligget mellom 1 og 2 prosent.

Ved begynnelsen av året antok de fleste at konsumprisene ville komme til å øke mer i

1993 enn de gjorde i 1992. Bakgrunnen for denne antakelsen var depresieringen av valutakursen - som ville øke prisnivået på importerte varer og norskproduserte varer som er påvirket av verdensmarkedets priser - og avgiftsøkninger, blant annet hevingen av momssatsen med 2 prosentpoeng. Riktignok ble også arbeidsgiveravgiften satt ned med 2,4 prosent, men totaleffekten av avgiftsendringene ble anslått å være klart prisdrivende.

Av figur 1.7 går det fram at veksttakten for konsumprisene økte på begynnelsen av året, men fra mai har veksttakten avtatt betydelig. I figuren har vi splittet opp konsumprisindeksen i to delindekser: Den ene delindeksen - som utgjør knappe 40 prosent av totalindeksen - består av importerte varer og norskproduserte varer som er påvirket av verdensmarkedets priser - enten ved høyt innhold av importerte innsatsfaktorer eller på grunn av konkurranse fra utlandet. Den andre delindeksen består av øvrige varer og tjenester, med andre ord varer og tjenester som først og fremst påvirkes av innenlandske forhold.

Som vi ser er det den «importpåvirkede» delen av konsumprisindeksen som i størst grad virker prisdrivende. Tolvmånedersveksten for denne delindeksen har variert mellom 2,9 prosent og 3,2 prosent hittil i år, mens tolv månedersveksten for den «innenlandske» delindeksen har gått klart ned fra rundt 2,2 prosent i årets fire første måneder til 1,4 prosent i oktober.

Det ser nå ut til at konsumprisveksten i år vil bli lavere enn i fjor - i overkant av 2 prosent. Effekten av økt importert inflasjon som følge av svekkelsen av valutakursen er dermed blitt opphevet av at de innenlandske prisimpulsene er blitt betydelig svakere.

Årsakene til at de innenlandske prisimpulsene er så svake er trolig både at konkurransen, særlig i dagligvarehandelen, fortsatt er høy, og at senkingen av arbeidsgiveravgiften ikke er tatt ut i økt lønnsvekst. Dersom lønnsutviklingen for industriarbeidere fra første til annet halvår i år blir som i tilsvarende periode i fjor, blir veksten i industriarbeiderlønningene $2\frac{1}{4}$ prosent fra 1992 til 1993. Dette innebærer en økning av industriens lønnskostnader med $\frac{1}{4}$ prosent. Opplysninger om andre grupper arbeidstakere indikerer en lønnsvekst i området $2\frac{1}{2}$ -3 prosent også for disse gruppene

i år. Disse lønnsvekstanslagene er praktisk talt identiske med anslagene i Penger og Kreditt nr 2 i år. Den høyere prisveksten vi la til grunn den gangen skyldtes dermed i første rekke at vi undervurderte styrken i konkurransen på dagligvaremarkedet.

Den svake økningen i lønnskostnadene i år og svekkelsen av industriens effektive kronekurs vil bidra til at industriens konkurransevne styrkes fra 1992 til 1993. Med en produktivitsvekst i norsk industri på rundt 2 prosent og en økning i lønnskostnader pr. produsert enhet blant våre handelspartnere på $\frac{1}{4}$ prosent, vil bedringen i konkurransevnen kunne bli om lag $4\frac{1}{4}$ prosent. Denne bedringen kan tilskrives endret valutakurs og redusert arbeidsgiveravgift. Mens reduksjonen i arbeidsgiveravgiften har bidratt med om lag 2 prosentpoeng, har valutakursendringen bidratt med om lag 3 prosentpoeng. Dette innebærer at lønnsveksten og produktivitsveksten har hatt en nærmest nøytral virkning på konkurransevnen.

Utsiktene for 1994

På det halve året som har gått siden Norges Bank sist presenterte prognoser for norsk økonomi, har det skjedd få endringer i forhold som er av betydning for den økonomiske utviklingen. Det sterke rentefallet vi har sett var i stor grad lagt til grunn sist også, og selv om det siden sist har skjedd store endringer i rammene omkring det europeiske valutasamarbeidet, vil det i liten grad påvirke norsk økonomi. Bildet vi presenterer av norsk økonomi i år og neste år er da også i hovedsak det samme som vi la fram sist, selv om etterspørselsveksten i de siste anslagene er noe sterkere. Dessuten har vi revidert fremskrivingene for oljesektoren i tråd med Nasjonalbudsjettets anslag, slik at det er lagt til grunn høyere produksjon og eksport av olje. Beregningsteknisk har vi forutsatt at norske pengemarkedsrenter vil være på nivå med de tilsvarende tyske rentene.

Norge ligger langt fremme i konjunktursykkelen i forhold til det kontinentale Europa, og veksten på kort sikt vil i første rekke drives av innenlandsk etterspørsel. I første omgang ventes oppgangen i boligmarkedet og fallet i realrenten å stimulere til ytterligere vekst i privat

konsum. Den økte etterspørselen vil i neste omgang bidra til noe sterkere investeringsaktivitet i næringslivet, der stor overkapasitet har holdt investeringene nede de siste årene.

Det er flere forhold i norsk økonomi som trekker i retning av at konjunkturoppgangen etter hvert vil tilta i styrke. Realrenten både før og etter skatt er lavere enn på flere år, og boligprisene er på vei opp. På den annen side er det også forhold som kan bidra til at det både kan ta lenger tid før oppgangen virkelig setter inn, og som kan dempe styrken i den. Aktørene i økonomien har blant annet erfart at boligprisene også kan falle, noe som tilsier en større forsiktighet med hensyn til å belåne en slik formuesoppgang som en økning i boligprisene representerer. Dessuten vil bankene antakelig være mer forsiktige med å bidra til kraftig vekst i utlånene i en oppgangskonjunktur, i lys av de erfaringene de har gjort. Videre er realrenten etter skatt vesentlig høyere enn midt på åttitallet, blant annet på grunn av de endringene som er foretatt i skattesystemet. Samtidig har vi foreløpig ikke sett klare

tegn til at den finansielle konsolideringen i husholdningssektoren er avsluttet, selv om økningen i spareraten ser ut til å dempes noe, og utlånene fra bankene viser svake tegn til vekst. Dette gjør det vanskelig å vurdere hvordan fallet i rentenivået og en økning i verdien av boligformuen vil slå ut i husholdningssektorens sparing. Vi har lagt til grunn et moderat optimistisk bilde for 1994, der produksjonen i Fastlands-Norge øker med om lag 2½ prosent. Momentene foran tilsier at usikkerheten knyttet til dette anslaget er likelig fordelt i positiv og negativ retning.

Husholdningenes etterspørsel tar seg opp

Vi har anslått at privat konsum i gjennomsnitt øker med 1 prosent i 1993 og med 2½–3 prosent i 1994. Over toårsperioden er dette en noe sterkere vekst enn vi anslo i vår forrige fremskrivning. Husholdningenes disponible realinntekt vil ifølge anslagene vokse med noe over 2 prosent i år og 1 prosent neste år. Bidraget til vekst i disponibel inntekt neste år kommer fra økte arbeidsinntekter samt gjennom reduksjon i husholdningenes netto renteutgifter, ettersom nettofordringene øker.

Den svake konsumveksten i år gjør at spareraten øker til drøye 6 prosent, men den ventes å gå ned til i underkant av 5 prosent neste år, som om lag tilsvarer nivået for spareraten i 1992. Det må imidlertid bemerkes at en vesentlig grunn til spareratefallet i 1994 er et kraftig fall i de såkalte «fremmede rentene». Dette er renter på husholdningenes forsikringskrav, dvs fondene i livsforsikringselskapsene og i private og kommunale pensjonskasser og fond. Ifølge anslag fra Finansdepartementet faller de «fremmede rentene» med om lag 10 milliarder kroner over toårsperioden fra 1992 til 1994. Dette er et inntektsbortfall som husholdningene ikke direkte vil merke likviditetseffekten av. Dessuten vil inntektsbortfallet i stor grad oppveies av kursgevinster på obligasjonsbeholdningene i disse fondene. Når en skal vurdere konsum- og sparerateutviklingen bør en derfor holde denne inntektsposten utenom. Mens spareraten i vår beregning nå ligger på om lag samme nivå i 1994 som i 1992, ville den dersom vi holdt inntektsbortfallet som skyldes nedgangen i «fremmede

Tabell 1.3 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år.

	1987-92	1993	1994
Privat konsum	-0,4	1	2%
Offentlig konsum	2,7	3	2%
Realinvesteringer Fastlands-Norge	-6,0	-2%	3
Pålopte oljeinvesteringer	0,5	9	-5%
Ekspor	6,3	¼	5%
Herav:			
Olje og gass	13,0	4%	11%
Tradisjonelle varer ²⁾	5,7	2%	3%
Import	-0,4	¼	3%
BNP	1,4	1%	3%
BNP, Fastlands-Norge	0,0	1%	2%
Memo:			
Sysselsatte personer	-0,7	¼	¼
AKU-ledighet	5,9 ¹⁾	6	6
Driftsbalanse, milliarder kroner	17,8 ¹⁾	20	29
Timelønnsvekst, årsgjennomsnitt	5,9	2%	2%
Konsumpriser, årsgjennomsnitt	5,0	2	2
Konkurranssevne ²⁾	0	-4%	-2

1) Ved utgangen av perioden

2) Relative lønnskostnader pr produsert enhet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1.4 Husholdningenes tilpasning

	1991	1992	1993	1994
<i>Prosentvis vekst i:</i>				
Privat konsum	0,0	1,8	1	2½
Disponibel realinntekt	2,2	4,1	2½	1
Bidrag fra:				
- reallønn	0,6	0,7	½	1½
- stonader fra det offentlige	2,1	1,7	½	0
- skatter	-0,2	0,3	-1	-½
- netto renteutgifter	0,4	1,3	1½	½
<i>Andel av disponibel inntekt:</i>				
Netto realinvesteringer	-0,6	-0,8	-½	-½
Netto finansinvesteringer	2,8	5,0	6½	5

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

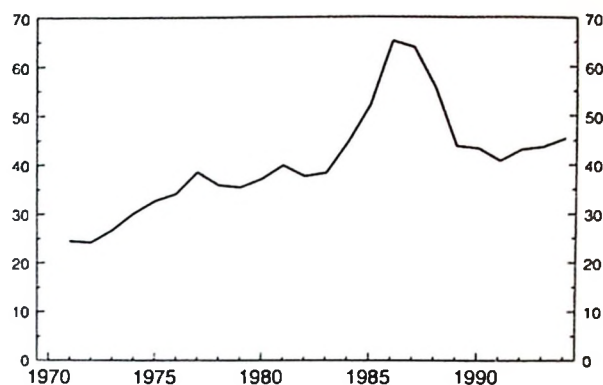
renter» utenom, ha ligget anslagsvis 2½ prosentpoeng høyere enn i 1992.

Selv om spareraten faller tilbake til 1992-nivået, vil husholdningssektorens samlede formue øke fra om lag 175 prosent i 1992 til 200 prosent av disponibel inntekt i 1994. Finansformuen øker fra 31 prosent til 46 prosent av disponibel inntekt over toårsperioden.

Konsumveksten neste år blir i noen grad drevet av oppgangen i boligprisene. Økt verdi på boligen representerer en formuesøkning som isolert sett reduserer husholdningenes behov for å bygge opp sin finansielle formue. Husholdningenes formuesoppbygging er knyttet til et ønske om en sikkerhet mot uforutsette utgifter, arbeidsledighet osv. Boligkapital er imidlertid et lite likvid formuesobjekt så lenge boligen ikke selges. Dette tilsier at økningen i boligformuen vil ha mindre effekt på husholdningenes konsumtilpasning enn en tilsvarende økning i finansformuen vil ha.

Vi har anslått at gjennomsnittlig realpris på bolig øker med vel 6 prosent neste år etter et fall på omkring 3½ prosent i år. Prisoppgangen på boliger i annenhåndsmarkedet vil redusere gapet mellom bruktboligpriser og byggekostnadene for nye boliger. Dette vil stimulere til forsterket investeringsaktivitet i boligmarkedet. Vi har lagt til grunn at boliginvesteringene i gjennomsnitt faller med om lag 5 prosent i år, for deretter å øke tilsvarende i 1994.

Figur 1.8 Investeringer i bedrifter i Fastlands-Norge, milliarder 1991-kroner



Siden 1986 har det vært et markert fall i investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge. Etter en vekst i investeringsvolumet på 70 prosent fra 1983 til 1986, lå investeringsvolumet 34 prosent lavere i 1992 enn i 1986. Den nedgangskonjunktoren økonomien kom inn i på slutten av tiåret, førte til at kapitalbeholdningen som var bygd opp ble for stor i forhold til etterspørselen, slik at takten i kapitaloppbyggingen avtok markert. Ifølge våre framskrivninger vil etterspørselen rettet mot bedriftene ta seg opp neste år. Dette vil kunne bidra til at investeringene øker.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Også investeringene i næringslivet går noe opp

Investeringsaktiviteten i Fastlands-Norge har vært svak de siste årene etter den sterke kapasitetsoppbyggingen en fikk på midten av 1980-tallet (jf. figur 1.8). Den nedgangskonjunktoren økonomien kom inn i på slutten av tiåret, førte til at kapitalbeholdningen som var bygd opp ble for stor i forhold til etterspørselen. Dette gjorde at takten i kapitaloppbyggingen avtok markert.

Våre framskrivninger legger til grunn at den generelle etterspørselen vil ta seg opp neste år, i hovedsak gjennom økt konsumeterspørsel. Samtidig vil store offentlige samferdselsprosjekter gi etterspørselsstimulanser til næringslivet. På den annen side vil etterspørselen fra oljesektoren, som har vært en vesentlig drivkraft bak de investeringene en har hatt i Fastlands-Norge de siste årene, bidra negativt. Etter flere år med sterk vekst i påløppte oljeinvesteringer, ventes det nå et fall på 5½

Tabell 1.5 *Bruttoinvesteringer etter næring. Milliarder kroner i 1991-priser og årlig volumvekst i prosent.*

	Milliarder		Prosentvis vekst
	kroner	1993	
	1992	1994	
Pålopte oljeinvesteringer ¹	44,8	9	-5%
Fastlands-Norge, fast kapital	90,4	-2%	3
Bedrifter	53,7	1%	3%
Herav: Industri, bergverk, og bygg og anlegg	15,0	-½	1
Boliger	11,8	-5	5
Offentlig forvaltning	24,9	-10%	-½
Varelagre eksklusive plattformer ²	-9,6	½	½
Bruttoinvesteringer i alt	125,2	3%	1%
Bruttoinvesteringer i fast kapital	131,5	-1	8

- 1) Investeringer i oljeutvinning og rørtransport og endring i lager av oljeplattformer under arbeid.
- 2) Volumvekstratene gir absolutt endring i lagerinvesteringene i prosent av bruttonasjonalproduktet.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Finansdepartementet

prosent neste år. Veksten i år er anslått til om lag 9 prosent.

På denne bakgrunnen har vi anslått veksten i bruttorealinvesteringene i næringslivet i Fastlands-Norge til vel 1 prosent i år og knapt 4 prosent i 1994. Dette innebærer en nedjustering for inneværende år i forhold til våre forrige anslag, mens vekstanslaget for neste år er om lag uendret.

Lavere renter vil isolert sett bedre bedriftenes lønnsomhet ved at kostnadene på eksisterende lån reduseres. I tillegg vil lavere rente øke den neddiskonterte verdien av inntektsstrømmen fra investeringsprosjekter. Dette vil trekke i retning av høyere realinvesteringer. Men avkastningen på realinvesteringer vil også avhenge av forventet etterspørsel etter produktet som skal fremstilles gjennom den nye kapitalen, og av forventet utvikling i andre kostnadskomponenter. Innenfor skjermede næringer er kapasitetsutnyttelsen fortsatt lav, slik at etterspørselen må øke en del for at det skal bli behov for økning i kapitalbeholdningene. I konkurranseutsatte næringer bidrar både det høye norske kostnadsnivået og usikre markedsutsikter til at investeringsveksten hemmes. I kapittel 2 gis en nærmere drøfting av lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren.

Utenriksøkonomien

Den svake økonomiske utviklingen internasjonalt har bidratt til svak prisutvikling på viktige norske eksportprodukter og lav eksport av tradisjonelle varer de siste årene. Denne situasjonen har blitt forverret av at land i det tidligere Sovjetunionen og Øst-Europa har økt sin råvareeksport til vestlige markeder. Fra 1991 til 1992 falt prisene på tradisjonelle eksportvarer med nesten 7 prosent, og det er foreløpig ingen tegn til noen prisøkning av betydning.

Etterhvert som konjunktorene tar seg opp hos våre handelspartnere vil etterspørselen etter norske eksportprodukter øke, og danne grunnlag for en sterkere vekst i eksporten av tradisjonelle varer enn vi har sett de siste årene. Basert på prognoser blant annet fra OECD har vi anslått en markedsvekst på -1 prosent i år og 3½ prosent neste år. Økt konkurranse fra lavkostnadsprodusentene i Asia, Øst-Europa og det tidligere Sovjetunionen vil dempe den norske eksportutviklingen neste år, men vil neppe gi noe vesentlig tap av markedsandeler. Eksportvolumet av tradisjonelle varer anslås å øke med 3½-4 prosent i 1994, etter en økning på 2½ prosent i år.

Våre anslag indikerer en nedgang i prisene tradisjonelle varer på ½ prosent i år. Neste år er det grunn til å vente en noe sterkere prisutvikling dersom etterspørselen internasjonalt tar seg opp, og vi har anslått 2 prosent vekst i prisene på tradisjonell eksport.

Importen vil trekkes opp av den økte innenlandske etterspørselen. Vi har anslått at samlet importvolum blir om lag uendret i år i forhold til i fjor. Neste år antar vi at veksten blir i underkant av 4 prosent. Økt importvolum vil trolig trekke prisveksten opp, ved at importørene gis grunnlag for høyere fortjenestemarginer, samtidig som depresieringen av norske kroner i år i forhold til i fjor bidrar til å trekke importprisene opp i år. Vi har lagt til grunn en årlig vekst i importprisene på omkring 3 prosent både i 1993 og 1994.

Samlet vil dette bidra til en svekkelse av handelsbalansen i forhold til i fjor. Sterk vekst i oljeproduksjonen neste år vil imidlertid gjøre at overskuddet fortsetter å øke. Som en teknisk forutsetning har vi lagt til grunn en gjennomsnittlig oljepris i 1994 på 125 kroner pr

Tabell 1.6 Komponenter på driftsbalansen.
Milliarder kroner.

	1992	1993	1994
Eksport	303,0	308	333
Fastlands-Norge	152,7	156	166
Olje og gass	98,7	102	116
Skipsfartstjenester og oljeboring ¹⁾	51,6	50	51
Import	251,7	259	278
Eksportoverskudd	51,3	49	55
Rente- og stønadbalansen	-33,5	-28	-26
Driftsbalansen	17,8	21	29
Nettogjeld til utlandet per 31.12 ²⁾ i prosent av BNP	8,5	5%	1%

1) Inkludert salg av brukte skip

2) Ved beregning av nettogjeld er det tatt hensyn til omvurderinger på grunn av valutakursendringer. Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn uendrede valutakurser ut framskrivningsperioden.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fat. Dette innebærer en reduksjon på omkring 5 prosent i forhold til gjennomsnittsprisen i 1993. Samlet vil dette gi et overskudd på driftsbalansen på i underkant av 30 milliarder i 1994 etter et overskudd på om lag 20 milliarder i år. Målt som prosent av BNP vil dette tilsvare knapt 4 prosent i 1994. Norges nettogjeld overfor utlandet vil med dette tilsvare i overkant av 1 prosent av BNP.

Lønns- og prisveksten

På grunn av nedsettelsen av arbeidsgiveravgiften fra siste årsskifte blir veksten i lønnskostnadene i 1993 spesielt lav. Denne effekten vil forsvinne i 1994, men lave produktpriser i industrien, samt fortsatt høy ledighet, spesielt innenfor bygge- og anleggsbransjen, tilsier fortsatt lav lønnsvekst. Vi har anslått at lønnsveksten i industri og bygg- og anleggssektoren blir omkring 2 prosent neste år. Med en noe sterkere lønnsvekst i skjermet sektor gir våre beregninger en gjennomsnittlig økning i timelønningene omkring 2½ prosent neste år. Vi har lagt til grunn en produktivitetsvekst i industrien på omkring 2 prosent, slik at denne sektorens lønnskostnader blir om lag uendret. Dersom kostnadsveksten hos våre handelspartnere utvikler seg i tråd med våre forutset-

ninger, vil dette gi en bedring i industriens kostnadmessige konkurransevne på omkring 2 prosent neste år, etter en bedring på 4½–5 prosent i inneværende år.

Som nevnt er det grunn til å vente at økt import vil bidra til en viss stigning i importprisene. Utover dette vil man neppe få noen sterk prisvirkning fra andre faktorer enn lønningene. Beregninger basert på veksten i de ulike kostnadskomponentene tilsier en gjennomsnittlig vekst i konsumprisindeksen på omkring 2 prosent neste år. Anslagene innebærer altså en reallønnsvekst på omkring ½ prosent. Den lave prisveksten gjennom 1993 gjør imidlertid at overhenget inn i 1994 bare blir om lag ¼ prosent. Et årsanslag på 2 prosent indikerer derfor en oppgang i den underliggende veksten i prisene på om lag 1 prosentpoeng. Dersom den sterke konkurransen i dagligvarehandelen fortsetter også neste år, kan dette tilsi at konsumprisveksten fra 1993 til 1994 kan bli noe lavere enn 2 prosent.

Arbeidsmarkedet

Normalt øker produktiviteten noe ved en konjunkturoppgang, fordi arbeidskraften i konjunkturedganger ofte ikke benyttes fullt ut. På den annen side har man i de siste årene hatt en sterk sysselsettingsreduksjon i skjermede sektorer, noe som har trukket produktiviteten opp. Det er derfor grunn til å tro at vi vil få en noe svakere produktivitetsutvikling framover. Med en BNP-vekst for Fastlands-Norge på 2½ prosent, vil sysselsettingen målt ved utførte timeverk øke med rundt ¼ prosent neste år. Ofte vil det gå en viss tid fra etterspørsel og produksjon øker til bedriftene våger å ansette nye arbeidstakere. Den allerede eksisterende arbeidsstokken utnyttes derfor i første omgang bedre ved at overtidsbruken går opp, og veksten i antall sysselsatte personer kommer vanligvis først med et etterslep på 1–1½ år. Vi har lagt til grunn at denne effekten vil motvirke det trendmessige fallet i arbeidstiden, slik at også sysselsettingen målt i antall personer øker med ¼ prosent fra 1993 til 1994.

Med dette forløpet for produksjon, produktivitet og arbeidstid avhenger ledighetsutviklingen av utviklingen i arbeidsstyrken. Erfaringsmessig tar tilbudet av arbeidskraft

seg opp når sysselsettingen øker, slik at ledigheten reduseres mindre enn sysselsettingen stiger. Vi har lagt til grunn en like sterk økning i arbeidsstyrken som i sysselsettingen, slik at ledigheten ikke vil vise noen nedgang av betydning.

Hvor leder konjunkturoppgangen oss?

Som omtalt foran i dette kapitlet, ser det nå ut til at veksttakten i privat konsum er i ferd med å ta seg opp. Også andre konjunkturindikatorer peker i retning av en sterkere vekst i norsk økonomi. I tidligere kvartaloversikter har Norges Bank lagt vekt på at en stabilisering i boligmarkedet er en viktig forutsetning for en sterkere vekst i privat konsum. Samtidig har vi pekt på at når omslaget i boligmarkedet først kommer og boligprisene igjen begynner å stige, kan dette gi ganske markerte utslag i husholdningenes sparing og dermed i konsumveksten. Boligpristall som er offentliggjort så langt i år tyder på at bunnen nå er passert i boligmarkedet, og at prisene er på vei opp igjen. I stor grad har nok dette sammenheng med det sterke rentefallet. Lønnsomheten i finansinstitusjonene er dessuten markert bedret, dels som følge av kursgevinster på grunn av rentefallet og dels som følge av at tapene er på vei ned. Dette har gjort at rentefallet i penge- og obligasjonsmarkedene også har slått ut i finansinstitusjonenes utlånsrenter. Sett i forhold til første halvår 1992 - tiden før valutauroen satte inn - har bankenes utlånsrenter i gjennomsnitt falt med 4 prosentpoeng. Næringslivets konkurransesituasjon er dessuten betydelig bedret i løpet av det siste året, dels som følge av reduksjonen i arbeidsgiveravgiften som fant sted fra årsskiftet 1992/1993 og dels som følge av svekkelsen

av den effektive kronekursen som nå ligger om lag 4 prosent svakere enn i første halvår 1992.

Det er således flere forhold som taler for at vi allerede er på vei inn i en konjunkturoppgang, men styrken og takten i det videre forløpet er usikker. I et mellomlangsigte perspektiv, dvs. de nærmeste fire-fem årene, er det rimelig å legge til grunn at veksten i norsk økonomi blir vesentlig sterkere enn den har vært de siste årene.

I kvartalsrapport nummer 2 i år presenterte Norges Bank en fremskrivning der veksten i norsk økonomi ble anslått å ta seg gradvis opp, og for årene 1994-97 utgjorde veksten i størrelse 2½ prosent. Anslagene var basert på en fortsatt moderasjon i lønnsdannelsen, selv om vi la til grunn vesentlig mer forsiktige forutsetninger om konkurransevneforbedringen enn det Sysselsettingsutvalget gjorde. Både Sysselsettingsutvalget og våre egne fremskrivninger var basert på at en vil makte å holde lønnsdannelsen under kontroll ved en moderat oppgang i norsk økonomi.

Erfaringer fra tidligere oppganger i norsk økonomi er imidlertid ikke oppmuntrende på dette punktet. Pris- og lønnsveksten har tiltatt uten at det i ettertid synes som dette har gitt lønnstakerne økt kjøpekraft. I enkelte år har nok reallønnsveksten vært høy, jf årene 1985-86 i tabell 1.7, men dette var en økonomisk utvikling som måtte etterfølges både av kraftige innstramminger i penge- og finanspolitikken og av sterke inntektspolitiske inngrep. I årene 1990-92, som var preget av moderat pris- og kostnadsvekst, var det også grunnlag for en betydelig reallønnsvekst for lønnstakerne – selv om en noe lavere lønnsvekst antakelig ville gitt grunnlag for flere arbeidsplasser og slik sett hadde vært å foretrekke.

Tabell 1.7 Utviklingen i nominell lønn, konsumpriser, reallønn og husholdningenes disponible realinntekter. Vekst i prosent fra året før.

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Nominell lønn ¹⁾	7,5	7,6	9,8	8,0	5,9	4,3	5,3	5,3	3,6
Konsumpriser	6,2	5,7	7,2	8,7	6,7	4,6	4,1	3,4	2,3
Reallønn	1,2	1,8	2,4	-0,6	-0,7	-0,3	1,2	1,8	1,3
Husholdningenes disponible inntekt	3,7	1,3	2,2	-1,0	0,7	0,5	2,7	1,7	4,3

¹⁾ Vekst i nominell årslønn

Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

I en teknisk dokumentasjon til dette kapitlet har vi illustrert et mulig forløp for norsk økonomi dersom lønnsdannelsen i Norge fortsetter i det tradisjonelle sporet fra 1980-årene. Vi har lagt til grunn at vi får en konjunktur-oppgang som bringer veksten i fastlandsøkonomien opp på i størrelse 2½–3 prosent i årene fram til 1997. Illustrasjonen er basert på simuleringer på den økonomiske modellen RIMI-NI som er utviklet i Utredningsavdelingen i Norges Bank.

En vekst i det private forbruket er den viktigste drivkraften i denne oppgangen. Forbruksveksten starter opp dels som et resultat av det sterke rentefallet og dels som følge av en økning i realprisen på boliger. Den viktigste faktoren er likevel at modellen gir en reallønnsvekst for lønnstakerne på om lag 1¼ prosent pr år. Med uendret sparerate og en økning i sysselsettingen gir dette grunnlag for en vekst i det private forbruket i størrelse 3–3½ prosent. Konsumøkningen drar også med seg en oppgang i investeringene. Privat etterspørsel i fastlandsøkonomien er i årene 1994–97 beregnet å øke med 3¼ prosent pr år etter å ha falt med 2 prosent pr år fra 1987 til 1993. Den sterke reallønnsveksten svekker konkurranseevnen, slik at virkningen på eksporten av økt internasjonal etterspørsel i stor grad blir spist opp. Tilstramningen i arbeidsmarkedet gjør at lønnsveksten øker fra omkring 2½ prosent i 1994 til vel 5 prosent i 1997. Konkurranseevnen svekkes med i gjennomsnitt 2 prosent pr år og med nær 4 prosent mot slutten av perioden. Prisveksten reagerer med et etterslep på etterspørselsveksten og veksten i lønningene, slik at den ved utgangen av 1997 blir vel 3 prosent.

Det vises til den tekniske dokumentasjonen for nærmere omtale av hvilke forutsetninger som er lagt til grunn og hvilke resultater som fulgte.

Det må understrekes at et viktig poeng med å lage mellomlangtsiktige fremskrivninger av økonomien, er å belyse de problemstillinger en kan bli stilt overfor i den økonomiske politikken. Det er vanskelig å vurdere hvor sannsynlig det forløpet som tegnes i den tekniske dokumentasjonen er, men det illustrerer at en i den økonomiske politikken må være forberedt på alternativ av denne karakter.

Politikk-dilemmaer i en oppgangskonjunktur

De siste årene har den økonomiske utviklingen i Norge vært såvidt svak at en har vært mest opptatt av å hindre at arbeidsledigheten skal øke til enda høyere nivåer. Faren for flaskehals-problemer i arbeids- og produktmarkedene er ikke blitt ansett som særlig stor. En har forsøkt å motvirke videre økning i ledigheten ved en sterk svekkelse av statsbudsjettet. De siste to årene har imidlertid myndighetene erkjent at en ikke kan fortsette å gå lenger i denne retningen. I stedet har en lagt opp til et mer nøytralt finanspolitisk opplegg.

Dersom norsk økonomi de nærmeste to til fire årene skulle utvikle seg i samsvar med det forløpet som er tegnet i den tekniske dokumentasjonen, står en overfor nye utfordringer i den økonomiske politikken. Særlig må det understrekes at nødvendigheten av *langsiktighet i politikken* er vel så viktig i en oppgangskonjunktur som i en nedgangskonjunktur, ikke minst fordi det politisk alltid vil være lettere å slakke opp i politikken enn å stramme inn.

Fra 1988 til 1993 er den oljekorrigerte balansen i statsbudsjettet svekket med 78 milliarder kroner. Finansdepartementets beregninger indikerer at noe under halvparten av dette har hatt sammenheng med sykliske forhold, mens resten har sin bakgrunn i en aktiv finanspolitikk for å hindre for sterk oppgang i ledigheten. I et perspektiv på fire-fem år fram i tid, der norsk økonomi går gjennom en markert konjunkturoppgang, bør egentlig begge deler reverseres. Stabiliseringspolitikk, endog automatisk stabilisering, gjennom statsbudsjettet er på lang sikt umulig dersom en ikke sørger for at budsjettet i gjennomsnitt over konjunktursykkelen er i balanse.

Balansen i statsbudsjettet vil automatisk bli bedret når økonomien tar seg opp. Forløpet i den tekniske dokumentasjonen innebærer en bedring av den oljekorrigerte budsjettbalansen med i overkant av 20 milliarder kroner for 1997 sammenlignet med det anslaget Regjeringen gav i Langtidsprogrammet om et underskudd i 1997 på 88 milliarder kroner. Det er likevel langt igjen før en har brakt statsfinansene tilbake til den situasjonen en hadde i 1988 før en begynte å føre en ekspansiv finanspolitikk med sikte på å begrense veksten i ledigheten.

En politikk som innebærer at en fører ekspansiv finanspolitikk i en nedgangskonjunktur, men unnlater å ta dette inn igjen i en oppgangskonjunktur, vil over tid lede til alvorlige statsfinansielle problemer. Sørger en ikke for en slik symmetri i politikken, vil en etter hvert bli tvunget til å lage statsbudsjett hvor en ikke engang kan tillate svekkelser i budsjettbalansen under tilbakeslagene - dvs. at en ikke kan la de automatiske stabilisatormekanismene virke. Da har en kommet i en situasjon hvor mangel på langsiktighet i finanspolitikken tvinger fram en linje hvor budsjettopplegget isteden bidrar til å forsterke konjunkturutslagene. Vi trenger ikke gå lenger enn til våre naboland for å se eksempler på hvor galt dette kan gå.

Petroleumsvirksomheten har gjort at den statsfinansielle handlefriheten i Norge i utgangspunktet var god da en begynte med den ekspansive finanspolitikken i 1989. Inntekten fra denne virksomheten har dessuten økt i årene etterpå slik at svekkelsen av den samlede budsjettbalansen er mindre enn i den oljekorrigerte. Det er vanskelig å gi noe eksakt svar på i hvor høy grad dette tilsier at man kan basere seg på et høyere oljekorrigert underskudd. De lave oljeprisene vi har hatt i det siste, understreker at en bør være forsiktig med å basere opplegget av statsfinansene på høye oljeprisanslag.

Jo mindre omfattende en gjør nedbyggingen av underskuddet på statsbudsjettet i en oppgangskonjunktur, dess mindre handlefrihet vil en ha neste gang norsk økonomi rammes av et konjunkturtilbakeslag.

En må unngå at økt etterspørsel leder til en ny runde med svekkelse av konkurranseevnen

Beregningene presentert i den tekniske dokumentasjonen er basert på at lønns- og prisdannelsen i Norge i årene framover vil fungere på samme måte som den har gjort historisk. Basert på en slik forutsetning viser de at lønnsveksten vil tilta markert mot slutten av fremskrivningsperioden. Lønnsveksten anslås til etter hvert å komme opp i mer enn 5 prosent, noe som vil gi en klar forverring av vårt kostnadsnivå i forhold til andre land. Utfordringen både for partene i arbeidslivet

og myndighetene må være å hindre at en oppgangskonjunktur på denne måten leder til en ny omgang med kostnadspress i norsk økonomi.

En begynnende oppgang i økonomien vil gi de som er i jobb større sikkerhet for at de vil kunne få beholde jobben. Situasjoner med et strammere arbeidsmarked og med en oppgang i økonomien kan gi dem mulighet for å stille krav om økt kjøpekraft. Slik arbeidsmarkedet historisk har fungert, vil en nedgang i ledigheten på 1½ prosent fra 1993 til 1997 føre til at lønnsveksten tiltar fra dagens nivå på 2½ prosent til vel 5 prosent. Dette kan på kort sikt gi en viss stimulans til etterspørsel og sysselsetting, men problemene vil raskt melde seg:

- De arbeidsplassene som skapes i skjermet sektor, vil være særlig utsatt når konjunkturoppgangen ebber ut. De siste som ble ansatt, er de første som må gå ut igjen.
- Svekkelsen av konkurranseevnen rammer bedriftenes lønnsomhet og finansielle stilling. Investeringene avtar eller blir lagt utenfor Norge. Dermed svekkes også sysselsettingsutsiktene.

Samtidig er reallønnsgevinsten for lønnstakerne av en sterkere lønnsvekst heller beskjeden. I årene 1994-97 er reallønnsveksten beregnet til et gjennomsnitt på 1¼ prosent pr år, og den når opp til om lag 2 prosent på det meste. I årene 1990-92 var den, som det fremgår av tabell 1.7, i størrelse 1½ prosent pr år.

Stilt overfor slike utfordringer vil det være avgjørende at den økonomiske politikken utformes slik at den befester forventningene om at inflasjonen vil holde seg lav. Men minst like avgjørende vil det være hvor godt en faktisk kan lykkes med å gjennomføre tiltak som kan få arbeidsmarkedet og lønns- og prisdannelsen til å fungere bedre:

- Bedriftene er i dag svært tilbakeholdne med å ansette nye arbeidstakere. Dette skyldes ikke bare lav etterspørsel og svak konkurranseevne, men også avtaler og regelverk som gjør kostnadene ved å ansette ny arbeidskraft høy i forhold til avkastningen. Virkningen av ikke å ha gjennomført tiltak for å få arbeidsmarkedet til å fungere bedre,

vil bli særlig tydelig under en oppgang - da vil en raskere komme inn i flaskehalsproblemer med tendenser til tiltakende lønns- og prispress. Jo lenger en kan komme med å få gjennomført slike tiltak, dess sterkere oppgang kan norsk økonomi tåle uten at lønnsveksten tiltar.

- Sysselsettingsutvalgets solidaritetsalternativ, som opplegget i Nasjonalbudsjettet for 1994 er basert på, tok utgangspunkt i at det var nødvendig at lønnsveksten i Norge over en femårsperiode måtte ligge 2 prosent lavere enn hos våre handelspartnere. Utvalget foreslo imidlertid ingen konkrete endringer i opplegget for lønnsdannelse, ut over at en var enig om behovet for en lavere lønnsvekst. Dersom enigheten i seg selv er tilstrekkelig til å begrense lønnsveksten i forhold til hva den historiske erfaringen viser, vil ikke kostnadspresset bli så sterkt som beregningene i den tekniske dokumentasjonen indikerer.

Regjeringen har i Langtidsprogrammet 1994-97 basert sitt økonomiske opplegg på at partene i arbeidslivet i hovedsak lykkes med å følge opp enigheten i Sysselsettingsutvalget. Dersom en ikke lykkes, illustrerer beregningene som er presentert i den tekniske dokumentasjonen til dette kapitlet - basert på i hovedsak uendret finans- og pengepolitikk - en utvikling i norsk økonomi som fortsatt vil være preget av sterke innenlandske konjunktursvingninger, slik vi hadde det på store deler av 1980-tallet.

Utviklingen både i penge- og valutamarke-
dene, og ikke minst i de langsiktige kapital-
markedsrentene, tyder på at det nå er betyde-
lig tillit til at myndighetene vil videreføre en
linje hvor pris- og kostnadsveksten holdes på
et lavt nivå. Om denne tilliten tapes, vil det
koste dyrt å måtte bygge den opp enda en
gang.

En illustrasjon av et mulig forløp for norsk økonomi i perioden 1995 til 1997

I dette vedlegget presenteres et mulig forløp for årene 1995 til 1997, basert på simuleringer av Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. Det må understrekes at det forløpet som skisseres er et av mange mulige utfall. Hovedpoenget med slike makroøkonomiske fremskrivninger er ikke først og fremst å lage det mest sannsynlige forløpet, men å få fram de problemstillinger som fremskrivningen peker på at vi kan bli stilt overfor i den økonomiske politikken, slik at vi kan være bedre forberedt på å møte dem.

I forhold til tidligere fremskrivninger, har vi denne gangen i større grad latt de faktiske erfaringene med hvordan norsk økonomi fungerte på 1980-tallet slå gjennom i analysen. Dette kan lede til at resultatene avviker både fra det en anser som mest realistisk, og særlig fra det som ville være en balansert økonomisk utvikling. På den annen side får en klarere fram de alvorlige utfordringene norsk økonomi kan stå overfor dersom en oppgangskonjunktur får følge det mønsteret som har vært vanlig.

Et sentralt siktemål for økonomisk politikk vil ofte være å endre måten økonomien fungerer på. Særlig kan det være behov for dette når det gjelder lønnsdannelse og arbeidsmarked. Skal en bygge inn virkningene av en forutsatt endret atferd, må modellresultatene overprøves i større grad enn vi har gjort i de beregningene som her presenteres. Når vi her har valgt å ikke overprøve modellen på dette punktet, er det for å unngå at vi forutsetter bort nettopp de politikkproblemstillingene vi er interessert i å illustrere. Siktemålet med vår analyse er, som nevnt i kapittel 1, å vurdere de utfordringer vi står overfor i inntektspolitikken spesielt, men også i penge- og finanspolitikken, om lønnsdannelsen fungerer slik den tidligere har gjort, i en periode da veksten i norsk økonomi på nytt tar seg opp.

De viktigste mekanismene i RIMINI er

kort beskrevet i en egen ramme til slutt i dette vedlegget.

Forutsetninger om den internasjonale utviklingen

De internasjonale forutsetningene bygger på de siste anslagene fra OECD for årene 1994 og 1995. Som en teknisk forutsetning er vekstratene for 1995 videreført ut prognoseperioden. Markedsveksten for norsk eksport er anslått til vel 5½ prosent pr år i perioden fra og med 1995 til 1997. Konsumprisveksten hos våre handelspartnere er antatt å gå ned fram til 1995, som følge av at de landene som nå har forholdsvis høy inflasjon på grunn av svekkelse av valutakursen, lykkes i å komme ned på nivå med øvrige land. Konsumprisveksten antas dermed å komme ned i vel 2¼ prosent i 1995 og å holde seg rundt dette nivået også i de påfølgende årene. Lønnskostnadene pr produsert enhet hos våre markedsland er anslått å øke med i overkant av ½ prosent pr år i denne perioden.

Oljeprisen er antatt å være uendret, regnet som realpris, fra et nivå på 125 kroner pr. fat i 1994. Oljeproduksjon og påløpte oljeinvesteringer er antatt å utvikle seg i samsvar med anslagene i Nasjonalbudsjettet 1994. Dette innebærer en fortsatt betydelig økning i oljeproduksjonen og en svak nedgang i oljeinvesteringene.

OECD anslår i Economic Outlook nr. 53 at det kortsiktige rentenivået i Tyskland går ned til noe under 5 prosent i løpet av 1994. Som en teknisk forutsetning lar vi dette nivået ligge fast også i de påfølgende årene.

Forutsetninger om den økonomiske politikken

Fremskrivningene er basert på det finanspolitiske opplegget fra Nasjonalbudsjettet 1994 og fra Langtidsprogrammet. Gjeldende regler

og retningslinjer er slik sett forutsatt videreført. En eventuelt sterkere aktivitetsvekst enn det som er lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet og Langtidsprogrammet, vil dermed slå ut i en styrking av budsjettbalansen, og ikke i nye offentlige tiltak eller reduksjoner i skattenivået.

Når det gjelder pengepolitikken, har vi vært nødt til å legge inn to rent tekniske forutsetninger for å kunne foreta de modellmessige beregningene. Vi har forutsatt at kronkursen holder seg uendret og at de norske rentene fra 1994 følger det tyske nivået.

Vekstanslag for perioden 1995 til 1997

Hovedresultatene av beregningene er stilt opp i tabell 1.8. I korte trekk indikerer de at veksten i norsk økonomi i årene 1995–97 vil bli sterkere enn det vi har vært vant til de siste årene, og sterkere enn våre forrige framskrivninger viste, men likevel i underkant av hva som har vært vanlig i en konjunkturoppgang. BNP for fastlandsøkonomien ventes å øke med 2½–3 prosent pr år i perioden fra 1994 til

Tabell 1.8 Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år.

	1993	1994	1995-97
Privat konsum	1	2½	3½
Offentlig konsum	3	2½	1½
Realinvesteringer Fastlands-Norge	-2½	3	5½
Pålopte oljeinvesteringer	9	-5½	-1½
Eksport	¼	5½	2½
Herav:			
Olje og gass	4½	11½	1½
Tradisjonelle varer	2½	3½	4
Import	¼	3½	3½
BNP	1½	3½	2½
BNP Fastlands-Norge	1½	2½	2½
Memo:			
Sysselsatte personer	½	¼	1½
AKU-ledighet	6	6	4½ ¹⁾
Driftsbalanse, milliarder kroner	20	29	27 ²⁾
Lønnsvekst, årsgjennomsnitt	2½	2½	4½
Konsumpriser, årsgjennomsnitt	2	2	2½
Konkurranssevne ²⁾	-4½	-2	2½

1) Ved utgangen av perioden

2) Relative lønnskostnader pr produsert enhet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1997. Oppgangen blir drevet av privat konsum og økt privat investeringsetterspørsel. Sysselsettingen stiger slik at arbeidsledigheten (etter AKU-definisjon), går ned til vel 4½ prosent i 1997. Prisstigningen tiltar fra 2 prosent i 1994 og 1995 til 3 prosent i 1997. Lønnsveksten øker fra 2½ prosent i 1994 til vel 5 prosent i 1997. I konkurranseutsatt sektor vil lønnsveksten være 5½ prosent i 1997. Konkurranssevnen svekkes med 2¼ prosent pr år fra 1994 til 1997.

Overskuddet på driftsbalansen overfor utlandet blir under disse forutsetningene liggende på knappe 30 milliarder i hele fremskrivningsperioden. Norges nettofordringer på utlandet vil med dette stige til om lag 70 milliarder kroner i 1997, eller rundt 8 prosent av BNP.

Framskrivningene basert på RIMINI illustrerer således at vi kan stå overfor en konsumdrevet oppgang i norsk økonomi. En økning i boligprisene bidrar til å sette i gang denne oppgangen, men den viktigste drivkraften er vekst i husholdningenes disponible inntekter. Lønnsveksten forsterkes av aktivitetsoppgangen, og mot slutten av fremskrivningsperioden er det bygget opp klare prisdrivende effekter i norsk økonomi.

Når dette er sagt, vil vi påpeke at usikkerheten om den fremtidige utviklingen er stor. Ved siden av den usikkerheten som er knyttet til den internasjonale utviklingen og andre eksogene variable, vil en modellbasert fremskrivning være avhengig av at økonomien fungerer på samme måte fremover som den gjorde i de historiske årene modellen er tallfestet på.

Usikkerheten er særlig knyttet til utviklingen i privat konsum, investeringer og pris- og lønnsutviklingen.

Husholdningenes konsumeterspørsel

Den årlige veksten i privat konsum er beregnet til 3½ prosent i årene 1995-97. Samtidig holder spareraten seg i underkant av 5 prosent, om lag på nivået fra 1992 og 1994, men lavere enn i 1993. Inntektsveksten er dermed sterk nok til at konsumet kan øke, samtidig som formuesoppbyggingen i husholdningssektoren fortsetter. Dette innebærer at husholdningenes sparing i prosent av disponibel

inntekt vil ligge på det nivået en hadde før dereguleringen av kreditt- og boligmarkedet på 1980-tallet. Beholdningen av både finans- og realkapital vil øke til noe høyere nivåer enn tidlig på 1980-tallet. Den økte verdien av realkapitalbeholdningen skyldes både høyere volum og høyere realverdi av boliger. Husholdningenes finansinvesteringer vil etter dette ligge på rundt 30 milliarder kroner pr år, tilnærmet samme nivå som i 1992.

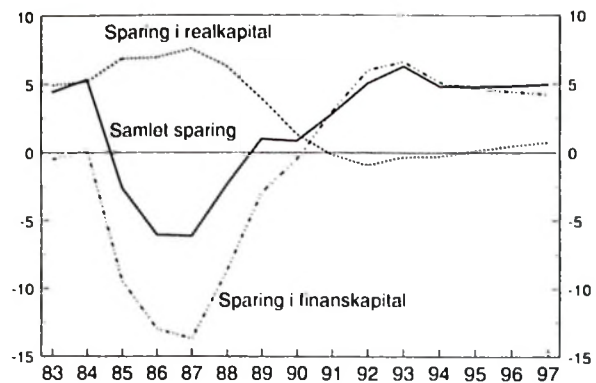
Det har i mange sammenhenger vært fokusert på usikkerheten omkring husholdningenes tilpasning. Usikkerheten består særlig i hvilket nivå på sparing og kapitalbeholdning husholdningene vil ønske i årene framover. Selv om nivået på realrente etter skatt vil ligge mye lavere enn tidlig på 1990-tallet, vil det være atskillig høyere enn det var på mesteparten av 1980-tallet. Dette skulle trekke i retning av at sparingen vil ligge høyere på midten av 1990-tallet enn den gjorde tidlig på 1980-tallet. Dette behøver imidlertid ikke å bety at den samlede spareraten kommer til å ligge høyere. Virkningen av den økte realrenten kan være ivaretatt ved at samlet sparing nå nesten utelukkende består av finanssparing. Det knytter seg likevel stor usikkerhet til fremtidig spareatferd. Blant annet ligger norske husholdningers sparing vesentlig lavere enn i andre land.

Veksten i disponible inntekter skyldes særlig stigning i husholdningenes lønnsinntekter. For årene 1995-97 er veksten i realtimelønningene beregnet til gjennomsnittlig 1¼ prosent pr år, mens antall utførte timeverk øker med om lag 1½ prosent. Den høye finanssparing gir også renteavkastning som bidrar til inntektsveksten.

Det kraftige rentefallet vi har sett hittil i år har gitt et vesentlig bidrag til at prisene på brukte boliger igjen har begynt å stige. I RIMINI er det nå innarbeidet en relasjon som forklarer utviklingen i boligprisene. Denne er omtalt i en egen artikkel i dette nummeret av Penger og Kreditt. Relasjonen spiller en viktig rolle i modellen. Verdien av boligformuen utgjør hoveddelen av husholdningenes formue. Siden formuens størrelse har betydning for privat konsum, slår endringer i boligprisene nokså direkte ut i endringer i det private konsumet.

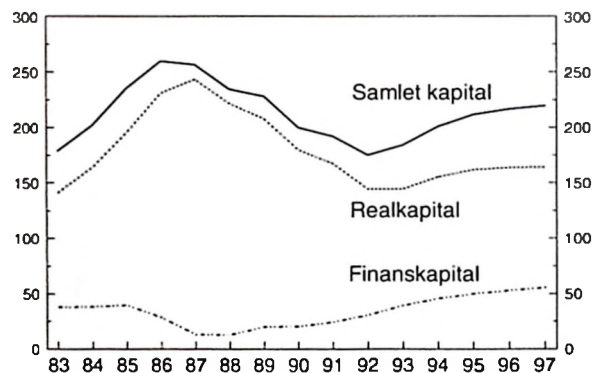
Fremskrivningen innebærer at den begyn-

Figur 1.9a Husholdningenes sparing



Den samlede sparingen utgjorde rundt 5 prosent av disponibel inntekt i 1984, men falt så til -6 prosent i løpet av to år. Ikke før i 1992 var sparingen igjen oppe i 5 prosent av inntekten. Framskrivningene i kapittel 1 og i Aktuell utdyping innebærer at spareraten vil fortsette å ligge rundt 5 prosent, etter en midlertidig økning til vel 6 prosent i inneværende år. Sammensetningen av sparingen vil likevel være svært endret i forhold til perioden før dereguleringen av kredittmarkedet: Mens sparingen den gang besto av økning i realkapitalbeholdningen, dvs. boliginvesteringer, så vil sparingen på 1990-tallet i stor grad bestå av finansinvesteringer.

Figur 1.9b Husholdningenes kapitalbeholdning



Dersom vi får den nevnte utviklingen i spareatferden, vil total kapitalbeholdning komme opp i 220 prosent av disponibel inntekt i 1997. Dette er en økning på 45 prosentpoeng siden bunnivået i 1993, men fortsatt atskillig lavere enn på midten av 1980-tallet. Det er beholdningen av realkapital som trekker nivået ned - beholdningen av finanskapital vil ligge noe over det nivået man hadde i 1985.

Kilde: Norges Bank.

nende veksten i boligprisene vil fortsette både neste år og i årene 1995-97. Veksten flater imidlertid ut mot slutten av perioden. Den gjennomsnittlige årlige realprisveksten er beregnet til i underkant av 5 prosent i årene 1995 til 1997, og den samlede realprisoppgangen fra 1993 til 1997 blir i så fall 18 prosent. Prisnivået i 1997 er reelt om lag det var før den sterke stigningen i boligprisene satte inn fra 1985. Som følge av økningen i boligprisene, legger vi til grunn at også boliginvesteringene vil øke med i gjennomsnitt 12 prosent årlig i perioden 1995-97.

Bedriftenes investeringssetterspørsel

Bruttorealinvesteringene i næringslivet i fastlandsøkonomien vil etter hvert bli positivt påvirket av den økte innenlandske etterspørselen. Imidlertid vil fortsatt overkapasitet i skjermet sektor, økt internasjonal konkurranse og høyt kostnadsnivå dempe de tradisjonelle akselleratoreffektene (sammenhengen mellom investeringer og forventet produksjonsøkning) på investeringene.

Som et gjennomsnitt over perioden 1995-97 anslås den årlige veksten i de samlede bruttorealinvesteringene i næringslivet i fastlandsøkonomien til 6 prosent. Mot slutten av fremskrivningsperioden forutsettes investeringene i tjenesteyting å øke, mens veksten i industriinvesteringene flater ut. Nedgangen i investeringene i oljesektoren fra og med neste år reduserer etterspørselen rettet mot bedriftene i Fastlands-Norge, og dette vil bidra til å dra ned industriinvesteringene. De viktigste bidragene til investeringsveksten framover, ved siden av økt konsumetterspørsel, er store samferdselsprosjekter, som for eksempel utbyggingen av Gardermoen.

Pris- og lønnsutviklingen

I våre beregninger har vi lagt til grunn at lønnsdannelsen i årene framover vil være den samme som man har sett historisk. Usikkerheten i lønns- og prisutviklingen er

knyttet til hvorvidt partene i arbeidslivet lykkes i å endre disse mekanismene for lønnsfastsettelsen. Når en legger uendret lønnsdannelse til grunn, viser beregningene en klar oppgang i lønnsveksten de tre siste årene av prognoseperioden. Høyere aktivitet reduserer arbeidsledigheten og bidrar etter hvert til høyere lønnsvekst. Lønnsveksten i konkurranseutsatt sektor er mest følsom overfor endringer i sysselsettingen, slik at veksten blir noe sterkere her enn i skjermet sektor mot slutten av perioden. Veksten i timelønningene i årene 1995 til 1997 er beregnet til gjennomsnittlig 4½ prosent. Mens lønnsveksten blir om lag 2½ prosent i 1994, når den opp i vel 5 prosent i 1997. I industri og bygg- og anleggsvirksomhet blir lønnsveksten 5½ prosent i 1997. Arbeidsledigheten blir om lag 4½ prosent i 1997 og ligger dermed 1½ prosentpoeng lavere enn i dag.

Den høye lønnsveksten betyr at norsk industris konkurransevne igjen forverres, og det i betydelig grad. I fremskrivningen blir den i gjennomsnitt svekket med 2¼ prosent årlig fra 1994 til 1997 og i 1997 er forverringen knapt 4 prosent.

Gjennomslaget på prisene er moderat innenfor den perioden vi betrakter. Den gjennomsnittlige konsumprisveksten i årene 1995-97 er beregnet til 2½ prosent. Det er imidlertid en klar økning i prisstigningstakten gjennom disse årene, slik at det bygges opp et underliggende press på prisene som først vil få full effekt etter 1997.

Det bildet som her er tegnet av hvorledes det vil gå når norsk økonomi igjen kommer inn i en konjunkturoppgang, er basert på den historiske erfaringen - dette er slik det tidligere har gått. Utfordringene for den økonomiske politikken og for partene i arbeidslivet er å forhindre at dette blir resultatet også av den neste konjunkturoppgangen. Lykkes en med å holde igjen i lønnsveksten vil trolig styrken i konjunkturoppgangen dempes noe, men oppgangen kan bli varig. Det er dermed større sjanser for å unngå en utvikling hvor norsk økonomi står dårlig rustet til å møte et omslag som følger i oppgangens kjølvann.

Modellgrunnlag og foretatte modellkorreksjoner

I de økonomiske fremskrivningene har vi benyttet RIMINI-modellen, en økonometrisk kvartalsmodell utviklet av Utretningsavdelingen i Norges Bank. Modellen er dynamisk, slik at utviklingen i en variabel (for eksempel ledigheten) for en stor del forklares av historien til vedkommende variabel og nært tilknyttede variable (i tilfellet med arbeidsledigheten: real-lønninger og etterspørsel). Det er lagt stor vekt på å utforme modellen slik at hovedmekanismene er stabile over estimeringsperioden.

De viktigste mekanismene i RIMINI av betydning for våre beregninger er:

Arbeidsmarked og produksjon

Produsentene bestemmer *prisene* som påslag på normale kostnader, der lønningene veier tungt (imperfekt konkurranse). *Lønningene* påvirkes av konsumpriser, «presset» på arbeidsmarkedet og lønnsomheten i bedriftene. Det er det økte presset i arbeidsmarkedet som drar igang lønnsveksten. Denne effekten er mest markert for industri- og bygge- og anleggssektoren, der lønnsveksten tar seg spesielt sterkt opp. Fordi bedriftene er sene med å justere prisene, vil reallønnsveksten tilta i konjunkturoppgangen.

Innenlandsk etterspørsel

Det *private konsumet* avhenger av inntekt og formue. *Boligprisene* er en sentral variabel for

Tabell 1.9 Foretatte modellkorreksjoner

	Korreksjonsleddets bidrag til den prosentvise veksten				
	1991	1992	1993	1994	1995-1997 ¹⁾
Privat konsum	-1,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,4
Private foretaksinvesteringer					
Industri og bygg og anlegg	-13,4	9,7	-0,9	-13,7	1,9
Varehandel og tjenesteyting	-2,0	8,3	-5,0	-8,1	-3,9
Eksportvolum, utekonkurrerende	-2,2	0,5	-0,8	-0,8	-0,7
Importvolum i alt	2,7	0,1	-1,7	3,9	1,7
Konsumpriser	0,5	-0,3	-0,6	0,1	0,1
Timelønn					
Industri, bygg og anlegg	-1,3	1,5	-0,9	-0,3	0,1
Varehandel og tjenesteyting	-0,3	-1,1	1,7	-0,4	0,2
Boligpriser	-2,2	0,9	2,7	0,0	0,0
Husholdningenes gjeld	0,6	-0,7	-0,2	0,0	-3,2

1) Gjennomsnittlig, årlig bidrag

formuesutviklingen, siden mesteparten av husholdningenes formue består av boligkapital. Renteendringer har stor betydning for boligprisene på kort sikt. *Foretaksinvesteringene* avhenger av forventet produksjonsvekst, realrente og indikatorer for lønnsomhet.

Foretatte modellkorreksjoner

Tabell 1.9 viser de viktigste modellkorreksjoner som har vært gjort i forbindelse med fremskriv-

ningene presentert foran. Korreksjonsleddene angir i hvilket omfang modellens resultater er blitt korrigert på bakgrunn av statistisk informasjon eller annen viten (inklusive skjønn), som vurderes å ikke være tilstrekkelig innarbeidet i modellen.

Tabellen viser korreksjonsleddenes bidrag til prosentvis vekst for en del variable. For prognoseperioden viser dette hvorledes modellen er korrigert. For den historiske perioden, dvs. 1991-92 og delvis også i 1993, viser derimot korreksjonsleddene hvorledes modellens relasjoner har truffet de historiske dataene. F.eks. skyldes vekstbidraget fra korreksjonsleddet for det private konsumet i 1993 at konsumfunksjonen «bommet» på konsumnivået med 1,3 prosent i 1992.

De viktigste korreksjonene er foretatt i relasjonene for privat konsum, i investeringsrelasjonene for foretakene i fastlandsøkonomien og i eksportvolumet.

I årene 1994-96 er *konsumveksten* nedjustert med i gjennomsnitt knappe ½ prosent pr år i forhold til hva modellen ville ha gitt. Korreksjonen er sterkest i 1995. Denne nedjusteringen er foretatt ut fra en vurdering av at konsumveksten ble svært høy når boligprisrelasjonen ble inkludert. Husholdningene har imidlertid nå sett at en økning i boligprisene kan følges av fallende priser.

Investeringsrelasjonene i alle de norske makromodellene, også i RIMINI, indikerer at det først og fremst er de såkalte akselleratormekanismene som er bestemmende for investerings-

utviklingen. Uten bruk av korreksjonsledd i investeringsrelasjonene ville RIMINI gitt et kraftig investeringsoppsving i 1994 og 1995, men dette har vi stor grad justert ned, jf. omtalen i teksten. (Akkumulert er nedjusteringen over perioden 8 prosent for industri og bygg og anlegg og 20 prosent for varehandel og tjenesteteyting). De samme forholdene er lagt til grunn for en nedjustering av *eksportvolumet*.

Det forløpet modellen genererer for priser og lønninger, er som nevnt bare ubetydelig fraveket i prognoseperioden (1994-97).

Boligprisutviklingen er ikke korrigert. Korreksjonen av husholdningenes låneopptak bunner i en vurdering av at bankene vil være mer restriktive enn på 1980-tallet med å låne ut mot sikkerhet i bolig. Relasjonen som bestemmer husholdningenes gjeld er, som de øvrige relasjonene, basert på historiske data. Her har vi korrigert med det håp at historien *ikke* gjentar seg. Den nominelle årlige veksten i husholdningenes gjeld blir etter denne korreksjonen 2¼ prosent i 1994, 4¼ prosent i 1995 og 6¼ prosent i 1996-97.

Lønnsomhetsutvikling i foretakssektoren

Som en del av engasjementsoppfølgingen av utlånsvirksomheten fra Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND), foretar Norges Bank regnskapsanalyser av et stort antall norske foretak. Regnskapstall for foretak med engasjement fra SND, sammen med regnskapstall for foretakene notert på Oslo Børs (utenom selskaper innen shipping og finans) danner Sebra-databasen i Norges Bank. Denne databasen gir mulighet til å studere lønnsomhetsutviklingen i foretakssektoren basert på oppgaver for det enkelte foretak. På bakgrunn av disse tallene vil det igjen være interessant å ha for øye hvilke implikasjoner lønnsomhetsutviklingen kan få for den makroøkonomiske utviklingen.

For foretakene samlet viser analysen at inntjeningen, målt som andel av driftsinntektene, bedret seg fra 1991 til 1992 både for SND-foretak og for børsnoterte foretak. Ser vi imidlertid på inntjeningen i forhold til langsiktig gjeld, er utviklingen svært ulik for SND- og børsnoterte foretak. Mens de børsnoterte foretakene hadde fall i inntjeningen i prosent av langsiktig gjeld, viste SND-foretakene en markert vekst siste år. Likviditetssituasjonen fra 1991 til 1992 er om lag uendret når vi ser på foretakene samlet. Her har imidlertid de børsnoterte foretakene hatt en bedring, mens SND-foretakenes likviditet ble svekket fra 1991 til 1992. Utviklingen i soliditeten gjenspeiler utviklingen i inntjening – børsnoterte foretak har svekket sin soliditet i 1992, mens SND-foretakene har bedret soliditeten.

Analysen i dette kapitlet er basert på data registrert i Sebra-databasen i Norges Bank. Den omfatter de fleste foretak som har tatt opp lån eller fått garantier og tilskudd fra Statens Nærings- og Distriktsutviklingsfond (SND). SND ble etablert i 1993, etter en sammenslåing av Distriktenes utbyggingsfond, Småforetaksfondet, Industribanken og Industrifondet. Historisk omfatter databasen de fleste av engasjementene til disse institusjonene, og i analysen inngår om lag 6000 foretak hvert år. Fra 1987/1988 har en også inkludert børsnoterte foretak unntatt shipping- og finansforetak. For 1987 inngår imidlertid bare 50 børsnoterte foretak. Det lave antallet i 1987 tilsier at analyseresultatene for dette året må tolkes med større forsiktighet. Selv om antall børsnoterte foretak er langt lavere enn antall SND-foretak, er de børsnoterte foretakene såvidt store at de i stor grad preger utviklingen i totalstørrelsene. Analysen av foretakenes lønnsomhet, likviditet og soliditet er basert på foretakenes offisielle årsregnskaper.

På grunn av kriteriene for tildeling av midler fra SND har utvalget en viss overrepresentasjon av enkelte bransjer og regioner. Dette

gjør at materialet som er beskrevet ikke uten videre kan brukes til å trekke konklusjoner om næringslivet generelt. Det er spesielt varehandel og foretak i sentrale strøk som er dårlig representert. Denne skjevheten motvirkes i noen grad ved at de børsnoterte selskapene også er inkludert.

Når en skal vurdere utviklingen i foretakene, er det spesielt tre størrelser det er interessant å fokusere på: inntjening, likviditet og soliditet. Det er gjort nærmere rede for disse begrepene i en egen ramme.

Store forskjeller i inntjening mellom SND-foretak og børsnoterte foretak

Av figur 2.1a går det fram at inntjeningen, målt som selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld, har svekket seg hvert år fra 1988 til 1991 når vi ser på utviklingen for alle foretakene i Sebra-databasen. Fra 1991 til 1992 var inntjeningen om lag uendret. Utviklingen er imidlertid svært ulik mellom de foretakene som er notert på Oslo Børs og de foretakene som er knyttet til SND.

Inntjening, likviditet og soliditet

For å kunne vurdere bedriftenes utvikling i de siste årene har vi med utgangspunkt i årsregnskapene valgt å konsentrere omtalen om tre sentrale begreper:

Inntjening

Forholdstallene vi har brukt her, er bedriftenes kontantinntjening av egen ordinær virksomhet målt i prosent av driftsinntektene og i prosent av langsiktig gjeld. Kontantinntjeningen, eller selvfinansieringen, er definert som resultat før ekstraordinære poster, tillagt av- og nedskrivninger og fratrukket skatt. Selvfinansieringen bør være så stor at den kan dekke avdrag på lån, utbytte på aksjekapital, samt bidra til en viss egenandel i finansieringen av realinvesteringer og til oppbygging av den nødvendige driftskapitalen. Et greit holdepunkt er at selvfinansieringen i det minste bør være 20 prosent av langsiktig gjeld. Dette innebærer en gjennomsnittlig tilbakebetaling av gjestående gjeld over 5 år dersom det ikke betales utbytte eller gjennomføres investeringer med krav om egenandel. Det er foretatt flere forskjellige statistiske tester som viser at inntjeningsmålet selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld er en god delindikator på en bedrifts overlevelsesvne.

Likviditet

Som et mål på likviditeten i bedriftene har vi benyttet bedriftenes arbeidskapital i prosent av

driftsinntekter. Arbeidskapitalen defineres som omløpsmidler (kortsiktige plasseringer) fratrukket kortsiktig gjeld. Bedriftens likviditetsmessige situasjon forverres normalt når arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene reduseres, og forbedres når den øker, gitt at forholdet mellom de forskjellige komponenter i arbeidskapitalen er uendret. Endringer i en bedrifts likviditet gir en indikasjon på om bedriftens evne til å dekke sine løpende forpliktelser styrkes eller svekkes.

Soliditet

Forholdstallet som er benyttet her er egenkapitalen i prosent av bedriftenes totale kapital. En bedrifts egenkapital er en buffer som reduseres når bedriften går med underskudd og øker når den går med overskudd, dersom ikke hele overskuddet tas ut som utbytte. Egenkapitalens størrelse gir en indikasjon på bedriftens evne til selv å gjennomføre tiltak for å snu en uheldig utvikling. Det er vanskelig å gi noen norm for hvor stor egenkapitalandelen bør være. I risikoklassifiseringsanalysen som presenteres lenger ut i dette kapitlet, har en satt som kriterium at egenkapitalen bør være større enn 20 prosent for at soliditeten skal kunne klassifiseres som tilfredsstillende. I forhold til andre land er en slik grense forholdsvis lav. Blant annet har skattemessige forhold ført til at norske bedrifter i stor grad har vært gjeldsfinansiert. Sammenligninger med andre land vanskeligjøres imidlertid av at det er ulike verdivurderingsprinsipper i regnskapene.

I SND-foretakene falt inntjeningen i 1988 og 1989, men den har siden stadig blitt bedret. I perioden 1989 til 1992 økte selvfinansieringen som andel av langsiktig gjeld med 5 prosentpoeng, hvorav 4 prosentpoeng av økningen kom i 1992. Den samme utviklingen ser man dersom man betrakter størrelsen selvfinansiering som andel av driftsinntekter, selv om fallet i 1988 og 1989 er langt mer moderat i dette nøkkeltallet (jfr figur 2.1b).

Når man ser på utviklingen i et forholdstall, kan endringer være forårsaket både av endringer i teller og nevner, det vil si i selvfinansiering og langsiktig gjeld. Ideelt sett burde man derfor sett på disse hver for seg for å forklare endringene. Fordi analysen omfatter

ulike foretak fra år til år, ville dette imidlertid gi lite mening – da ville man få store endringer som følge av endringer i sammensetningen av utvalget, uten at det nødvendigvis har skjedd endringer i lønnsomheten. Dette vil i mindre grad være tilfelle når en betrakter forholdstall, fordi variasjonen fra foretak til foretak da er mindre.

I en analyse basert på et utvalg der de samme SND-foretakene inngår alle årene, går det fram at omsetningen i foretakene falt fra 1988 til 1989, slik at dette kan være en sannsynlig forklaring på reduksjonen i inntjening dette året. I det samme utvalget har man observert en markert økning i driftsinntektene i perioden 1989 til 1992. Sammen med en reduksjon

i kostnadsnivået, indikerer dette en bedre kapasitetsutnyttelse (effektivitet) og kan forklare inntjeningsveksten i denne perioden. SND-foretakenes langsiktige gjeldsnivå i forhold til totalkapitalen har vært relativt stabilt i perioden, med unntak av en viss økning fra 1991 til 1992.

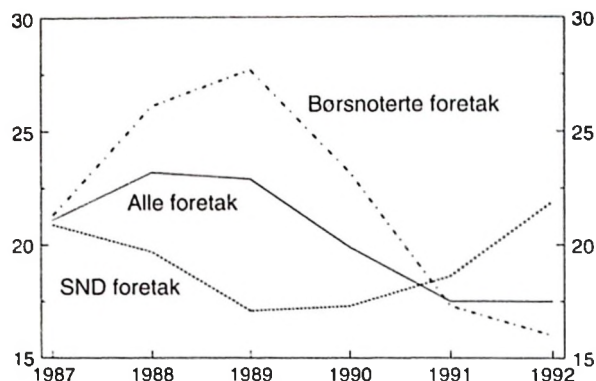
Utviklingen må sees i lys av skattereformen, som innebar oppløsning av den betingede egenkapitalen slik at 28 prosent av deler av de betingede reservene skulle føres som utsatt skatt, det vil si som en del av den langsiktige gjelden. De resterende betingede reservene skulle føres som egenkapital. Siden langsiktig gjeld har økt som følge av reformen, skulle en tro at skattereformen bidrog til å redusere størrelsen selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld. Når man faktisk har fått en økning i denne størrelsen, er dette altså på tross av virkningen av reformen.

Inntjeningen, målt som selvfinansiering i prosent av langsiktig gjeld, i de børsnoterte foretakene viste en positiv utvikling i 1988 og 1989. Fra og med 1990 har imidlertid inntjeningen falt betydelig. Likevel har de børsnoterte foretakene gjennomgående hatt en bedre inntjening enn SND-foretakene i perioden fra 1987 til 1990. Målt som andel av driftsinntektene har de børsnoterte foretakene i hele perioden hatt en høyere selvfinansiering enn SND-foretakene. Denne forskjellen har imidlertid avtatt merkbart i de senere årene.

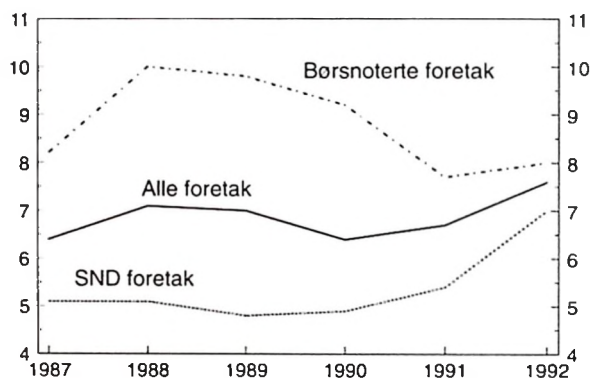
For å si noe om de bakenforliggende årsakene, må vi også for de børsnoterte foretakene studere et utvalg der de samme foretakene inngår alle årene. En slik analyse viser at selvfinansieringen reduseres i 1991 som følge av en generell økning i kostnadsnivået. Dette blir også bekreftet av tall for alle foretakene i utvalget, som viser at kostnader som andel av driftsinntektene har økt fra 1990 til 1991. Selvfinansieringen som andel av langsiktig gjeld ble ytterligere redusert som følge av at også nevneren, den langsiktige gjelden, økte dette året. Reduksjonen i forholdet mellom selvfinansiering og langsiktig gjeld ser også i 1992 ut til å skyldes økt langsiktig gjeld, og en vesentlig andel av denne økningen må tilskrives skattereformen. I 1992 var det stagnasjon i driftsinntektene, men samtidig en viss reduksjon i det generelle kostnadsnivået, slik at selvfinansieringen isolert sett steg. Dette

Figur 2.1 Inntjening i foretakssektoren

a. Målt som selvfinansiering for ekstraordinære poster, i prosent av langsiktig gjeld



b. Målt som selvfinansiering for ekstraordinære poster, i prosent av driftsinntekter



Kilde: Sebra-databasen, Norges Bank

kommer tydeligere fram hvis vi ser på selvfinansiering som andel av driftsinntektene. Denne størrelsen falt fra 9,2 prosent i 1990 til 7,7 prosent i 1991, for så å øke til 8,0 prosent i 1992.

Likviditeten marginalt svekket siste år

Figur 2.2 illustrerer utviklingen i likviditeten i perioden fra 1987 til 1992. For foretakene under er det en trendmessig bedring i likviditetssituasjonen fra 1987 til 1990. I de to siste årene har likviditeten blitt svekket igjen. Her er skillet mellom de to gruppene av foretak langt mindre markert enn tilfellet var for inntjeningen, bortsett fra i 1992 da likvidite-

ten falt for SND-foretakene mens den ble bedret for børsforetakene.

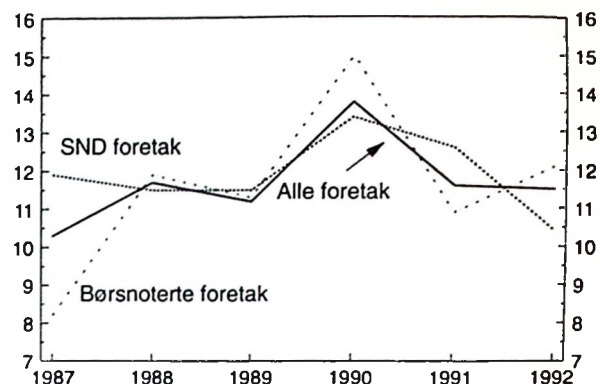
I gruppen av SND-foretak ble arbeidskapitalen redusert fra 12 til 10 prosent av driftsinntektene fra 1987 til 1992. Forholdstallet økte markert fra 1989 til 1990, men falt igjen de siste to årene. Dette indikerer isolert sett en svekket likviditetssituasjon, men her vil det ha betydning hvilke endringer man har hatt i sammensetningen av arbeidskapitalen. Det viser seg at det har vært en nedgang i foretakenes kundefordringer og i leverandørgjeld som andel av driftsinntektene. Dette indikerer at kreditt-tidene i gjennomsnitt har blitt kortere. Foretakene har betalt tilbake leverandørgjeld raskere enn tidligere, samtidig som tiden fra levering til betaling fra kunder er redusert. Dette representerer reduserte kostnader, og er slik sett en gunstig utvikling for foretakene. På den annen side har gjelden til det offentlige økt.

De børsnoterte foretakene har bedret forholdet mellom arbeidskapital og driftsinntekter fra om lag 8 prosent i 1987 til 12 prosent i 1992, men den har variert en del gjennom perioden. Arbeidskapitalen som andel av driftsinntektene var størst i 1990, og etter et fall i 1991 økte forholdtallet med om lag 1 prosentpoeng igjen i 1992. Går en nærmere inn på de ulike komponentene i arbeidskapitalen, blir det klart at en viktig del av fallet fra 1990 til 1992 skyldes reduksjon i varelagrene. Dersom dette ikke medfører driftsmessige problemer for foretakene, kan det derfor synes som om likviditeten ikke har forverret seg den siste toårsperioden, til tross for reduksjonen i arbeidskapitalen i prosent av driftsinntektene.

Soliditeten sterkest for børsforetakene

Av figur 2.3 går det fram at *soliditeten*, målt ved egenkapitalandelen, har bedret seg markert fra 1987 til 1992 for både SND-foretak og børsnoterte foretak. Utviklingen er noe ulik for de to foretaksgruppene, og siden 1988 har soliditeten vært bedre i børsforetak enn i SND-foretakene. I 1991 og 1992 økte egenkapitalandelen for SND-foretakene, mens den falt i børsforetakene. Dette må sees i sammenheng med utviklingen i selvfinansieringen i de to utvalgene av foretak, hvor utviklingen var bedre i SND-foretak enn i børsnoterte foretak.

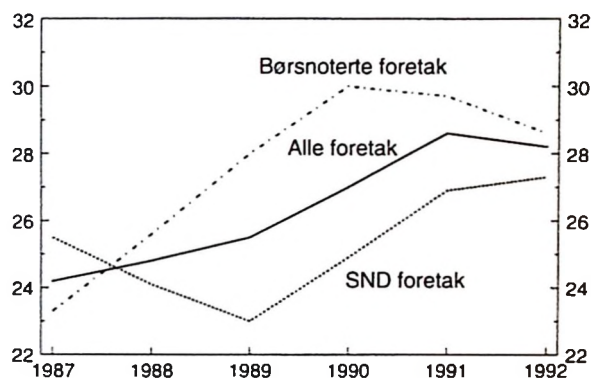
Figur 2.2 Likviditet i foretakssektoren



Figuren viser utviklingen i likviditeten målt som arbeidskapital i prosent av driftsinntekter for henholdsvis SND-foretak, børsnoterte foretak og for foretakene samlet.

Kilde: Sebra-databasen, Norges Bank

Figur 2.3 Soliditet i foretakssektoren



Figuren viser utviklingen i soliditet målt som egenkapital i prosent av total kapital for henholdsvis SND-foretak, børsnoterte foretak og for foretakene samlet.

Kilde: Sebra-databasen, Norges Bank

Små foretak har svakest inntjening og soliditet

Inntjeningen målt ved selvfinansiering i prosent av driftsinntekter fordeler seg ujevnt mellom foretak av ulik størrelse, målt ved omsetningsnivå. Endringene fra 1990 til 1992 er entydig positive for samtlige grupperinger.

Følgende omsetningsgrupperinger er analysert for perioden 1990 til 1992: 0-4,9; 5-9,9; 10-19,9; 20-49,9; 50-99,9 og mer enn 100 millioner kroner i omsetning. De minste foretakene hadde i 1990 en negativ selvfinansiering som utgjorde -1,8 prosent av driftsinntektene. Foretak med omsetning over 100 millioner kroner hadde til sammenlikning en selvfinansiering som utgjorde om lag 5 prosent av driftsinntektene. Hele mellomsjiktet lå relativt jevnt på omkring 3 prosent. Fra 1990 til 1992 er det de minste foretakene som har hatt den største forbedringen, men disse ligger fremdeles dårligst an med om lag 3 prosent.

Mellomsjiktet er stabilt på omkring 4 prosent for alle grupperinger, mens grupperingen over 100 millioner kroner har økt til om lag 8 prosent.

Vi kan av dette ikke uten videre slutte at «store» foretak er mindre risikofylte enn «små» foretak, da det kan være andre forhold som gjør seg gjeldende. Dette kan for eksempel være at store foretak i gjennomsnitt har eksistert lenger enn små foretak – og sammenhengene kan således være at eldre, vel-etablerte foretak har en bedre inntjening enn relativt nyetablerte foretak.

Soliditeten har i perioden 1990 til 1992

Risikoklassifiserings-skjemaet

Risikoklassifiseringssystemet i Sebra-modellen fokuserer på de tre sentrale begrepene inntjening, likviditet og egenkapital. Klassifiseringssystemet er en forenkling av vårt generelle analysesystem. Hovedpoenget er å vurdere bedriftenes inntjenings- og betalingsevne, og dermed også deres overlevelsessevne.

Risikoklassifiseringen er grovt sett bygd opp slik:

- *Inntjeningen*, målt som selvfinansiering i forhold til langsiktig gjeld, må være 20 prosent eller mer for at man skal kunne karakterisere inntjeningen som tilfredsstillende. Bedrifter som har en svakere inntjening enn dette plasseres i to grupper – de med negativ inntjening, og de som ligger i intervallet 0 til 20 prosent.
- Når det gjelder utviklingen i *likviditeten*, målt som arbeidskapital i prosent av driftsinntektene, skilles det kun etter om det har vært en økning eller reduksjon i denne størrelsen.

- For soliditeten målt som egenkapital i prosent av total kapital, er det foretatt en inndeling av bedriftene i tre grupper – de som ligger over 20 prosent, de som ligger i intervallet 0-20 prosent og de som har negativ egenkapitalandel.

Gjennom å kombinere disse tre variablene får vi en inndeling i 18 risikogrupper, som vist i tabellen nedenfor. Disse 18 risikogrupperne kan igjen summeres opp til 8 risikoklasser, jf de tykke strekene i tabellen. Disse fordeles så på de tre hovedgruppene høy, middels og lav risiko.

Høyrisiko-foretakene er de som i tabellen nedenfor er klassifisert i rutene I-X, mens de med middels risiko ligger i rutene XI-XVI. Lavrisiko-foretakene finner vi i rutene øverst til høyre i tabellen, dvs. XVII og XVIII. I figur 2.4 er den faktiske fordelingen av foretakene på disse gruppene gjengitt.

	Klassifisering	Egenkapital- andel < 0	Egenkapital- andel 0-20%	Egenkapital- andel > 20%
Positiv inntjening store eller lik 20% av langsiktig gjeld	Positiv utvikling i likviditeten	XV	XVI	XVIII
	Negativ utvikling i likviditeten	XIII	XIV	XVII
Positiv inntjening, men mindre enn 20% av langsiktig gjeld, eller lik 0	Positiv utvikling i likviditeten	IX	X	XII
	Negativ utvikling i likviditeten	VII	VIII	XI
Negativ inntjening	Positiv utvikling i likviditeten	III	IV	VI
	Negativ utvikling i likviditeten	I	II	V

utviklet seg positivt for foretakene i samtlige omsetningsintervall, med unntak av de største foretakene i 1992. Tendensen vedrørende soliditeten er den samme som beskrevet under punktet om inntjening. Det er de største foretakene som har størst egenkapitalandel. For samtlige år i analysen er differansen i egenkapitalandelen mellom hver omsetningsgruppe om lag 2–2½ prosentpoeng. Foretak med mer enn 20 millioner kroner i omsetning hadde i gjennomsnitt en egenkapitalandel større enn 20 prosent gjennom hele perioden. Ved utgangen av 1992 hadde foretakene i samtlige omsetningsgrupperinger i gjennomsnitt en egenkapitalandel på 20 prosent eller mer.

Risikoforbedring for SND-foretakene

For å kunne vurdere utviklingen i risikosituasjonen i enkeltforetak, har Norges Bank utarbeidet en egen risikoklassifiseringsmodell. Denne er nærmere omtalt i en egen ramme.

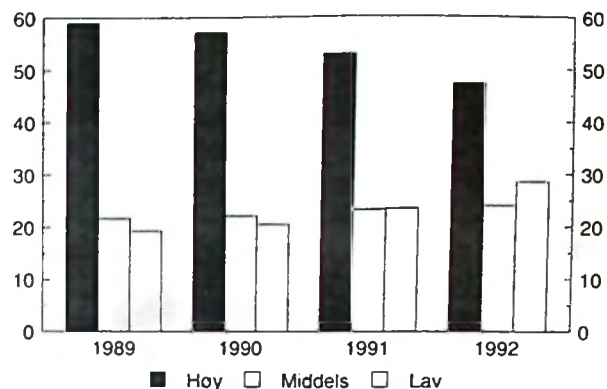
Risikoprofilen for henholdsvis SND-foretak og børsnoterte foretak for årene 1989 til 1992 er gitt i figur 2.4. Av figuren går det fram at det har vært en betydelig reduksjon i risiko i disse årene for SND-foretakene. Bildet er ikke like entydig for de børsnoterte foretakene, men risikosituasjonen er totalt sett langt bedre for de børsnoterte foretakene enn for SND-foretakene.

Det som er definert som høyrisiko-gruppen i utvalget av SND-foretak er redusert fra 59 prosent til 47 prosent av totalt antall foretak, og den største reduksjonen har vært i den mest risikoutsatte delen av denne gruppen. Andelen foretak med middels og lav risiko økte med henholdsvis 2 og 9 prosentpoeng. Tilstrømmingen til lav-risikogruppen var spesielt stor i 1992, med en økning på hele 5 prosentpoeng. Hovedårsaken til utviklingen var en forbedret inntjening i perioden.

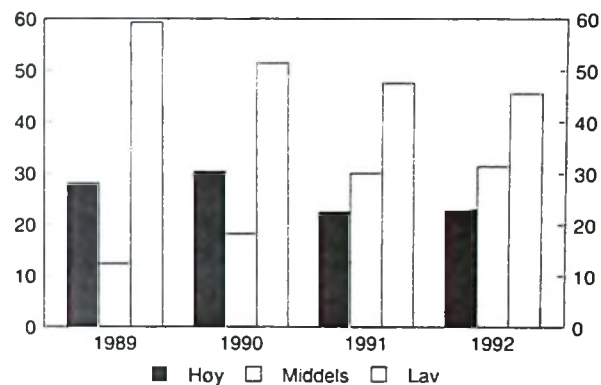
Når det gjelder de børsnoterte foretakene, er høyrisikogruppen i utvalget redusert fra 28 prosent i 1989 til 23 prosent i 1992. Samtidig er imidlertid lavrisikogruppen redusert suksessivt fra 59 prosent av totalen i 1989 til 46 prosent av totalen i 1992. Reduksjonen skyldes først og fremst fallet i inntjeningen de tre siste årene. Andelen av foretak med middels

Figur 2.4 Risikofordeling

a. Risikofordeling blant SND-foretakene



b. Risikofordeling blant børsnoterte foretak



Høyden på søylene viser andelen av foretak i hver enkelt risikogruppe, målt i prosent av totalt antall foretak i utvalget de respektive år.

Kilde: Sebra-databasen, Norges Bank

risiko har økt fra 12 prosent i 1989 til 31 prosent i 1992.

Risikofordelingen av investeringene er forverret siste år

Figur 2.5 viser investeringene fordelt etter hvilken risikoklasse de investerende foretakene er klassifisert i, og dekker de tre siste årene. Investeringene omfatter netto realinvesteringer eksklusive lagerinvesteringer, samt finansinvesteringer som i regnskapene er definert som anleggskapital.

Av figuren går det fram at det i 1992 har funnet sted en kraftig forverring av risikofor-

delingen i forhold til i 1990 og 1991 både for SND-foretakene og børsforetakene. Blant SND-foretakene er andelen av investeringer i lavrisiko-foretak i forhold til totalinvesteringene mer enn halvert siden 1990. Investeringene skjer først og fremst i mellomgruppen, men nivåetall for investeringene viser at investeringene i høyrisiko-foretakene også har økt noe. Alt i alt har likevel risikoklassifiseringen av investeringene preg av lavere risiko enn hva risikoklassifiseringen av foretakene viser (jf figur 2.4).

Investeringene i børsnoterte foretak viser i noen grad den samme utviklingen. Andelen av investeringer i lavrisikogruppen er redusert fra 70 prosent i 1990 til å bli svakt negative i 1992. Negative investeringer innebærer at salg av anleggsmidler overstiger nyinvesteringer. Også andelen investeringer i høyrisikogruppen er redusert over toårsperioden, slik at gruppen med middels risiko har fått en økt andel av investeringene. Dette må sees i sammenheng med at denne gruppen som helhet har økt i antall (jf forrige punkt). Forskyvninger mellom risikogrupperingene har også påvirket antall foretak i lavrisikogruppene, men dette kan på langt nær forklare den kraftige nedgangen i investeringene her.

Godt samsvar mellom mikro- og makrotall

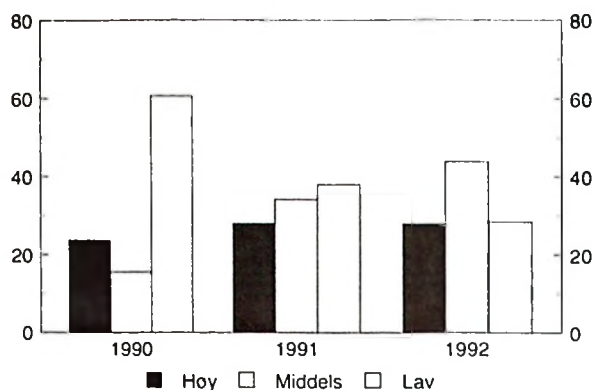
I hvilken grad gjenspeiler lønnsomhetsutviklingen i SND- og børsforetakene utviklingen i aggregerte tall (makro-tall)?

Figur 2.6 illustrerer at lønnsomheten i foretakssektoren i fastlandsøkonomien hadde en trendmessig økning fra 1987 til 1992. Figuren er basert på nasjonalregnskapstall for realinvesteringene og tall fra Norges Banks FIN-DATR-database når det gjelder finansinvesteringene, og viser bruttosparingen som andel av bruttoproduktet i sektoren. Særlig var økningen sterk de to siste årene. Dette samsvarer rimelig godt med mikro-tallene i figur 2.1b, som viser selvfinansieringen i prosent av driftsinntektene i foretakene. Tallene samsvarer best for SND-foretakene, mens de børsnoterte foretakene viser en noe avvikende utvikling, særlig for perioden 1988–91.

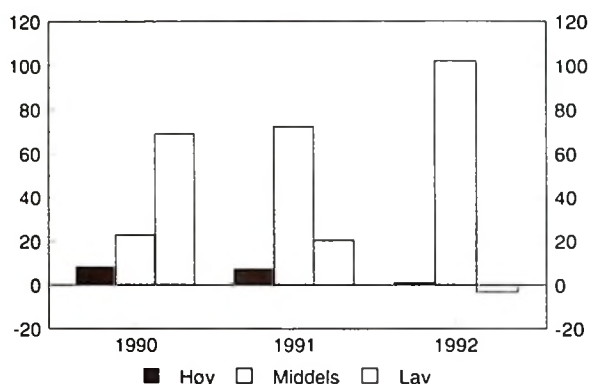
Makro-tallene stemmer derimot dårligere med figur 2.1a, som viser selvfinansieringen i

Figur 2.5 Risikofordeling av investeringene

a. SND-foretak



b. Børsnoterte foretak



Investeringene fordelt etter hvilken risikoklasse foretakene er klassifisert i. Investeringer omfatter netto-realinvesteringer i fast kapital samt finansinvesteringer som i regnskapene er klassifisert som anleggskapital. Netto-realinvesteringer omfatter netto kjøp av anleggskapital fratrukket avskrivninger.

Kilde: Sebra-databasen, Norges Bank

foretakssektoren som andel av langsiktig gjeld. Dette skyldes at langsiktig gjeld som andel av driftsinntekter har økt for hele utvalget samlet.

Figur 2.6 viser videre at realinvesteringene i foretakene i fastlandsøkonomien fram til og med 1990 lå vesentlig høyere enn overskuddet i foretakene (målt ved bruttosparing som andel av bruttoproduktet). Dette innebar at foretakene hadde et behov for å øke sin netto opplåning – de hadde negative finansinvesteringer. Et slikt bilde har vært det vanlige både

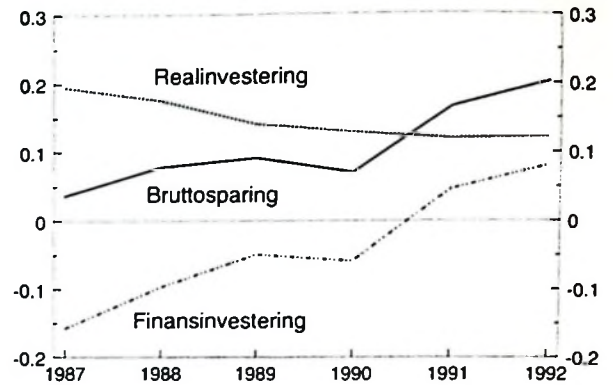
i Norge og andre land. Foretakssektoren sett under ett har vanligvis hatt et behov for å bli tilført finanskapital fra andre sektorer i økonomien.

De to siste årene er dette bildet snudd. Økte realrenter og generell etterspørselssvikt har gjort at foretakene i større grad har plassert sine overskudd i finansielle fordringer, mens realinvesteringene har avtatt. Foretakssektoren har ifølge makro-tallene et overskudd (bruttosparing) som er større enn sektorens samlede realinvesteringer. Dette innebærer at foretakssektoren har et finansielt overskudd etter at realinvesteringene er dekket opp (dvs. positive finansinvesteringer), som må plasseres som fordringsvekst overfor andre sektorer i økonomien. Til nå har dette først og fremst skjedd ved at de har betalt ned på lån i norske banker.

Når ikke mikro- og makrotallene viser enda bedre samsvar, har dette flere mulige årsaker:

- Lønnsomhetsmålet vi har brukt for makro-tallene er bruttosparing som andel av bruttoproduktet. I grove trekk burde dette samsvare med inntjeningen slik den er definert for mikro-tallene. En forskjell er imidlertid at utbyttebetalinger er trukket fra i makro-tallene. Variasjon i utbytteutbetalingene kan således skape manglende samsvar mellom tallseriene. Vi har imidlertid også gjort beregninger hvor det er korrigert for dette, uten at dette ser ut til å være noen vesentlig forklaringsfaktor.
- En del store foretak driver virksomhet både innenfor fastlandsøkonomien og oljesektoren. Siden statistikken er basert på rapporter fra de enkelte foretak, er det vanskelig å splitte opp bruttosparingen på oljevirkosomhet og tradisjonell næringsvirkosomhet. I makro-tallene er dette forsøkt tatt hensyn til ved å lage egne anslag for oljesektoren, mens en i mikro-tallene har sett bort fra disse foretakene.
- Utvalget av foretak i Sebra-databasen reflekterer neppe fullt ut den faktiske utviklingen i økonomien under ett. Sebra er en utvalgsundersøkelse som ikke helt ut er representativ for foretakssektoren – blant annet er varehandelen og foretak i sentrale strøk underrepresentert.

Figur 2.6 Bruttosparing som andel av bruttoproduktet i foretakssektoren



Figuren viser utviklingen i bruttosparing, netto finansinvesteringer og bruttorealinvesteringer som andel av bruttoproduktet i makro, basert på Norges Banks FIN-DATR-database og nasjonalregnskapet. Summen av bruttorealinvesteringer og netto finansinvesteringer tilsvarer bruttosparingen i makro, og vil gjenspeile selvfinansieringen eksklusive utbytte-utbetalinger. Vi burde derfor kunne vente å finne den samme utviklingen her som i Sebra-tallene, jf figur 2.1.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Implikasjoner for utviklingen i realinvesteringene

Til tross for disse usikkerhetsmomentene, gir både mikro- og makro-tallene et bilde av at lønnsomheten i foretakene i fastlandsøkonomien helt klart er på vei opp. Lønnsomhetsutviklingen i foretakene kan være en viktig indikator for den fremtidige makroøkonomiske utviklingen, og særlig for hva som vil skje med realinvesteringene. Det er derfor interessant å ha for øye hvilke implikasjoner den markerte lønnsomhetsøkningen det siste året kan få på ulike komponenter i økonomien som helhet.

Som det fremgår av kapittel 1 og den tekniske dokumentasjonen av beregningene for 1995–97, har vi ikke lagt til grunn noen sterk oppgang i realinvesteringene i næringslivet de nærmeste fire årene, til tross for den bedrede lønnsomheten vi har sett. De nærmeste par årene vil foretakene i fastlandsøkonomien i samsvar med dette fortsette å være i en situasjon hvor overskuddet er større enn realinves-

teringene. Det vil således finne sted en vesentlig nedbygging av sektorens gjeld og en oppbygging av dens finansielle reserver.

En slik utvikling har dels sin bakgrunn i overkapasitet og dårlige konkurransevilkår, jf omtalen i kapittel 1 og i vedlegget til kapittel 1, men utviklingen skyldes også omleggingen av skattesystemet. Før gav skattesystemet et incitament for norske foretak til å ha en stor grad av lånefinansiering. Nå er skattesystemet mer nøytralt, og i samsvar med dette ønsker foretakene å redusere sin gjeld og øke sin egenkapital. En vesentlig oppgang i realinvesteringene i norsk næringsliv forutsetter trolig at denne prosessen må komme vesentlig leng-

er enn den har gjort fram til i dag, samtidig som konkurransevilkårene for norsk næringsliv må bedres og etterspørselen i økonomien må ta seg opp.

Dersom lønnsveksten i et mellomlangsigte perspektiv tar seg vesentlig opp, slik det er antydnet som en mulighet i vedlegget til kapittel 1, vil lønnsomheten i foretakene i fastlandsøkonomien etter hvert svekkes. I så tilfelle kan en igjen komme i en situasjon hvor overskuddet (målt ved bruttosparingen) blir mindre enn realinvesteringene. En slik utvikling vil imidlertid primært reflektere en svekket lønnsomhet, og ikke økte realinvesteringer.

Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

Dei internasjonale penge-, kapital- og valuta-marknadene

Valutamarknadene. Amerikanske dollar har frå byrjinga av september til 26. november styrkt seg med 2½ prosent mot tyske mark og med ½ prosent mot britiske pund. Det har imidlertid vore relativt sterke svingingar i løpet av perioden. I første del av perioden førte svake økonomiske nøkkeltall for USA til at dollaren svekte seg mot både tyske mark og engelske pund, mens faktorar som uro i Russland og tysk rentekutt seinare har medverka til å styrke dollaren. Også jamført med japanske yen er dollaren blitt sterkare. Etter at yen 17. august i år nådde etterkrigstidas sterkaste nivå mot dollar, har dollaren styrkt seg med 7½ prosent.

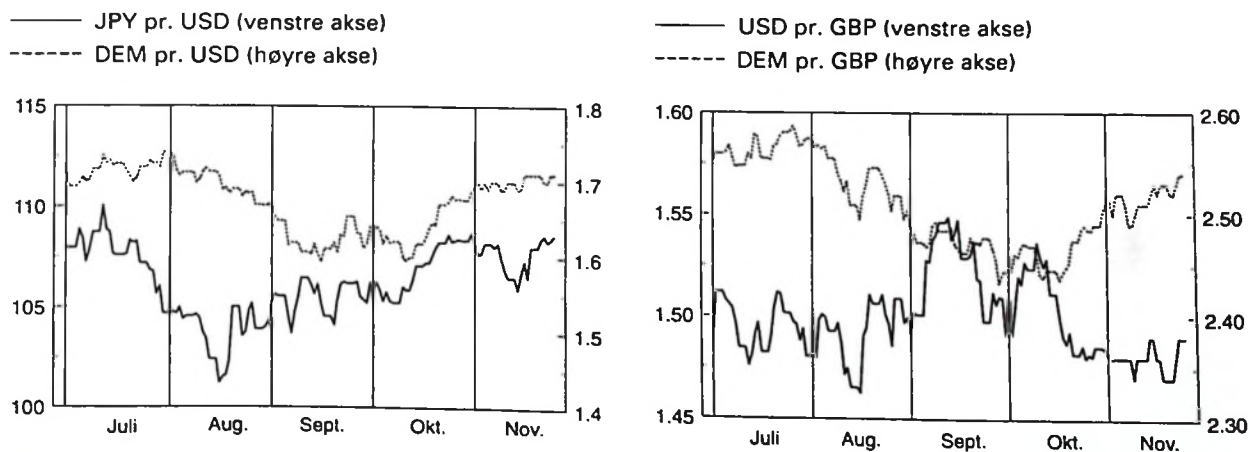
Innan ERM har det vore relativt roleg etter at svingingsmarginen rundt sentralverdiene blei midlertidig utvida i byrjinga av august. Det sterkaste presset har vore mot belgiske franc. etter at det på ny blei fokusert på den store belgiske statsgjelda. Britiske pund svekte seg som følgje av politisk uvisse og

spekulasjonar om rentesinkingar. Tirsdag 23. november senka Bank of England den britiske basisrenta til 5,5 prosent, men kursen på britiske pund har i dagane etter dette styrkt seg både mot amerikanske dollar og mot tyske mark.

Renteutviklinga. Tyske pengemarknadsrenter låg tilnærma flatt i september, men har sidan felle. Målt med 3 månaders eurorente var dei korte rentene 26. november 6,2 prosent, 0,4 prosentpoeng lågare enn i byrjinga av september. Tilsvarende britiske pengemarknadsrenter fall i same periode med 0,6 prosentpoeng til 5,3 prosent. Etter å ha lege flatt sidan februar, byrja dei japanske pengemarknadsrentene å falle i midten av august. Dei fall fram til byrjinga av november med snautt 1 prosentpoeng til 2,3 prosent, og har sidan vore uendra. I USA auka dei korte pengemarknadsrentene frå byrjinga av september til 26. november med 0,3 prosentpoeng til 3,4 prosent.

I Tyskland har rentefallet i obligasjonsmarknaden halde fram. Frå byrjinga av sep-

Figur 3.1. Kursutviklinga for hovudvalutaene. Dagstal. 1. juli 1993 – 26. november 1993



Kjelde: Noregs Bank

tember til 26. november fall 10-årsrentene med 0,3 prosentpoeng til 5,9 prosent. Grunnen til fallet ligg mellom anna i rentekutt frå Bundesbank og forventningar om lågare tysk inflasjon. I Japan fall 10-årsrentene til 3,4 prosent, og rentedifferansen i høve til Tyskland blei redusert med 0,2 prosentpoeng til -2,5 prosentpoeng. I USA var det eit moderat fall i obligasjonsrentene i løpet av september og første del av oktober, men frå midten av oktober har rentenivået auka. Obligasjonsrentene i USA og Tyskland var 22. og 23. november like, men dei amerikanske rentene har etter det falle noko, og var 26. november 0,1 prosentpoeng lågare enn dei tyske. Britiske obligasjonsrenter låg 26. november om lag på same nivå som i byrjinga av september, mens differansen mellom britiske og tyske obligasjonsrenter auka med 0,2 prosentpoeng til 0,8 prosentpoeng.

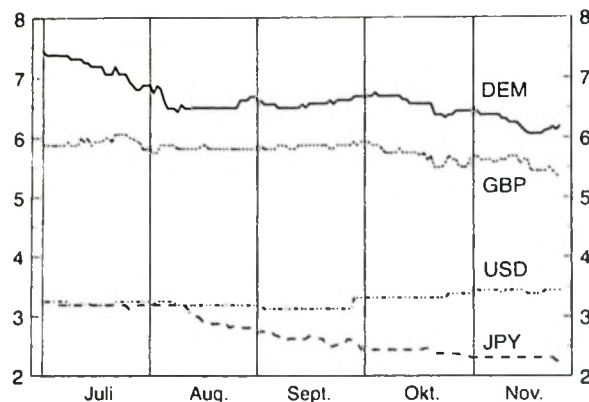
Internasjonale aksjemarknader. Den sterke auken på aksjemarknadene som tok til mot slutten av fjoråret, heldt fram inn i fjerde kvartal, og på fleire av dei internasjonale børsane har indeksverdiane nådd nye toppunkt. Den sterkaste utviklinga har dei europeiske børsane hatt, og da spesielt børsen i Frankfurt (Commerzbank). Frå utgangen av andre kvartal til 26. november styrkte indeksen seg der med 20 prosent, og frå utgangen av tredje kvartal styrkte den seg med 7½ prosent. Indeksni vået låg 6½ prosent lågare enn nivået våren 1990. FT-100-indeksen i London styrkte seg også markant i denne perioden, og det siste «all-time-high»-nivået blei nådd 22. oktober med ein indeksverdi på 3199. I New

Tabell 3.1. Internasjonale aksjemarknader

	Indeks 26.11.93	Prosentvis endring pr. 26.11.93 frå utgangen av	
		2.kv.1993	3.kv.1993
<i>Bors:</i>			
Dow Jones Industr., New York	3 683,7	4,8	3,4
Nikkei, Tokyo	16 726,4	-14,6	-16,8
Commerzbank, Frankfurt	2 253,5	20,2	7,5
FT-SE100, London	3 111,4	7,3	2,4

Kjelde: Financial Times.

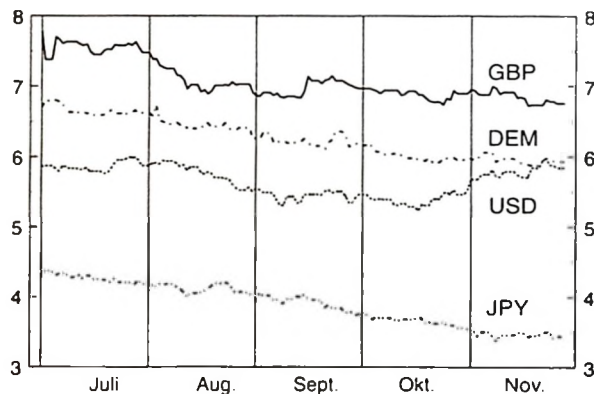
Figur 3.2. Internasjonale rentesatsar for kort-siktige plasseringar (3-månaders eurorente). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1993 – 26. november 1993¹⁾



1) I tabell 27 i tabellvedlegget finst månadstal for kortsiktige rentesatsar for sentrale valutaer det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.3. Internasjonale rentesatsar for lang-siktige plasseringar (10 års statsobligasjonar). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1993 – 26. november 1993¹⁾



1) I tabell 29 i tabellvedlegget finst månadstal for effektive renter på 10 års obligasjonar det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.2. Endringar i bankane sine internasjonale fordringar¹⁾. Milliardar USD

	1990	1991	1992	1992 2.kv. ²⁾	1993 2.kv. ²⁾	Ute- stående 30. juni. 1993
Totalt	608	-55	191	-16	-71	6 227
- Av dette vis-à-vis:						
ikkje-bankar	224	96	157	41	27	1 846
bankar (og ufordelt)	385	-151	34	-57	-98	4 381

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

Kjelde: BIS.

Tabell 3.3. Bankane sine internasjonale fordringar, valutafordelet. Prosent av samla internasjonale fordringar

	4. kvartal			2. kvartal	
	1990	1991	1992	1992	1993
Amerikanske dollar (USD)	35,7	34,6	35,7	34,5	34,3
Tyske mark (DEM)	11,3	10,7	11,1	10,3	11,3
Sveitsiske franc (CHF)	4,2	3,9	3,6	3,8	3,2
Japanske yen (JPY)	10,1	10,6	9,4	9,7	9,9
Britiske pund (GBP)	3,8	3,3	3,1	3,6	3,0
ECU	2,5	2,8	2,7	3,0	2,6
Ufordelt ¹⁾	32,4	34,1	34,4	35,1	35,7
Totalt i mrd. USD	6 271,8	6 221,0	6 211,3	6 158,0	6 227,9

- 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

York styrkte Dow-Jones-indeksen seg med 4,8 prosent frå andre kvartal og med 3,4 prosent frå tredje kvartal. Hittil høgste indeksverdi blei nådd 17. november med 3706.

I Tokyo har utviklinga på børsen vore prega av pessimisme og liten aktivitet, og Nikkei-indeksen har falle samanlikna med utgangen av både andre og tredje kvartal.

Internasjonale kapitalmarknader: Bankane sine internasjonale fordringar fall i andre kvartal i år med 71 milliardar amerikanske dollar. Til samanlikning var fallet i andre kvartal i fjor 16 milliardar dollar. Fordringane på ikkje-bankar heldt fram med å auke, mens fordringane på andre bankar også i andre

Tabell 3.4. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliardar USD

	1991	1992 2.kv.	1992 ¹⁾	2.kv. 1993 ¹⁾
Obligasjons- utskrivningar	298	334	79	103
- Av dette med flytande rente	17	44	10	13
Bankutlån	116	118	34	43
Anna inter- nasjonal opplåning	8	7	2	3
Samla opplåning	421	458	114	149

- ¹⁾ Nye lån i 2. kvartal
 Kjelde: OECD.

Tabell 3.5. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakarland. Prosent av samla opplåning

	1991	1992 2.kv.	1992 ¹⁾	2.kv. 1993 ¹⁾
OECD	81,4	82,6	83,9	83,9
Utviklingsland	9,4	7,0	6,7	9,0
Aust-Europa	0,4	0,3	0,2	0,2
Internasjonale institusjonar og andre land	8,8	10,1	9,2	6,9

- ¹⁾ Nye lån i 2. kvartal
 Kjelde: OECD.

kvartal blei reduserte. Utestående beløp var pr. 30. juni 6 227 milliardar dollar. Samanlikna med andre kvartal i fjor er det små endringar i fordelinga av fordringane på dei enkelte valutaene.

Volumet av nye internasjonale lån auka i løpet av andre kvartal i år med 149 milliardar

dollar, mot 114 milliardar dollar tilsvarande periode i fjor. Vel 100 milliardar dollar var nye obligasjonslån, mens i overkant av 40 milliardar dollar var i form av bankutlån. Samanlikna med andre kvartal i fjor auka andelen nye internasjonale lån gitt til utviklingsland med 2,3 prosentpoeng, mens andelen gitt til land i OECD og Aust-Europa heldt seg konstant.

Penge-, kreditt- og valutatilhova i Noreg

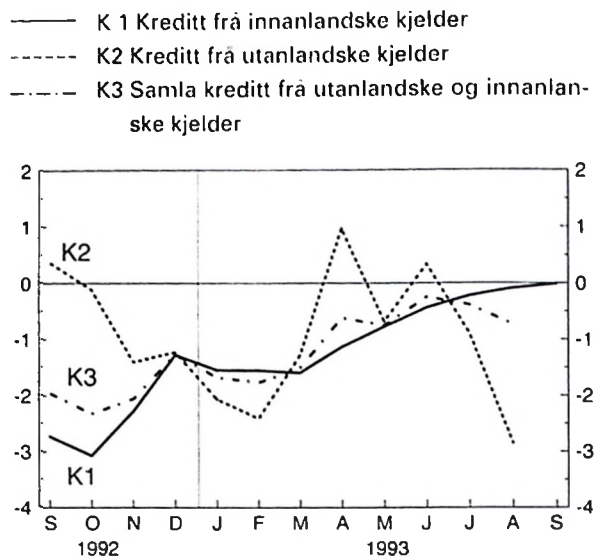
Kreditttilførsel. Publikum (næringsliv, hushald og kommunar) si *samla bruttogjeld* har no falle kontinuerleg sidan september 1991. Det siste halvåret har fallet rett nok blitt stadig mindre, med ein tolv månadersrate i juni på -0,2 prosent, det minste fallet sidan nedgangen byrja. I juli og august auka fallet noko igjen, med tolv månadersrater på respektive -0,4 prosent og -0,7 prosent. Totalt har publikum ei gjeld på nær 1 100 milliardar kroner. Vel ¼ av dette er gjeld til andre innlendingar, mens ¾ er gjeld til utlandet.

Publikum si *innanlandske bruttogjeld* endra seg ikkje frå september i fjor til september i år, etter ein reduksjon på 0,1 prosent månaden før. Dette var første gong sidan september 1991 at veksten ikkje var negativ. Den underliggjande veksttakten (gjennomsnittleg vekst siste tremånadersperiode samanlikna med førre tremånadersperiode rekna om til årleg rate) var positiv for fjerde månad på rad, og låg i september på 0,2 prosent.

Publikum si *bruttogjeld til utlandet* gjekk dei siste 12 månadene fram til utgangen av august ned med 2,8 prosent, mot ein tolv månadersrate på -0,9 prosent månaden før. Innanlandsk valutagjeld fall med 28½ prosent, mens gjeld direkte til utlandet auka med 5½ prosent.

Veksten dei siste 12 månadene i utlån frå private bankar, Postbanken og finansieringsforetak var ved utgangen av september -1,5 prosent, mot -1,6 prosent ved utgangen av august. Tolvmånadersveksten i annan kreditt, som mellom anna omfattar utlån frå statsbankar og forsikringsselskap, var i september 2,0 prosent, det same som tolv månadersraten i august.

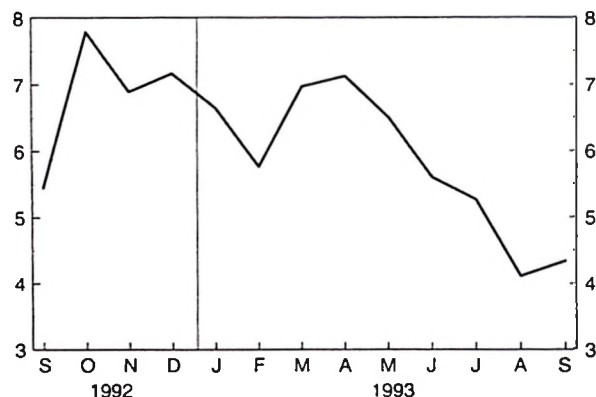
Figur 3.4. Vekst i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. September 1992 – September 1993. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)¹⁾



1) Tabell 21 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i K1 og K3 det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.5. Vekst i publikums likviditet. September 1992 – September 1993. (Prosentvis vekst siste tolv månader)¹⁾.



1) Tabell 21 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i publikums likviditet (M2).

Kjelde: Noregs Bank

Publikums likviditet. Tolvmånadersveksten i publikum sin likviditet (pengemengda i vid forstand, M₂) var i september 4,3 prosent.

Tabell 3.6. Effektive renter: Kortsiktige rentesatsar og rentesatsar i obligasjonsmarknaden. Gjennomsnitt pr. måned

	1993				
	juli	aug.	sept.	okt.	nov. ¹⁾
Eurokronerenter ²⁾					
1 mnd.	6,9	6,4	6,8	6,6	5,7
3 mnd.	6,7	6,2	6,6	6,4	5,6
12 mnd.	6,3	5,8	6,1	5,9	5,3
Interbankrenter					
1 mnd.	7,0	6,6	6,9	6,6	5,7
3 mnd.	6,9	6,4	6,8	6,7	5,8
12 mnd.	6,5	6,0	6,3	6,2	5,6
D-lånsrente	7,8	7,8	7,8	7,7	7,1
Foliorente	6,2	5,7	5,6	5,5	5,0
Statsobligasjonar ³⁾					
attstående løpetid: 3 år	6,2	5,7	5,7	5,5	5,2
5 år	6,3	5,8	5,8	5,6	5,3
10 år	6,7	6,2	6,1	5,9	5,7
Private obligasjonar					
attstående løpetid: 3 år	6,8	6,2	6,3	6,1	5,7
5 år	6,9	6,3	6,4	6,2	5,9
10 år	7,5	6,9	6,8	6,6	6,3
Rentedifferansar:					
Korte renter. Kroner mot ECU ⁴⁾	-1,3	-1,7	-1,3	-1,2	-1,7
Lange renter. Kroner mot ECU ⁵⁾	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7

¹⁾ Gjennomsnitt for perioden 1.–26. november.

²⁾ Tabell 26 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar for nominelle renter.

³⁾ Tabell 28 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar.

⁴⁾ Differanse mellom 3. mnd. pengemarknadsrente i norske kroner og teoretisk ECU-rente. For lengre tidsseriar sjå tabell 27.

⁵⁾ Differanse mellom rente på norske statsobligasjonar med attstående løpetid på 5 år og teoretisk ECU-rente på 5 år. For lengre tidsseriar sjå tabell 29.

Den underliggjande veksttakten nådde i mai eit foreløpig botnpunkt på 0,2 prosent, steig så gradvis til 8,1 prosent i juli og avtok igjen til 7,2 prosent i august og 3,8 prosent i september.

Rentene. Rentene i både pengemarknadene og obligasjonsmarknaden har halde fram med å falle. Pengemarknadsrentene fall frå september til november med $\frac{1}{4}$ – 1 prosentpoeng, mens obligasjonsrentene fall med om lag $\frac{1}{2}$ prosentpoeng. Skilnaden mellom 3-månaders eurokronerente og teoretisk ECU-rente har sidan september auka med 0,4 prosentpoeng til -1,7 prosentpoeng, mens tilsvarende differanse for rente på 5-års statsobligasjonar sidan mai har lege i intervallet frå -0,5 til -0,7 prosentpoeng.

Verkemiddelbruken. Noregs Bank si finansiering av bankane var i september 22,7 milliardar kroner, mens talet i oktober var 27,4 milliardar kroner. Likviditetsopplegget medfører at bankane berre unntaksvis må trekkje på D-lånsadgangen, og det gjennomsnittlege trek-

ket pr. dag var i oktober 0,2 milliardar kroner. Bankane sin D-lånstilgang har vore uendra på 200 prosent av berekningsgrunnlaget sidan august. Dersom ein ser bort frå grunninnskotta, har sentralbankfinansieringa i hovudsak vore i form av F-lån, og det blei i løpet av september, oktober og november lagt ut 16 F-lån av varierende storleik. Utestående beløp (netto, rekna som dagleg gjennomsnitt over månaden) var 4,8 milliardar kroner i september og 8,9 milliardar kroner i oktober. Noregs Bank har sidan forrige kvartalsrapport foretatt justeringar i både D-lånsrenta og renta på bankane sine innskott i sentralbanken (foliorenta). Med verknad frå 26. oktober blei begge rentesatsene senka med $\frac{1}{2}$ prosentpoeng, slik at D-lånsrenta etter dette var 7,0 prosent og foliorenta 5,0 prosent. Med verknad frå 19. november blei begge satsane nedjusterte med ytterlegare $\frac{1}{4}$ prosentpoeng, til 6,75 prosent og 4,75 prosent.

Med verknad frå 1. desember fell grunninnskottsordninga bort, og anna sentralbanktilførsel må da aukast tilsvarende. Ifølgje tidlegare føreskrifter kunne ein banks F-lån i

Tabell 3.7. Sentralbanktilførsel¹⁾

	juni	juli	aug.	sept.	okt.
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr.)	30,4	26,4	29,5	22,7	27,4
av dette D-lån	2,5	0,8	0,9	0,5	0,2
F-lån/innskot	11,6	8,4	12,1	4,8	8,9
grunninnskot	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
anna finansiering	1,0	2,0	1,3	2,1	2,1
D-lånstilgang	7,3	6,1	4,7	4,9	4,9

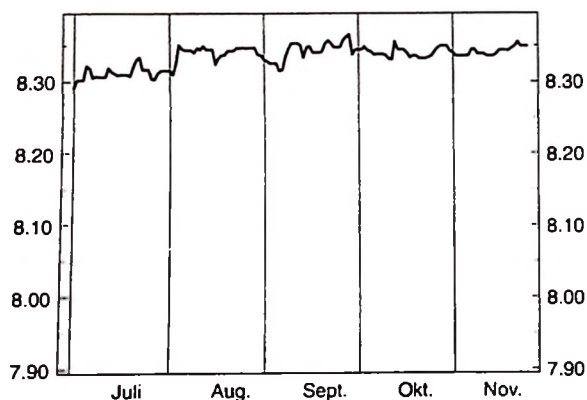
F-lån og F-innskott (-) etter 10.9 1993:

Likviditetsverknad frå:	løpetid (dgr.)	storleik (mrd.kr.)	nominell rente
10. september	7	-1,35	6,19
17. september	20	7,0	6,41
20. september	4	3,86	6,35
24. september	3	4,495	6,26
27. september	1	5,48	6,23
28. september	1	3,0	6,27
29. september	8	1,5	6,46
1. oktober	3	9,141	6,53
4. oktober	1	4,106	6,35
7. oktober	22	6,304	6,21
20. oktober	7	5,0	5,92
27. oktober	5	3,972	5,41
5. november	6	-3,55	5,43
11. november	6	-7,5	5,34
17. november	22	12,091	5,24
22. november	22	5,21	4,86

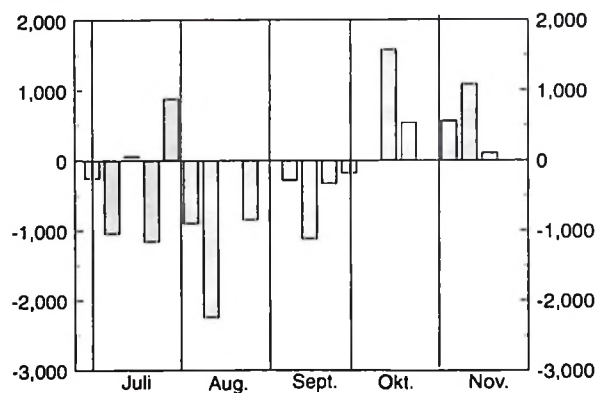
¹⁾ Oversikt over bankane sine lån i Noregs Bank over ein lengre tidsperiode finst bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

Figur 3.6. Kronekursen¹⁾ og Noregs Banks intervensjonar. 1. juli 1993 – 26. november 1993.

Kroner pr. ECU



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



¹⁾ Tabell 41 i tabellvedlegget viser månadlege gjennomsnittstal for kronekursen det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.8. Sertifikatmarknaden¹⁾. Bruttoemisjoner av sertifikat etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1991	1992	1992 1993	
			januar – oktober	
Statssertifikat	38,4	53,3	52,3	60,9
Banksertifikat	107,8	113,6	102,1	11,6
Kreditsertifikat	17,0	14,2	13,8	8,7
Lånesertifikat	30,0	27,1	21,1	20,0
Finanssertifikat	2,0	1,3	1,3	1,5
I alt	195,3	209,5	190,6	102,8

¹⁾ Tabell 18 tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat lagt ut i Noreg fordelt på eigarsektorar. Tabell 19 viser beholdning av sertifikat etter låntakarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

Noregs Bank maksimalt tilsvare banken sitt berekningsgrunnlag. Dette blei med verknad frå 24. november endra til 1,5 gonger berekningsgrunnlaget.

Valutamarknaden. Noregs Bank har i løpet av september – november vekselvis kjøpt og sold valuta. Nettosalet var i perioden 1. september til 26. november på 2 milliardar kroner. Målt mot ECU svekte krona seg noko i løpet av september, men har sidan styrkt seg igjen, og låg 26. november vel 4 prosent svakare enn kursen da krona byrja å flyte 10. desember i fjor. Oljeprisen har utvikla seg svakt, og spotprisen på Brent Blend blei 25. november notert til 14,1 amerikanske dollar. Siste gong det blei notert så låge oljeprisar var i november 1988. Kursen svekte seg marginalt (0,1 prosent) i løpet av 25. november, og låg om lag uendra 26. november. Målt ved den effektive kronekursen til industrien (konkurranskursindeksen) har norske kroner svekt seg med ⅓ prosent i perioden 1. september til 26. november.

Verdipapirmarknaden i Noreg

Sertifikat. Bruttoemisjonane av sertifikat var 88 milliardar kroner lågare i perioden januar til oktober i år enn i same periode i fjor. Bak

Tabell 3.9. Obligasjonsmarknaden¹⁾. Bruttoemisjoner av ihendehavarobligasjoner etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1991	1992	1992 1993	
			januar – oktober	
Statsforvaltninga	12,0	14,0	14,0	34,0
Statsbankar og statsforetak	3,2	9,9	6,6	10,3
Private bankar og forsikringsselskap	3,1	9,7	8,7	25,3
Kredittforetak	25,7	13,8	13,4	16,8
Private og kommunar	8,6	5,8	5,3	12,8
Utanlandske låntakarar	0,3	0,0	0,0	0,0
I alt	52,8	53,3	47,8	99,2

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

Kjelde: Noregs Bank.

den sterke reduksjonen ligg det ein stor nedgang i emisjon av banksertifikat, som blir brukte i likviditetsstyringa. Dersom ein ser bort frå desse, var bruttoemisjonane 3 milliardar kroner høgare i år. Emisjon av statssertifikat auka, mens emisjonar av kreditt- og lånesertifikat fall. Det blei lagt ut nye statssertifikat i både september, oktober og november. I september blei det lagt ut eit sertifikat med volum 4,5 milliardar kroner og løpetid tre månader. Sertifikata som blei lagt ut i oktober og november var også begge på 4,5 milliardar kroner, og løpetida var på tolv månader for det første og seks månader for det andre.

Obligasjoner. Bruttoemisjonane av ihendehavarobligasjoner var i perioden januar til oktober i år på 99 milliardar kroner, over 50 milliardar kroner høgare enn i tilsvarende periode i fjor. Emisjonane frå alle innanlandske låntakarsektorar auka. I september blei statsobligasjonslånet S462 utvida med 6 milliardar kroner, av dette 5,5 milliardar kroner ved hollandsk auksjon. Den effektive renta blei 5,76 prosent. I november blei det emittert eit nytt statslån med forfall i november 2004 (S465). Mens 6 milliardar kroner blei auksjonert ut ved hollandsk auksjon, var 2 milliardar kroner reservert for Noregs Bank og ikkje-konkurrerende bud. Effektiv rente blei 5,71 prosent.

Tabell 3.10. Aksjemarknaden. Oslo Børs.

	Indeks 26.11.93	Prosentvis endring pr. 26.11.93 frå utgangen av	
		2.kv. 1993	3.kv. 1993
Totalindeksen	578,85	18,7	6,2
Bank	54,28	16,7	4,4
Forsikring	196,77	42,8	5,4
Industri	984,57	21,0	8,0
Skip	542,79	6,7	0,9

Kjelde: Oslo Børs.

Aksjeindeksen. Også på Oslo Børs har den sterke kursauken halde fram. Etter å ha nådd ein foreløpig topp i midten av august fall totalindeksen i løpet av september, men byrja så å stige igjen. I tråd med utviklinga i resten av dei europeiske aksjemarknadene auka kursane gjennom oktober, og totalindeksen passerte 600 i midten av månaden. 3. november blei totalindeksen notert til 617. Dette er foreløpig det høgste for året, og berre 7½ prosent under toppnoteringa frå august 1990. Indeksen fall igjen dei første ukene av november, og har sidan toppen 3. november falle med vel 6 prosent.

Delindeksen for industri har sidan utgangen av tredje kvartal styrkt seg med 8,0 prosent, mens indeksane for bank og forsikring styrkte seg med respektive 4,4 og 5,4 prosent. Indeksen for skipsfart styrkte seg med i underkant av 1 prosent.

Omsetnad av verdipapir. Omsetnaden av verdipapir på Oslo Børs var i perioden januar til oktober i år 1574 milliardar kroner. Dette er ei tre-dobling samanlikna med tilsvarende periode i fjor, da omsetnaden var 520 milliardar kroner. Omsetnaden av obligasjonar auka med 863 milliardar kroner til 1264 milliardar kroner, mens omsetnaden av sertifikat auka frå 66 milliardar kroner i fjor til 188 milliardar kroner i år. Omsetnaden av statsobligasjonar auka frå 29 prosent til 53 prosent av total obligasjonsomsetnad.

Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga. Fallet i det gjennomsnittlege rentenivået i private bankar og finansinstitusjonar har halde fram inn i tredje kvartal. Gjennomsnittlege renter på utlån i private bankar (ikkje medrekna nullstilte lån) fall i tredje kvartal med 1,4 prosentpoeng til 10,1 prosent. Hittil i år har dei gjennomsnittlege utlånsrentene falle med i alt 4,2 prosentpoeng. Gjennomsnittlege innskottsrenter fall med 1,1 prosentpoeng frå utgangen av andre kvartal, til 5,0 prosent, og har hittil i år falle med 4,1 prosentpoeng. Rentemarginen har falle samanlikna med andre kvartal i både forretnings- og sparebankar. I forretningsbankane fall rentemarginen med ½ prosentpoeng til 5,2 prosentpoeng, mens den i sparebankane fall

Tabell 3.11. Omsetnad av verdipapir (marknadsverdi, milliardar kroner)

	1991	1992	1992 jan.-okt.	1993 jan.-okt.
Omsetnad på Oslo Børs				
Obligasjonar	424,5	501,5	401,0	1 263,7
– statsobligasjonar	109,8	167,0	117,1	671,3
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statsobligasjonar ¹⁾	20,6	47,0	31,1	30,3
Sertifikat	26,1	76,9	66,2	188,4
– statssertifikat	26,1	75,8	65,6	174,4
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statssertifikat ¹⁾	24,0	59,6	52,1	106,5
Aksjar, teikningsrettar og grunnfondsbevis	75,8	63,2	51,9	103,5
Opsjonar og futures	1,4	1,7	1,3	18,8
Totalomsetnad Oslo Børs	527,9	643,3	520,4	1 574,4

¹⁾ Ikkje medrekna Noregs Banks handel med statsforvaltninga og Folketrygdfondet. Pålydande verdi.

Kjelde: Noregs Bank og Oslo Børs.

med 0,3 prosentpoeng til 5,0 prosentpoeng. Gjennomsnittlige renter på utlån frå livsforsikringsselskap blei i tredje kvartal redusert med 1,3 prosentpoeng til 8,4 prosent, mens gjennomsnittlige utlånsrenter i kredittføretak blei redusert med 0,8 prosentpoeng til 11,1 prosent.

Resultata til finansinstitusjonane. Samanlikna med tredje kvartal i fjor viste alle gruppene av finansinstitusjonar betring i driftsresultatet etter tap i tredje kvartal i år. I forretningsbankane (morbank) auka driftsresultatet målt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital med 1,4 prosentpoeng, mens tilsvarende auke i dei 24 største sparebankane var 1,8 prosentpoeng.

Driftsresultatet etter tap i forretningsbankane auka frå tredje kvartal i fjor til tredje kvartal i år med 4 milliardar kroner til 1,3 milliardar kroner. I sparebankane auka overskottet med 2,6 milliardar kroner til 2,7 milliardar kroner, mens overskottet i kredittføretaka og dei ni største finansieringsselskapa var på respektive 1 milliard kroner og 0,4 milliardar kroner.

Tabell 3.12. Renter på innskot og utlån i norske finansinstitusjonar¹⁾²⁾

	Utgangen av			
	4.kv. 1992	1.kv. 1993	2.kv. 1993	3.kv. 1993 ³⁾
Forretningsbankar				
Bankinnskot i alt	9,40	7,71	6,02	5,06
Utlån i alt ⁴⁾	14,64	13,19	11,67	10,23
Rentemargin	5,24	5,48	5,65	5,17
Sparebankar				
Bankinnskot i alt	8,72	7,98	6,17	4,89
Utlån i alt ⁴⁾	13,86	13,05	11,42	9,86
Rentemargin	5,14	5,07	5,25	4,97
Livsforsikringsselskap				
Utlån i alt	11,72	11,41	9,74	8,40
Kredittføretak				
Utlån i alt	12,51	12,39	11,87	11,07

¹⁾ Tabellen viser vegde gjennomsnittlige rentesatsar for alle utlån og innskot i norske kroner til/frå publikum.

²⁾ I tabell 30 og 31 i tabellvedlegget finst tal for gjennomsnittleg utlånsrente etter ulike typar utlån, og for gjennomsnittleg innskotsrente etter ulike typar innskott i forretnings- og sparebankane. Tabell 32 og 33 viser gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringsselskapa og kredittføretaka splitta på ulike typar utlån. Tabellane har tal for dei siste fem kvartalane.

³⁾ Foreløpige tal.

⁴⁾ Ikkje medrekna nullstilte utlån.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.13. Hovudtal for resultata til forretnings- og sparebankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital omrekna til årleg rate¹⁾

	Sparebankar ²⁾			Forretningsbankar		
	1992	3.kv. 1992	3.kv. 1993 ³⁾	1992	3.kv. 1992	3.kv. 1993 ³⁾⁴⁾
Netto rente- og kredittinntekter	4,32	4,25	4,57	2,78	2,75	3,03
Andre driftsinntekter	0,82	0,58	1,51	1,10	0,78	1,47
Andre driftskostnader	3,15	3,04	2,99	2,31	2,29	2,27
Driftsresultat før tap	1,87	1,77	3,10	1,00	1,12	2,00
Tap på utlån og garantiar	1,83	1,71	1,21	2,30	2,08	1,53
Resultat av ordinær drift	0,05	0,06	1,88	-1,30	-0,95	0,47

¹⁾ Sjå tabellvedlegg, tabell 34-36, for lengre tidsseriar. Tabellane 37 og 38 i tabellvedlegget viser resultatutviklinga for kredittføretaka og finansieringsselskapa.

²⁾ Urval på 24 bankar.

³⁾ Foreløpige tal.

⁴⁾ Frå og med 3. kvartal 1992 er Bolig- og Næringsbanken AS med i statistikken.

Kjelde: Noregs Bank.

Tabell 3.14. Månadlege konjunktural, sesongjustert

	1992	1993							Prosentvis endring			
		1. kv.	2. kv.	3. kv.	juli	aug.	sep.	okt.	Siste måned mot same måned året før	Siste 3 mndr mot foregående 3 mndr	Hittil i år mot same periode året før	Årsanslag med siste 3 mndr ut året ¹⁾
Privat varekonsum	100,0	97,5	98,7	102,1	103,8	98,2	104,2	...	2,8	3,4	-0,0	0,1
Sal av nye bilar	5 142	5 085	4 812	5 813	5 997	5 752	5 692	5 280	5,6	7,1	2,3	3,0
Bygg igangsett totalt	3 565,9	1 042,3	986,4	1 062,2	287,7	368,3	406,2	367,3	25,0	26,2	13,4	18,3
Bustader, kvm.	1 971,1	485,2	431,4	525,4	168,6	173,8	183,1	188,9	21,2	18,9	-3,6	1,2
Andre bygg, kvm.	1 594,8	549,7	573,1	560,9	131,9	207,3	221,7	176,2	28,8	34,5	35,1	41,9
Industriproduksjon	100,0	100,7	102,0	102,0	101,9	102,3	101,9	...	2,1	0,0	1,5	1,6
Import trad.varer	155 357	37 430	37 386	41 552	13 588	14 228	13 736	13 536	2,3	7,0	-1,2	1,4
Eksport trad. varer	108 127	26 329	27 323	28 699	9 126	10 830	8 743	10 213	7,0	9,2	1,4	4,0
Eksport olje og gass	98 396	25 577	25 640	25 288	8 947	8 421	7 920	9 303	10,5	1,9	6,2	4,6
Registrerte ledige	114 374	117 560	119 528	122 038	131 890	118 486	115 739	114 294	1,6	-5,6	4,4	3,8
Sum ledige og tiltak	176 384	189 346	189 492	192 373	196 158	191 115	189 846	188 646	5,1	-0,6	8,9	7,8
Tilg. ledige plassar	20 499	23 945	21 806	20 794	17 851	22 776	21 756	20 386	16,9	8,6	7,3	7,0
Konsumprisindeksen	244,7	248,6	250,2	250,8	250,7	251,0	250,8	251,2	2,0	0,2	2,4	2,2

¹⁾ Når tal for desember ligg føre, gjeld anslaget neste år.

Tabell 3.15. Kvartalsvise konjunktural, sesongjustert

	1991	1992					1993					Prosentvis endring			
		1992	4.kv.	1.kv.	2.kv.	3.kv.	1993	1993	1993	1993	Vekst frå same kv. året før	Siste to kv.mot foregåande to	Hittil i år mot same periode året før	Med nivå siste kv. ut året ¹⁾	Med nivå siste to kv. ut året ¹⁾
Sysselsette personar ²⁾	2 010	2 000	2 000	1 994	2 000	2 008	0,1	0,4	0,0	0,1	0,1				
Arbeidsstyrken ⁴⁾	2 126	2 126	2 126	2 120	2 131	2 139	0,3	0,6	0,2	0,3	0,3				
Arbeidsledige ³⁾	116	126	126	126	132	131	3,1	4,3	2,9	3,2	3,3				
Utførde timeverk ⁴⁾	1 666	1 651	1 666	1 688	1 599	1 723	2,9	-1,0	1,4	2,0	1,0				
Eksportprisar trad. varer	100,3	93,3	93,5	94,7	94,0	91,8	-0,6	-1,2	0,4	-0,2	0,1				
Eksportvolum trad. varer	118,7	125,9	126,1	120,7	128,7	133,2	5,2	6,1	1,7	2,4	1,9				
Importprisar trad. varer	104,8	102,6	101,6	104,4	103,3	103,7	3,6	0,5	0,8	1,1	1,1				
Importvolum trad. varer	106,9	110,7	109,6	106,8	102,9	120,1	1,8	3,0	-0,8	1,6	-0,4				
Industriinvesteringar	191,7	194,1	216,9	166,1	175,5	...	2,1	-16,9	-4,7	-10,8	-12,0				
Eksportordretilgang industri ²⁾	324,9	303,5	272,0	310,5	287,9	344,5	12,1	8,6	0,1	6,0	3,7				
Innanlandsk ordretilgang industri ²⁾	163,9	164,8	147,3	159,8	165,6	142,9	-5,6	0,5	-8,8	-7,3	-5,6				
Ordretilgang bygg og anlegg	78,3	85,0	79,4	80,4	83,8	...	-0,1	5,7	-10,9	-2,4	-3,4				
Timeløn industriarbeidarar ¹⁾	96,97	99,88	100,92	100,89	103,07	...	2,9	1,4	2,8	2,7	2,1				

¹⁾ Når tal for 4. kvartal ligg føre, gjeld anslaget neste år.

²⁾ For metall og verkstadprodukt ekskl. transportmiddel og boreinggar

³⁾ Ukorrigert

⁴⁾ Tal i tusen, frå arbeidskraftundersøkinga (AKU) til Statistisk Sentralbyrå.

Penger og Kreditt nr. 4/1993

Del B

Artikler

Tabellvedlegg



Hvor annerledes blir fremtiden?

Foredrag av sentralbanksjef Hermod Skånland på Sparebankforeningens årsmøte 21. oktober 1993

Om halvannet år feirer vi 50-årsjubileet for frigjøringen. Vi som er her, har hatt vår voksnе alder gjennom en større eller mindre del av denne tiden, og har fått vår tenkemåte preget av hva vi har erfart. Disse erfaringene vil være nokså bestemmende for hva vi oppfatter som «normalt», særlig vil de inntrykk man har mottatt i unge år, sitte sterkt. Men tidene skifter, og med det også hva som er «normalt», enten det er til det bedre eller til det verre.

Jeg skal i det følgende først gi et konsentrert riss av hovedfaser gjennom etterkrigstiden og de holdninger og forventninger de skapte. Deretter skal jeg summere opp hvordan dagens situasjon står i forhold til hva som tidligere har vært vår oppfatning av en noenlunde normal situasjon. Etter det skal jeg gå nærmere inn på hva jeg tror vi kan legge til grunn som en realistisk vurdering for tiden fremover på de enkelte områder der nåtiden skiller seg fra fortidens erfaringer. Til slutt skal jeg komme inn på hva fremtiden kan bringe av overraskelser som vi ut fra hva vi ser i dag, egentlig burde være forberedt på.

Når jeg her bruker ordet «fremtiden», mener jeg en periode som strekker seg ut dette tiåret og inn i neste århundre, men hvor sikten naturlig nok blir stadig dårligere.

Jeg skal verken bruke MODAG eller RIMINI, men forsøke å få dere med på mer verbale resonnementer. Det skyldes ikke sviktende tiltro til modeller, men at disse nødvendigvis må bygge på registrert atferd. Over lengre perioder vil atferden endre seg, og noe av mitt poeng er at den *må* endre seg.

Tilbakeblikk

Tar vi utgangspunkt i frigjøringen, kan vi si at den første perioden var preget av gjenreisning og bruk av direkte reguleringer. Fremgangen var til å ta og føle på, men alle visste at vi levde i en etterkrigstid, og at forholdene var unormale. De fleste vanskene kunne vi skyld

på krigen, selv om den egentlige gjenreisning var avsluttet forholdsvis tidlig i 1950-årene. Vi kan likevel strekke perioden fram til 1960, da selv biler kunne kjøpes fritt, EFTA-samarbeidet ble innledet og vi hadde opplevd etterkrigstidens første konjunkturtilbakeslag.

Deretter gikk vi over i den lange vekstperioden som varte fram til oljekrisen i 1973. I denne tiden ble troen på full sysselsetting og sterk økonomisk vekst som en normalsituasjon, grunnlagt. De politiske myndigheter hadde – og påtok seg – ansvaret for at det skulle være slik. De ble også gjort ansvarlig for prisstigningen, men det forhindret ikke at også en sterk inflasjon mot slutten av perioden ble faretruende normal. De fysiske reguleringer var avvirket med unntak av byggreguleringen, men i finansmarkedet ble avtaler erstattet med lovhjemlede reguleringer. Ellers hadde Norge fulgt den alminnelige trend i Vest-Europa med hensyn til liberalisering, men for det meste med et visst etterslep.

Etter dette skiltes våre veier. Den neste perioden, som vi for vårt eget vedkommende kan trekke fram til og med 1985, ble for oss først og fremst oljealderens og motkonjunkturpolitikens tid. Vi beholdt troen på statens plikt og evne til å opprettholde full sysselsetting, mens andre land ikke så seg i stand til å forhindre at ledigheten steg. Det var selvsagt oljeaktivitet sammen med forventede og faktiske oljeinntekter som var bakgrunnen for vår særstilling. Samtidig var vi villige til å akseptere inflasjonen lenger enn andre. Liberaliseringsprosessen fortsatte og nådde tidlig på 80-tallet også eiendomsmarkedet, mens reguleringene på finansmarkedet ble opprettholdt. De fungerte imidlertid stadig dårligere, og til slutt ble de oppgitt også her. Men enda hadde ikke liberaliseringen nådd rentenivået, og renten som et mulig virkemiddel ble undergravd av rentefradraget ved skatteligningen.

Den siste perioden, som vi lar starte i 1986, ble innledet med fall i oljeprisene og devalue-

ring, deretter finanspolitisk tilstramming og stigende ledighet, for så å gå over i finanskrise og voksende budsjettunderskudd. Inflasjonen avtok fra år til år. Et politisk bestemt rentenivå ble oppgitt tidlig i perioden, den faste valutakurs helt mot slutten. Vår økonomiske situasjon og anvendelsen av økonomiske virkemidler er blitt mer eller mindre som i andre vesteuropeiske land. De stigende oljeinntekter, som var betingelsen for vår tidligere særstilling, er allerede disponert, og vi har ingen ny stigning å se fram til. For så vidt skulle vi være tilbake til den normalitet som vi forlot i 1974. Men de holdninger og forventninger som ble bygget opp i de år vi hadde vår gunstige særstilling, sitter sterkt igjen.

Situasjonen

Forskjellene i dagens situasjon fra hva som fram til annen halvdel av 1980-årene var normalsituasjonen, er så iøynefallende at det kreves bare en kort oppsummering.

(1) *Arbeidsledigheten* steg gjennom årene 1988-92 og nådde opp på rundt 6 prosent etter AKU-definisjon. Jeg nytter denne fordi den er best egnet for internasjonal sammenligning. Senere har den stabilisert seg på dette nivået. Den rekordhøye ledigheten har lenge vært et gjennomgangstema i den politiske debatt og særlig i valgkamptider, selv om den nå sist kom i skyggen av EF og regjeringsspørsmålet. Om den er rekordhøy er et spørsmål om hva man sammenligner med. Sett på bakgrunn av norsk etterkrigshistorie, er det en rekord, men i et lengre tidsperspektiv er den det ikke. Den er også langt lavere enn både i våre nordiske naboland og nesten alle andre vesteuropeiske land. Man skal ha et nokså snevert synsfelt for ikke å se at enda er vi faktisk ganske heldig stilt på dette området.

(2) Ledigheten er et element i en *stagnasjon* som for Fastlands-Norges vedkommende har vart siden 1987 og hvor det, selv inklusive oljevirkosomhet, bare har vært en produksjonsstigning på gjennomsnittlig rundt 1 prosent, og i Fastlands-Norge har det vært nedgang fram til i fjor. Også dette er et nytt trekk i vårt land, men for de siste år svarer det nokså bra til situasjonen i det øvrige Vest-Europa. Ser vi

på hele perioden siden 1973, har Fastlands-Norge også noenlunde samme produksjonsøkning som europeisk OECD. Det bekrefter inntrykket av at vi er tilbake til en «normalsituasjon».

(3) *Inflasjonen* er brakt ned i underkant av gjennomsnittet i konkurrerende land. Dette gjennomsnittet er preget av forholdsvis sterk prisstigning i Tyskland og Sverige, og i forhold til samtlige konkurrerende land av betydning er det omtrent like mange som har lavere som sterkere inflasjon. Gjennom hele etterkrigstiden har inflasjonsproblemet vært et tema i den politiske debatt, men fram til 1973 delte vi i hovedsaken skjebne med andre industriland. Det var gjennom olje- og motkonjunkturperioden vi utviklet et særnorsk inflasjonsproblem. Virkningen av dette på konkurranseevnen er delvis blitt motvirket ved devalueringer, men ikke mer enn at vi fortsatt sliter med et relativt kostnadsnivå som er merkbart høyere enn i 1973, og vi var ikke spesielt billige den gangen heller. Statistisk Sentralbyrå har anslått våre lønnskostnader i 1992 til å ligge rundt 10 prosent høyere enn gjennomsnittet av markedsland. Forskjellen vil i år være noe lavere enn dette.

(4) *Bedrifter, husholdninger og til dels kommuner* øker sine *nettofordringer* og *staten låner*. Dette er et nytt trekk fra de aller siste år. Både før og etter 1973 og fram til rundt 1990 har private og kommuner lånt og investert, mens staten har spart og lånt ut penger. Før 1973 var den offentlige sektor i noenlunde balanse også i de fleste andre land, mens det gjennom 1970- og 80-årene ble vanlig med budsjettunderskudd, slik at offentlig sektor pådrog seg gjeld. Fortsatt er den norske stat i en internasjonal særstilling, idet den stadig sitter med netto fordringer, men denne særstillingen svekkes år for år.

(5) Siden tidlig i 1980-årene har vi i stigende grad redusert de offentlige inngrep i prisdannelsen og orientert oss i *markedsøkonomisk retning*. Der har vært tilbakeslag, men tendensen var klar lenge før EØS og EF kom på tale, og den har vært den samme med regjeringer av forskjellig politisk farge. Sammenliknet med andre land har vi på enkelte områder

hengt noe etter, men med forbehold for primærnæringer og Vinmonopolet har vi i dag en markedsorientering i vår økonomi som ikke stiller oss i noen særstilling. Bankene skulle, mer enn de fleste, kjenne betydningen av dette sammenliknet med tiden for knapt ti år siden.

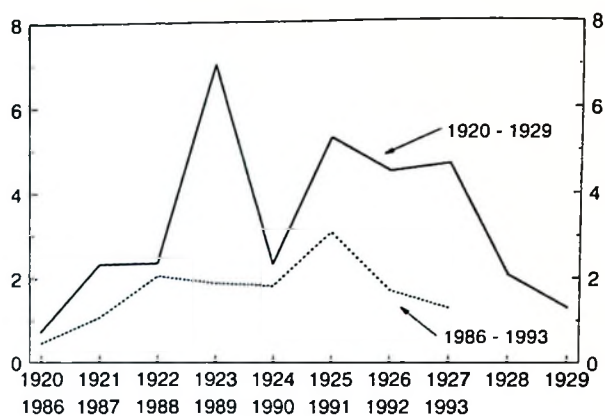
På alle disse områder: ledighet, inflasjon, privat fordringsoppbygging kombinert med svekkede statsfinanser, så vel som markedsøkonomisk orientering, har vi inntatt vår plass blant industrialiserte land noenlunde som den vi hadde før oljealderen begynte. Satt litt på spissen kan vi si at den petroleumsorienterte utvikling i vår økonomi er over. Petroleumsvirksomhet og petroleumsinntekter ligger på en måte i bunnen av økonomien, og det er en urolig og utrygg bunn. Men fordi verken aktivitet eller inntekter kan ventes å vise noen kontinuerlig vekst i forhold til den øvrige økonomi, gir de oss ikke lenger grunnlag for noen særstilling. Når vi skal forsøke å orientere oss mot en ny normalitet, er det derfor ikke lenger fruktbart å se tilbake på det som har vært. Vi må heller se på hva som er situasjonen for andre land i vår del av verden sammenliknet med hvordan den var for tyve år siden. Siden vi nå er noenlunde som dem, gir det et bedre utgangspunkt for hva som er en slags normalsituasjon. I forhold til denne kan vi så gjøre det bedre eller dårligere.

Ut av bankkrisen

For tre år siden holdt jeg et foredrag her i Sparebankforeningen om «Bankkrisen og livet etterpå». Før vi nå går over til å se nærmere på hvordan fremtiden kan tenkes å arte seg på forskjellige områder, kan det være nyttig å følge opp det historiske perspektiv jeg der la til grunn og se på om bankkrisens utvikling nå har noe mer å fortelle oss om «livet etterpå».

I figuren har jeg ført videre en av de figurer som jeg den gangen viste, nemlig forretnings- og sparebankenes tap i prosent av BNP i 1920-årene og med utgangspunkt i 1986 for vår egen tid. Lar vi en tapsprosent på 0,75 representere et slags normalnivå i begge perioder, har «krisetapene» gjennom sjuårsperioden da tapene lå over dette nivået, vært en

Figur 1. Tap i forretnings- og sparebanker i forhold til BNP. Prosent. 1920–1929 og 1986–1993.



Kilde: Norges Bank
Tall for 1993 er basert på anslag.

knapp tredel gjennom vår egen kriseperiode i forhold til hva de var i 1920-årene. Setter vi den normale tapsprosent høyere, blir forskjellen enda større. Jeg konkluderte forrige gang med at bankkrisen i 1920-årene utvilsomt fikk betydning for strukturen i finansmarkedet, men at jeg var usikker på om den fikk så stor selvstendig betydning for den langvarige krisen i realøkonomien som senere fulgte. Den var en del av et helhetsbilde.

Dette må i enda høyere grad gjelde denne gangen, da tapene har vært langt mindre og vi nå må ha lov å tro at vi har sett det aller meste. Vi vil fortsatt se realøkonomiske virkninger av «boble-økonomien», men bankkrisen har nok stort sett opphørt å være en selvstendig faktor bak en svak realøkonomi. Problemene vi er stilt overfor kan være store nok likevel.

Rammebetingelsene

Når man forsøker å se fremover, er der alltid en fare for at de ytre forhold som en i de aller siste år har stått overfor, også vil prege det perspektiv en legger til grunn for fremtiden. Disse forhold kjennetegnes som kjent av et internasjonalt tilbakeslag og forventninger om en konjunkturoppgang som stadig er blitt utsatt. Jeg ser ingen grunn til at dette skal fort-

sette og være et varig element i tiden fremover. Tilbakeslaget kan for en stor del forklares ved en alt for høy gjeldssetting i toneangivende land, og virkningen av dette må nødvendigvis en gang ta slutt. Etter mange år med lave investeringer er det bygget opp et fornyelses- og investeringsbehov som vil måtte møtes. En lettere pengepolitikk i Europa og Japan vil også ha sin virkning, selv om det erfaringsmessig kan ta tid. Alt i alt kan det være god grunn til å vente at internasjonal økonomi fra en gang i løpet av neste år igjen vil gå inn i en oppgang som godt kan vare resten av dette ti-året.

Men vi skal derimot ikke vente at oppgangen blir like sterk som hva vi tidligere i etterkrigstiden har opplevd gjennom oppgangsperiodene. Blant annet vil nye land i Sørøst-Asia og Øst-Europa kreve plass innenfor industrilandenes økonomi, noe som vil medføre økte omstillingskostnader. Men i et historisk perspektiv var det veksten fram til 1970-årene som var eksepsjonell, og det er vanskelig å se hvorfor den skulle gjenta seg, i alle fall i de industrialiserte land. En vekstrate i våre markedsland i området 2–2½ prosent vil likevel være en betydelig forbedring i rammebetingelsene for vår egen økonomi.

I likhet med andre land går vi inn i en mulig oppgang med et alvorlig underskudd i de offentlige finanser. I Nasjonalbudsjettet er det beregnet til ca 3½ prosent av BNP. Dette er riktignok ca. én prosentenheter lavere enn gjennomsnittet for industrialiserte land, men til gjengjeld er det et underskudd etter salg fra den del av nasjonalformuen som ligger i petroleumsressursene. Budsjettunderskuddet representerer derfor et minst like alvorlig problem for oss som for andre. Dette budsjettunderskuddet blir ikke borte ved en konjunkturoppgang. Valutafondet har gjort beregninger for de store industriland over hvordan underskuddene fordeler seg mellom hva som er strukturelt – eller varig – og hva som er konjunktorelt, og er kommet til at klart den største delen er strukturell.

Det er ingen grunn til å tro at dette er annerledes for Norges vedkommende. De framskrivninger som er gjort i forbindelse med Langtidsprogrammet viser et betydelig underskudd i 1997, selv med en gunstig utvikling i sysselsettingen.

Samtidig har Norge et skattenivå som ligger nær toppen internasjonalt, og vi har nylig gjennomført en skattereform som blant annet tok sikte på å dempe skattepresset på enkelte områder der det var antatt å ha de største realøkonomiske skadevirkninger. Med visse reserverasjoner rår det nokså stor enighet om at vi ikke kan øke skattenivået. Personlig er jeg i tvil om vi kan unngå det, i alle fall på lengre sikt når vi skal møte de pensjonsforpliktelser som vi har påtatt oss. Som praktisk handlingsnorm må vi likevel kunne legge til grunn at vi har ingen annen finanspolitisk handlefrihet enn den som ligger i å skjære ned på visse utgifter for å gi plass for andre. Siden vi allerede har bygget inn i vårt system offentlige tiltak som mer eller mindre automatisk vil kreve økende utgifter, vil vi også måtte finne muligheter for utgiftsreduksjoner, selv uten at det gir plass for nye oppgaver. På finanspolitikens område er det uten videre klart at fremtiden vil måtte arte seg annerledes enn hva vi gjennom 20 år har vent oss til å leve med.

La oss nå gå tilbake til de øvrige sider av vår økonomi, der vi trakk fram at situasjonen var nokså ulik den som vi lenge anså som normal, og la oss se om vi kan si noe fornuftig om hva vi kan vente oss fremover, med alle forbehold om feil og mangler.

Sysselsettingen

Vi pekte allerede på at dette er et område der Norge står sterkt i en internasjonal sammenligning. En av grunnene til det er antakelig at ledigheten kom sent til Norge, og at vi derfor enda har forholdsvis få som på mer eller mindre varig basis har havnet utenfor arbeidsmarkedet fordi de egentlig aldri kom inn i det, eller fordi de ikke klarte å komme seg inn igjen etter at de først var falt ut. Det er fare for at denne gruppen kan komme til å øke også hos oss. Dagens forholdsvis høye sysselsetting er også preget av at vi har økt tallet på offentlig ansatte og at vi fram til det siste generelt har ført en finanspolitikk med sikte på å stimulere etterspørselen. Statsbudsjettet for 1994 bekrefter at denne politikken ikke kan føres lenger. På den annen side skulle det gjøre situasjonen lettere at vi går inn i en periode med minkende ungdomskull som melder seg på arbeidsmarkedet. Vi kan også komme

til å oppleve en tilbaketrekning fra arbeidsmarkedet, særlig i høyere aldersgrupper, som gjør at situasjonen kan fortone seg lettere enn den ellers ville vært. Men vi skal heller ikke glemme at vi nå har lagret nokså mange i skoleverket som etter hvert vil søke ut i arbeidslivet, uansett om betingelsene for det er gunstige eller ikke.

En viktig positiv faktor er at vi har lyktes i å bringe ned vårt kostnadsnivå i forhold til gjennomsnittet av våre handelspartnere. Inntil i år skjedde dette ved at lønnstakerne i stedet for lønnsøkning fikk sine inntekter økt gjennom svekkede statsfinanser, og i år vil de lønnstakere som har netto gjeld, få en realinntektsøkning gjennom rentefallet. Dessuten vil konkurranseevnen styrkes gjennom fallet i kroneverdien etter at vi lot kronen flyte. Noen moderasjon som innebærer stagnasjon eller nedgang i disponibel realinntekt har vi sett lite til etter at lønnsreguleringen fra 1988–89 ble avvirket.

En fortsatt styrking av konkurranseevnen er en forutsetning for at vi ikke skal tape markedsandeler, og enda mer om vi skal gjenvinne dem. Men vi kan ikke basere oss på at verken budsjettpolitikk, rentenedgang eller kursfall skal dempe de krav dette vil stille til den nominelle lønnsdannelse, og noen inntektspolitikk ut over helt kortsiktige tiltak har det aldri lyktes oss å etablere. Uten en inntektspolitikk er det fare for at problemet løses hos oss som det er løst i andre land, nemlig ved at ledigheten demper lønnskravene. Vi er allerede på god veg dit. Det kan neppe være tvil om at den ledighet som ut fra norske forhold har vært oppfattet som høy, har bidratt, i tillegg til de faktorer jeg ellers har nevnt, til at lønnskravene de siste år har vært mindre enn før.

Men gjennomsnittlig kostnadsnivå sier ikke alt. Minst like viktig er arbeidslivets evne til å tilpasse seg markedsforholdene for den enkelte bransje, bedrift, vare eller tjeneste.

Statens muligheter for å løse sysselsettingsproblemet gjennom etterspørselspolitikk er allerede brukt ut over hva hensynet til budsjettbalansen skulle tilsi. Omdisponeringer på utgiftssiden kan gi en viss effekt, men som vi har sett, er de politisk vanskelig å få tilslutning til. Endringer i lover og regelverk som kunne myke opp arbeidsmarkedet møter sterk motstand i de sysselsattes organisasjoner.

Sysselsettingsutvalget pekte på at vekst i det private næringsliv var en forutsetning for en tilfredsstillende sysselsettingsutvikling, og Langtidsprogrammet bygger på dette. Gjennom det siste året er da også næringslivet gitt betydelige lettelser fra statens side. I tiden fremover er det opp til arbeidslivet selv, og ikke minst deres organisasjoner, AF, LO, NHO og YS, å skape forutsetningene for økt sysselsetting. Jeg vet ikke om utsiktene dermed blir bedre eller dårligere. Vi skal ikke se bort fra muligheten av at arbeidslivet har vært mindre innstilt på å bære ansvaret når man har kunnet legge det på staten, og staten har vært innstilt på å ta det. Foreløpig ser det dessverre ut til at erkjennelsen av realitetene på dette området vil ligge etter realitetene selv.

Inflasjonen

I om lag 40 år har vi levd med en inflasjon som gjennom det meste av tiden viste jamt stigende tendens, og som ikke sjelden kom opp i et tosifret tall. Vi planla med at inflasjonen, kombinert med skattefradrag for renter og gode avskrivningsmuligheter, skulle betale vår gjeld. Vi har nå oppnådd en stabilitet i prisnivået som er slik at inflasjonen neppe i nevneverdig grad inngår i våre kalkyler. Det ligger da ikke lenger noe påtakelig effektivitetstap i det lille som er igjen.

Det er min gjetning, som jeg imidlertid slett ikke er sikker på, at dette vil komme til å vare ved. Hvis stivheter i arbeidsmarkedet fortsatt skulle gi høy ledighet, vil denne ledigheten holde kostnadspresset nede. Blir arbeidsmarkedet mindre stivt, betyr det at det kan fungere uten at et høyere nivå for sysselsettingen like lett slår ut i et inflasjonspress. De toneangivende land ser ut til å ha liten tro på at «litt inflasjon» hjelper på sysselsettingen, og er innstilt på å gripe inn dersom et inflasjonspress skulle true, selv om dette skjer med et ledighetsnivå som er høyere enn man ønsker. Det ville raskt bli kostbart for oss om vi skulle føre en egen politikk på dette område, med ny svikt i konkurranseevne, kursfall og et høyt rentenivå som resultat.

Et lavt inflasjonsnivå betyr også et lavere rentenivå enn det Bundesbank lenge bestemte at vi skulle ha for å bekjempe den tyske inflasjonen. Men det betyr ikke nødvendigvis at vi

kan regne med å få beholde det nåværende realrentenivå også når konjunktorene tar seg opp og etterspørselen etter kapital øker, samtidig som den offentlige sektor både her hjemme og internasjonalt legger beslag på en vesentlig del av den tilgjengelige sparing. Lave kapitalkostnader er heller ikke noen ubetinget fordel for sysselsettingen på lengre sikt. De trekker i retning av høyere kapitalintensitet og mindre bruk av arbeidskraft i produksjonen.

Fordringsbalansene

En positiv realrente både før og etter skatt kombinert med økt usikkerhet for fremtiden, tilsier at husholdningene vil fortsette å bygge opp sine nettofordringer. Man vil sikkert etter hvert også øke investeringene i boliger fra det nåværende bunnivå, men mer for bruksverdien av dem enn for å bruke dem som sparebøsse. Heller ikke næringslivet vil ha de samme skatteincentiver til investering som før, og har behov for en vesentlig sterkere finansiell stilling enn norsk næringsliv tradisjonelt har hatt.

Samtidig skal det bli tungt for den offentlige sektor – og spesielt staten – å gjenvinne den finansielle stilling den hadde fram til begynnelsen av dette ti-året. Langtidsprogrammet 1994–97 har lagt til grunn at den vil fortsette å være netto låntaker, og det vil kreves en ganske målbevisst politikk for å begrense underskuddene slik det der er forutsatt.

Vi vil derved være kommet i den samme stilling som andre land lenge har vært, med netto statlig opplåning fra privat sektor. Og det kan være lett å søke trøst i dette skjebnefellesskap. Det er imidlertid sterke grunner for ikke å ta så lett på spørsmålet.

For det første innebærer nasjonens og statens oljeavhengighet at vi av årsaker som vi selv ikke har noen kontroll over, kan få en inntektsnedgang som vil måtte føre til sterk nedgang i etterspørsel, produksjon og sysselsetting. Men de farer oljeavhengigheten innebærer er omtalt så ofte at jeg ikke skal gå nærmere inn på dem her.

Men selv med fortsatt rimelige og stigende oljeinntekter, vil økende rentebelastning på statsgjelden spise opp brorparten av statens inntekter, inklusive de som kommer fra olje

og gass. Dette betyr at vi år for år må begrense utgiftene til løsning av statens primæroppgaver og sosiale overføringer. Problemet forsterkes hvis ikke arbeidsmarkedet klarer å forhindre en fortsatt økning av ledigheten.

For bankene betyr dette at dagens situasjon med mer tilgang på midler enn etterspørsel etter lån må ventes å vare ved, om kanskje ikke i like sterk grad som nå. Det kan da være fristende å gå aktivt ut og «selge» lån, og helst til sikre kunder. Men de som har best orden i sin økonomi, er også de som minst lar seg påvirke av salgsframstøt. Da går man lenger ned på stigen, til de som ikke er så sikre og som er lettere å lede ut i fristelse. Dette er en farlig veg, og jeg advarte mot den i mitt foredrag på Sparebankforeningens årsmøte i 1985. Det kan også reises et stort spørsmålstegn ved det etisk forsvarlige i slik påvirkning. Lån, også personlige lån, skal være tilgjengelige når kunden selv ser behov for dem, og etter at evnen til å betjene gjelden er grundig vurdert. Men initiativet bør ligge hos kunden selv.

At staten så langt fremover som vi kan se vil ha underskudd i sine finanser, betyr at bankene vil møte staten både som konkurrent om publikums midler og som låntaker fra bankene. De vil derfor neppe ha problemer med å få sine midler plassert, men staten betaler jo ikke mer enn den må.

Men også utlandet vil nok kaste sine øyne på den fordringsøkning som finner sted i den private sektor. Gjennom det meste av etterkrigstiden har driftsunderskuddet overfor utlandet vært ansett som ett av våre store problemer. Når vi nå har overskudd, skyldes det ikke først og fremst våre oljeinntekter, men at der ikke er tilstrekkelig innenlandsk etterspørsel etter den kapital som fordringsøkningen representerer. Der er mange åpninger for den som fører til utlandet. Bedrifter kan redusere sin utenlandske gjeld eller foreta investeringer i utlandet. Publikum, både bedrifter og husholdninger, kan kjøpe utenlandske verdipapirer, enten direkte eller gjennom verdipapirfond. Utlandet kan ta opp kronelån, både i finansinstitusjoner og ved emisjoner på kapitalmarkedet.

Våre tidligere underskudd ble sett på som en begrensning av vår økonomiske handlefrihet i den grad de innebar at egenfinansierings-

evnen var for dårlig og belåningsgraden for høy. Et overskudd overfor utlandet gir på den annen side ikke myndighetene noen større handlefrihet siden det ikke er deres penger det gjelder. Etter hvert som realavkastningen på investeringer i Norge blir slik at det blir lønnsomt å satse kapitalen her, vil overskuddet avta og bli borte, og det vil ikke være noen grunn til å savne det.

Markedsøkonomi

Av og til hører man nostalgiske drømmer om å gå tilbake til sterkere reguleringer i økonomien. Noen synes å ha glemt alle de hull som var i reguleringene, all den forskjellsbehandling de innebar og all den dårlige anvendelse av kapital de medførte. Jeg tror vi kan anse det som nokså utelukket at vi i tiden fremover vil komme til å ha andre reguleringer overfor finansnæringen enn de som skal ivareta dens egen og kundenes sikkerhet. Selv om vi hadde ønsket det, lar det seg neppe teknisk gjennomføre, og vi er dessuten deltaker i et internasjonalt avtaleverk.

I mange land er markedstilpasning ledd i en strategi for en økonomi som fungerer bedre. Den har gitt betydelige resultater i Latin-Amerika og Sørøst-Asia, og fremskrittene er på veg i de tidligere sentralstyrte land i Sentral-Europa, ikke minst i våre baltiske naboland. Hos oss virker det som vi fortsatt har problemer med å ta strategien i bruk på en aktiv måte. Den betydelige utvikling i denne retningen som likevel finner sted, kommer gjerne som resultat av internasjonale avtaler eller fordi økonomiske hensyn tvinger oss til det. Det vil de fortsette å gjøre, og utviklingen synes derfor nokså sikker, uansett hvor mye eller lite begeistring som ligger bak.

Særlig må de begrensninger de offentlige finanser stiller, ventes å trekke i denne retning. Flere av de områder der behovene stiger sterkest, dekkes tradisjonelt over de offentlige budsjetter. Når finansene ikke strekker til for å møte dem, vil særlig to alternativer være aktuelle. En kan la behovene være udekket, men da må en regne med at det utvikler seg en privat sektor ved siden av den offentlige, der de som har råd til det, dekker sine behov. Eller en kan skjære ned på de mange støtteordninger som er etablert til fordel for enkelte grupper,

enten det er til næringsformål eller det f.eks. er rentestøtte gjennom statsbankene. I begge tilfeller vil det gå i retning av mer markedsorientering. I prinsippet kan en også angripe mer generelle overføringer som barnetrygd og de rene sosialtrygder. For min egen del vil jeg anse dette alternativet både som mindre ønskelig og sannsynlig, men en kan selvsagt ikke se bort fra at det også her må foretas justeringer for å begrense den sterke økning som ellers vil ligge i kortene for de tyngste overføringsordningene.

Jeg har allerede pekt på behovet for større fleksibilitet i de vilkår som tilbys i arbeidsmarkedet for at sysselsettingen skal kunne øke. Skjer ikke dette, og arbeidsledigheten fortsatt er høy, viser erfaring fra andre land at det utvikler seg et arbeidsmarked utenom det avtaleregulerte. En stor del av dette er såkalt «svart», og fenomenet er slett ikke ukjent hos oss heller. Også dette er en form for markeds-tilpasning, men særlig skattemyndighetene vil nok heller ønske at den skal skje innenfor det ordinære arbeidsmarked.

Politikk og markedsforhold

Noen vil kanskje reagere på at jeg har drøftet fremtiden som om regjeringens politiske farge ikke har noen betydning. Det ville være en betydelig overdrivelse. Både prioriteringer innenfor den offentlige sektor og den offentlige sektors størrelse blir bestemt gjennom politiske avgjørelser. I noen grad gjelder det også inntektsfordelingen i privat sektor. Mye er likevel i praksis bestemt av utgangssituasjonen. Så lenge den politiske styring dessuten er innstilt på å respektere de rammebetingelser som så vel våre økonomiske ressurser som våre internasjonale tilknytninger setter, blir spillerommet for politikk nokså lite sett i forhold til de føringer de samme rammebetingelser vil legge på ethvert politisk styre. Med et politisk styre som ikke vil respektere disse rammebetingelsene, ville vi nok derimot merke forskjell, men jeg ser ingen hensikt i å tegne et katastrofescenario som jeg anser som svært usannsynlig.

Andre vil kanskje savne en omtale av hva det vil bety om vi blir med i EF eller ikke. Jeg har imidlertid valgt å konsentrere meg om hvor fremtiden kan ventes å bli annerledes

uavhengig av hvordan EF-spørsmålet blir løst. Den dominerende oppgaven i de 20–30 år vi har foran oss, vil være å snu den trend i retning av stigende råvareavhengighet oljealderen brakte oss inn i, og i stedet finne tilbake til utviklingen mot økende bredde som vi opplevde med liberaliseringen av handelen i 1950- og -60-årene. Vår fremtidige sysselsetting er helt avhengig av hvor godt vi lykkes i å løse denne oppgaven. Personlig tror jeg det er lettere innenfor EF enn utenfor. Det er vesentlig to grunner til dette. For det første vil det være mer fristende å investere i Norge, både for nordmenn og utlendinger, dersom vi er innenfor det europeiske «indre marked» enn om vi står utenfor det. For det andre kan vi selge våre råvarebaserte produkter, spesielt de som kommer fra havet, med høyere foredlingsgrad og med flere norske arbeidsplasser bakt inn i produktene som fullt medlem. Men oppgaven *kan* nok løses også utenfor EF, men da må vi i større grad bruke priser og realinntekt for å hevde vår konkurransemessige stilling. Det vil i så fall være til stor hjelp at EØS om kort tid kan ventes å tre i kraft.

Det vi ikke ser

Når vi ser tilbake på de siste tjue år, kan det være nærliggende å spørre hvorfor vi ikke så det som kom på oss som et sjokk, som den stigende arbeidsledighet og bankkrisen. I internasjonal sammenheng kan en føye til 1970-årenes oljekrise og utviklingslandenes gjeldskrise i 1980-årene. Etterpå er det jo så lett å forklare hvorfor det måtte gå sånn. Så kan vi spørre hva det er vi i dag ikke ser.

Logisk sett kan spørsmålet ikke besvares. Jeg vil likevel trekke fram hvor jeg selv har størst frykt for at vi kan møte et sjokk som vi burde ha forutsett, nemlig i det som kan bli industrilandenes gjeldskrise.

I 1993 har EF-landene som helhet et underskudd i de offentlige finanser på 6 prosent. I enkelte av landene og i Sverige og Finland er det langt høyere. På grunn av den stigende rentebelastning de medfører, ligger det en selvforsterkende tendens i underskuddene. Fordringer på industrialiserte land har vært ansett som absolutt sikre og er gitt vekt null i BISs risikoveide aktiva. Ratingbyråene

gir likevel ikke alle industriland samme karakter.

Industrilandene er velstående nok til å kunne møte sine gjeldsforpliktelser forutsatt at de nødvendige finanspolitiske tiltak blir truffet. Konsekvensene av ikke å treffe dem er så mye verre enn virkningen av de tiltak som er nødvendige, at man har tatt for gitt at noe slikt ikke vil kunne inntreffe. Men kan vi likevel være sikre på at alle disse land klarer å skape den konsensus som er nødvendig for tiltakene? Vi har ofte vært vitne til at indre strid gir et dårligere resultat for hver enkelt av partene enn en omforent løsning ville gjort, men at man likevel ikke klarer å komme fram til løsningen. Den første gang det eventuelt måtte skje at et industriland ber om gjeldsforhandlinger, vil tilliten til statsgjeld og statsgarantier generelt få en alvorlig knekk. Det vil stille hele vårt finansielle system overfor en situasjon som er langt alvorligere enn den vi opplevde i 1982, da Mexico måtte fortelle verden at de ikke kunne betale. Også den gang bygget man på at statspapirer var sikre papirer.

Selv om en slik situasjon, hvis den skulle inntreffe, vil ramme oss alle, vil de land stå sterkest der staten er minst avhengig av lånemidler for å skaffe dekning for sine utgifter. Kanskje også dette kan være et moment å ta med i vår hjemlige budsjettdebatt.

En politikk med sikte på å redusere underskuddet behøver ikke å ha slike virkninger for sysselsettingen som man lett vil tenke seg når en bare ser på de direkte etterspørselsvirkninger. På internasjonalt nivå vil en slik politikk trekke realrenten ned etter hvert som den offentlige sektor legger mindre beslag på tilgjengelig kapital. Det vil stimulere til økt privat etterspørsel. I noe mindre grad vil det samme kunne skje på nasjonalt nivå.

I tillegg kommer at politikken vil tvinge fram en nedbygging av støtteordninger som i dag begrenser mobiliteten i arbeidsmarkedet og som svekker motivene til å søke arbeid. Det vil hjelpe godt om den støttes opp av endringer i lovverket som kan bidra til større fleksibilitet.

Vi har erfaring fra flere land som samtidig har redusert sine budsjettunderskudd og økt sysselsettingen. Det har lyktes nettopp fordi budsjetttilstrammingen var et ledd i en helhetlig politikk.

Krisen vi kan umgå

Jeg har allerede vært inne på at Norge de siste tjue år har levd i en internasjonal unntakstilstand. De første femten var preget av den oppgang oljen gav oss, mens andre land strevde med virkninger og ettervirkninger av det som for dem var en oljekrise. Deretter fikk vi tilbakeslaget, mens de fortsatte sin oppgang, delvis som følge av fallet i oljeprisene. De siste par årene har vi funnet vår plass i konjunkturbunnen sammen med dem.

Når vi kommer ut av dette tilbakeslaget, er det helt avgjørende at vi har lagt troen på fortidens løsninger bak oss. Like mye som for andre land er reduksjonen av det strukturelle – varige – budsjettunderskudd den mest påtrevende oppgave, særlig ut fra hensynet til fremtidens sysselsetting. Ethvert tiltak, enhver reform som skal finansieres med lånte penger, koster oss om ti år 50 prosent mer enn det den krever i dag. Det er derfor ikke mye som lar seg forsvare å finansiere på den måten. Den oppgaven vi står overfor, har mange utvik-

lingsland allerede gjennomført, med støtte fra Det internasjonale valutafond. De er nå inne i en konsoliderings- og vekstfase. Tidligere sentralstyrte økonomier i Sentral-Europa kommer etter med samme hjelp.

Norge er ikke noe spesielt rikt land i Europa, og petroleumsinntektene har vi brukt til andre formål enn å øke vår velstand. Vi er likevel uendelig mye rikere enn de land som har – eller er på vei til å – lykkes i å legge om sin økonomiske kurs. Hos oss er det i hovedsaken justeringer som skal til, selv om de på en del områder vil føles ganske sterkt, og der vil stå mange nok klare til å dramatisere dem.

Vår situasjon er også sørgelig alminnelig blant industrialiserte land. Vi er så lik dem i samfunnsform og holdninger at vi neppe vil kunne finne en vei som er spesiell for oss. Men om vi går veien litt raskere, har vi muligheter for å overlate til de som følger etter oss et samfunn som ligger mer i forkant av den utvikling vi kan se, enn vi gjør i dag.

Inflasjonsmål for pengepolitikken - hvordan gjøres dette i andre land?

Spesialrådgiver Arent Skjæveland og konsulent Nina Langbraaten,
Økonomisk avdeling i Norges Bank*

I Norges Banks brev til Finansdepartementet av 28.10.93 sies det at det bør vurderes om det er behov for en langsiktig forankring av målsettingen for pengepolitikken i Norge også under det nåværende flytekursregimet. Det vises til at erfaringen fra små land med forholdsvis lang erfaring med flytende valutakurser er at også et flytekursregime kan lede til temmelig høy inflasjon. En mangler det «nominelle ankeret» som den faste valutakursen representerer. For å skape tillit til at den fleksibilitet som ligger i flytende valutakurser, ikke blir misbrukt ut fra hva som på kort sikt kan være bekvemt, har mange flytekursland funnet det nødvendig å definere nasjonale prisstabilitetsmål for pengepolitikken. I en del land er dette konkretisert ved at en har stilt opp eksplisitte inflasjonsmål, som skal gjelde på mellomlang sikt. Denne artikkelen gir en gjennomgang av hvorledes dette er blitt gjort i de land som har stilt opp slike eksplisitte inflasjonsmål for pengepolitikken. Artikkelen tar ikke opp hvorledes pengepolitikken føres i de landene som fortsatt er med i det europeiske valutakurssamarbeidet ERM.

Hensynet til at prisstigningen ikke skal bli for høy, er et viktig siktemål med pengepolitikken i ethvert land. Tradisjonelt har det vært to ulike måter å ivareta dette hensynet på:

- Et *nasjonalt prisstabiliseringsmål* for pengepolitikken, slik de fleste land med flytende valutakurs har stilt opp. I Tyskland, New Zealand og Østerrike er dette gjort ved at en har et entydig lovdefinert prisstabiliseringsmål for pengepolitikken. I Sverige er det foreslått en slik endring i sentralbankloven. Flere andre flytekursland har også prisstabilisering som lovdefinert mål for pengepolitikken, men da som ett av flere mål – dette gjelder USA, Australia og Canada. Men også i de land som ikke har noe lovbestemt prisstabiliseringsmål for pengepolitikken, tillegges dette hensynet vesentlig vekt¹.
- En *fast valutakurs*, som dermed skal fungere som en norm som innebærer at pris-

stigningen over tid må samsvare med utviklingen i de land en har fast kurs i forhold til. Små land med forholdsvis åpne økonomier har ofte valgt denne løsningen. Dette innebærer at en ikke har noe selvstendig prisstabiliseringsmål, men overlater til de(t) land som en har knyttet kursen til, å bestemme hvor høy inflasjonen skal bli. På den annen side, hvis de land en har knyttet valutakursen til selv har stilt opp et mål om prisstabilisering, vil de to komme ut på det samme – den faste valutakursen vil da over tid lede til samme inflasjon som i de land en har knyttet kursen til.

Et mål om prisstabilisering gir imidlertid ingen konkret anvisning om hvorledes pengepolitikken skal innrettes. Neste spørsmål blir derfor hva de land som har flytende valutakurser, mer konkret styrer etter i pengepolitikken.

Den tradisjonelle litteraturen som sammenligner hvorledes fastkurs- og flytekursregimer virker, tar stort sett utgangspunkt i at et *pengemengdemål* er styringsmålet for pengepolitikken under flytekurser². Et pengemengdemål innebærer at en sikter mot å begrense inflasjonen ved å kontrollere veksten i pengetilbudet. Utgangspunktet for å fastsette et slikt mål er

* Takk til Lars Hömgren i Sveriges Riksbank, Johnny Åkerholm i Finlands Bank, Kåre Hagelund i finansdepartementet i New Zealand, Charles Freedman i Bank of Canada, samt kolleger i Norges Bank for nyttige innspill og kommentarer i arbeidet med denne artikkelen.

¹ Den svenske Riksbankutredningen (SOU 1993:20) gir en grundig drøfting av sentralbankenes stilling i OECD-landene, herunder også deres virksomhetsmål.

² Mundell (1963) og Fleming (1962) er utgangspunktet for denne litteraturen. En oversikt er gitt i Edison (1987).

at inflasjon i bunn og grunn er et monetært fenomen, og på lang sikt er det pengemengdeveksten som bestemmer inflasjonsraten. Sammenhengen mellom pengemengden og endringer i inflasjonen er imidlertid lite presis på kort sikt, og den kan variere med konjunktursituasjonen i økonomien. Mange land har også opplevd at tilsynelatende stabile pengeetterspørsels-funksjoner har brutt sammen de senere årene som følge av liberalisering av de finansielle markedene og utvikling av nye finansielle produkter. Det siste har i noen grad hatt sammenheng med at pengemengden har vært benyttet som styringsmål. Det er vel egentlig bare Tyskland og Sveits som fortsatt styrer etter et slikt mål, men også der tillegges andre indikatorer en økende vekt.

En implikasjon av å styre etter et pengemengdemål er at så lenge en oppnår den ønskede pengemengdeveksten, er en ikke så opptatt av hva som skjer med valutakursen. I små åpne økonomier er dette problematisk, siden virkningene av endringer i valutakursen på realøkonomien er så store at en ikke kan være likegyldig overfor valutakursutviklingen slik et pengemengdemål ville innebære. Dette er nok bakgrunnen for at de fleste små åpne økonomier har valgt et fastkursregime.

Når en del små land likevel har hatt flytende valutakurs, skyldes dette i noen grad at en ikke har funnet noen naturlige kandidater å knytte valutaen til. Men en vesentlig faktor har nok også vært at en har ønsket en mer fleksibel valutakurs i situasjoner der økonomien blir utsatt for ulike former for sjokk, f.eks. betydelige «terms of trade»-endringer eller sterke innenlandske konjunktursvingninger. Erfaringene fra små land med lang erfaring med flytende valutakurs, f.eks. fra Canada, Australia og New Zealand, er at det i praksis er lettere å foreta en lettelse i pengepolitikken enn en tilstramming. Et regime med flytende valutakurser har derfor lett for å lede til temmelig høy inflasjon dersom en ikke etablerer et ankerfeste for pengepolitikken³. Ut fra dette har en kommet fram til at når en først har den

³ Her er det egentlig liten forskjell på et flytekursregime og et fastkursregime. Mange land med faste valutakurser har stadig devaluert, og sjelden revaluert. Resultatet er blitt vesentlig sterkere inflasjon enn de land en har hatt fast kurs i forhold til. En forutsetning for at et fastkursregime skal innebære en norm for pengepolitikken er således at den faste kursen virkelig oppfattes som fast.

fleksibiliteten som ligger i flytende valutakurser, må en definere mer eksplisitte *inflasjonsmål* for pengepolitikken, jf. Crow (1993), Freedman (1993) og Nicholl og Archer (1992).

New Zealand og Canada er de landene som først etablerte slike mål, henholdsvis i desember 1990 og februar 1991. Høsten 1992 fulgte Storbritannia etter, og tidlig i 1993 innførte også Sverige og Finland inflasjonsmål. Tema for denne artikkelen er å gå nærmere inn på hvorledes disse landene har definert sine inflasjonsmål, og hvilke erfaringer de så langt har gjort.

Definisjon av inflasjonsmålene

Den presise definisjonen av inflasjonsmålene varierer noe mellom landene. Noen er mer ambisiøse enn andre, men gjennomgående er målet at inflasjonen målt ved veksten i konsumprisindeksen skal ligge i området 1-3 prosent. Med prisstabilisering menes således ikke at den gjennomsnittlige prisstigningen skal være lik null, men den skal holdes på et så lavt nivå at den ikke bygges inn i forventningene og dermed skaper vesentlige vridninger i økonomien som innebærer realøkonomiske kostnader.

Det er inflasjonstakten som er målvariabelen, og ikke prisnivået. Dette innebærer at en tillater såkalt «base drift», dvs. at for høy inflasjon ett år skal ikke forsøkes motvirket ved tilsvarende lavere inflasjon i forhold til det oppsatte målet året etter. En unngår således å havne i samme situasjon som mange land kom i på 1920-tallet da de forsøkte å gjenetablere førkrigspariteten i forhold til gull ved å gå gjennom en kraftig deflasjonsperiode.

I korte trekk er inflasjonsmålene følgende i de fem landene som hittil har stilt opp eksplisitte mål:

- 0-2 prosent i New Zealand,
- foreløpig ikke definert som et eksplisitt tall Canada, men en har sagt *klart under 2 prosent*
- 2 prosent med toleransegrenser på +/-1 prosentpoeng i Sverige.

- i den nedre delen av et intervall på 1-4 prosent i Storbritannia,
- 2 prosent i Finland.

I alle de fem landene har det vært nødvendig med en gradvis nedtrapping av inflasjonen. Inflasjonsmålene på kort sikt har således ligget høyere enn det som ovenfor er antydnet som mer langsiktige prisstabiliseringsnivåer for inflasjonstakten.

En grunn til at en ikke sikter mot null prosent inflasjon, er at konsumprisindeksen normalt overvurderer prisstigningen fordi en ikke fullt ut fanger opp virkningen av produktforbedringer og nye produkter. Undersøkelser blant annet i New Zealand indikerer at om lag 1 prosent årlig konsumprisvekst derfor svarer til prisstabilitet.

I alle landene holdes endringer i indirekte skatter og avgifter utenfor i vurderingen av inflasjonen. Det sees dessuten bort fra enkelte andre typer prisimpulser – i New Zealand gjelder dette oljepriser, virkning av renteendringer og for tiden også virkningen av økte tømmerpriser, i Canada matvare- og energipriser, i Storbritannia virkning av renteendringer og i Finland huspriser. Pengepolitikken skal således akkommodere (godta) prisvirkningene som følger av endringer på disse områdene. Andrerunde-effekter skal derimot stoppes. Slike sjokk skal ikke tillates å sette i gang pris- og lønns spiraler i økonomien. Sentralbankene er dessuten ansvarlig for å forklare avvikene mellom den underliggende inflasjonen, hvor effektene nevnt overfor holdes utenfor, og den faktiske inflasjonen som fremgår av de offisielle konsumpristallene.

I New Zealand og Canada, hvor ordningene med å fastsette inflasjonsmål er formalisert i noe større grad enn i de andre landene, er det uttrykt at inflasjonsmålene midlertidig kan endres dersom ekstraordinære forhold oppstår (formuleringen i Canada er: «very unusual circumstances»).

I New Zealand blir inflasjonsmålet fastsatt ved en avtale mellom finansministeren og sentralbanksjefen, mens det i Canada er stilt opp i en felles erklæring fra regjeringen og sentralbanken. Ansvar for å definere målet for politikken ligger således ikke i sentralbanken alene. I Storbritannia er det finansministeren som har fastsatt inflasjonsmålet. I Sverige og

Finland er de institusjonelle forholdene slik at inflasjonsmålene er fastsatt av sentralbankene alene.

Hvordan styres pengepolitikken med et inflasjonsmål?

Et inflasjonsmål for pengepolitikken innebærer at en ikke nødvendigvis trenger å stille opp såkalte avledede styringsmål (intermediate targets) som f.eks. fast valutakurs eller et pengemengdemål.

Hensikten med å knytte pengepolitikken til en norm i form av et avledet styringsmål har vært å unngå å skape usikkerhet om myndighetenes langsiktige intensjoner, samt å gjøre det lett å vurdere hvorvidt myndighetene når de mål de har satt seg. Et slikt mål gjør også pengepolitikken oversiktlig, og dermed troverdig, ved at det blir lettere å forklare endringer i pengepolitikken dersom det skulle oppstå et avvik mellom den faktiske utviklingen og det oppsatte styringsmålet.

Dette er de samme hensyn som søkes ivare tatt ved innføring av et inflasjonsmål – det klargjør myndighetenes intensjoner, det muliggjør en kontroll av at myndighetene gjør det de sier at de skal gjøre, og det fungerer som en måte å begrunne nødvendige endringer i pengepolitikken på.

I de land som til nå har innført eksplisitte inflasjonsmål, utøves pengepolitikken på en diskresjonær måte basert på et bredt sett av indikatorer. Med diskresjonær politikk menes at en ikke følger en på forhånd opptrukken regel slik en gjør med et pengemengdemål eller en fast valutakurs. Et sentralt poeng i økonomisk litteratur har vært nettopp en diskusjon av «rules vs. discretion» i den økonomiske politikken⁴. En konklusjon i denne litteraturen er at det bare er dersom myndighetenes politikk kommer overraskende på de private aktørene, at politikken har noen effekt. På lang sikt er imidlertid alle aktører i økonomien best tjent med at myndighetene ikke benytter en slik mulighet til å overraske de private aktørene. I motsatt fall bygges det etter hvert inn forventninger om at myndighetene enda en gang vil prøve «overraskelsespolitikk» – og da er ikke lenger politikken overraskende. Drøftingen av dette har gjerne

⁴ Kydland og Prescott (1977) er pionerartikkelen på området.

vært knyttet til den såkalte Phillips-kurven – på kort sikt er det mulig å bringe ledigheten ned ved å overraske lønnstakerne med en politikk som skaper høyere inflasjon, men på lang sikt bygges dette inn i inflasjonsforventningene slik at en blir stående igjen med bare den høyere inflasjonen. Dette er det såkalte *tids-inkonsistens-problemet* for den økonomiske politikken. Det som på kort sikt kan fremstå som formålstjenlig, vil på lang sikt skade økonomien.

Inflasjonsmålet innebærer at en etablerer *en norm for hvorledes resultatet av politikken skal bli*. Nicholl og Archer (op.cit) og Freedman (op.cit) legger begge vekt på at en på denne måten kan unngå tids-inkonsistensproblemet til tross for at pengepolitikken utøves på en diskresjonær måte: myndighetene har bundet seg til ikke å føre en politikk som skaper en inflasjon som overrasker de private aktørene i økonomien. På denne måten kan en unngå at pengepolitikken påvirker inflasjonsforventningene.

For å bidra til klarhet om den fremtidige inflasjonsutviklingen, legges det stor vekt på at sentralbankene skal komme med offentlige vurderinger av den faktiske prisutviklingen og utsiktene fremover. Bank of England er kanskje den som har gått lengst i retning av å lage grundige inflasjonsrapporter, men også i New Zealand og Sverige offentliggjør sentralbankene slike rapporter. I Finland rapporterer sentralbanken sitt syn på den økonomiske utviklingen, inklusive inflasjonsutviklingen, fire ganger i året. Også i Canada finnes det et slikt offentlig rapporteringssystem.

I alle landene er det prognoser over prisutviklingen de nærmeste 1–2 årene som er avgjørende for innretningen av pengepolitikken. Dersom inflasjonsanslagene tilsier at prisstigningen vil bli høyere enn målintervallet, strammes politikken inn. Og motsatt, dersom prisstigningen ser ut til å bli lavere enn målintervallet, kan pengepolitikken slakkes opp.

Vektleggingen av de ulike indikatorene i den pengepolitiske styringen

Et fastkursmål eller et pengemengdemål er eksempler på at *en* økonomisk indikator gjøres til et avledet styringsmål for pengepolitik-

ken. De fem landene som så langt har stilt opp inflasjonsmål, har valgt ikke å definere slike avledede styringsmål. I stedet følger en som nevnt med på et bredt sett av indikatorer for å vurdere inflasjonspresset i økonomien. Dette reiser imidlertid spørsmålet om hvilken vekt de legger på de ulike indikatorene i den pengepolitiske styringen. Her er det visse forskjeller mellom landene. Særlig har det avtegnet seg et visst avvik mellom måten New Zealand og Canada gjør dette på, mens det foreløpig ikke er like klart hva de øvrige tre landene vil gjøre.

I New Zealand har valutakursen etter hvert fått stadig større betydning som indikator. Dette begrunnes med at det er etablert en god sammenheng mellom valutakursen og prisstigningen – noe en vil vente i en liten åpen økonomi. Den sterke vektleggingen av valutakursen som indikator medfører på den annen side visse problemer. En av grunnene til at New Zealand lot valutakursen flyte, var at den skulle bidra til en lettere tilpasning når økonomien ble utsatt for sjokk. Denne rollen kan ha blitt redusert, gitt bindingen en lar inflasjonsmålet sette på valutakursen. Det legges imidlertid vesentlig vekt på at valutakursen ikke er fast. Det er prisstigningen som er fastsatt, og valutakursen er betinget av denne målsettingen. Dersom anslag for prisstigningen skulle endres av andre årsaker, vil også valutakursen – eller mer presist den såkalte «comfort zone» som er sentralbankens anslag på det bånd valutakursen kan bevege seg innenfor uten at inflasjonsmålsettingen settes i fare – bli endret. Denne «comfort zone» er ikke offentliggjort, men sentralbankens inflasjonsprognoser sammen med offentliggjorte resultater for virkningen av endringer i valutakursen på konsumprisene, fører til at markedene har en ganske presis ide om hvor «sonen» ligger. En vektlegger videre at når valutakursen svekkes mot den nedre grensen i «comfort zone», er det en tendens til at markedene trekker rentene opp uten at sentralbanken intervensjoner – og dette tas som et tegn på at pengepolitikken er troverdig.

I Canada legges det noe mindre vekt på de kortsiktige utsiktene for prisstigningen. En betrakter inflasjonsmålet som mer mellomlangsigtig, og ut fra dette legges det størst vekt på hvilken virkning pengepolitikken har

på aktivitetsnivået i økonomien. Siktemålet for pengepolitikken er å stabilisere det såkalte produksjonsgapet (output gap), for på denne måten å påvirke den mellomlangsigte inflasjonsutviklingen. Det tas eksplisitt hensyn til at pengepolitikken påvirker økonomien gjennom to kanaler – valutakursen og renten. Den mellomlangsigte innfallsvinkelen har ledet til at en legger noe mindre vekt på stabil valutakurs enn en måtte ha gjort dersom inflasjonsmålet hadde vært definert som et kortsiktig mål. Til gjengjeld legges det større vekt på rentens betydning for utviklingen i aktivitetsnivået. Virkningen av rentendringer har ikke den samme direkte effekten på prisstigningen som endringer i valutakursen, mens virkningen på aktivitetsnivået derimot er forholdsvis sterk.

Det er noe tidlig å vurdere hvor stor betydning denne forskjellen i strategi mellom New Zealand og Canada faktisk har. Det en kanskje skulle forvente, var at den kanadiske strategien ville lede til et noe mer stabilt aktivitetsnivå på bekostning av større variasjon i inflasjonen enn i New Zealand. Et problem med den kanadiske strategien vil kunne være at en større variasjon i inflasjonstakten kan lede til at pengepolitikken blir mindre troverdig. Utfordringen for de kanadiske myndighetene blir i så fall å forklare at kortsiktige avvik fra de opptrukne inflasjonsmålene vil bli motvirket på mellomlang sikt.

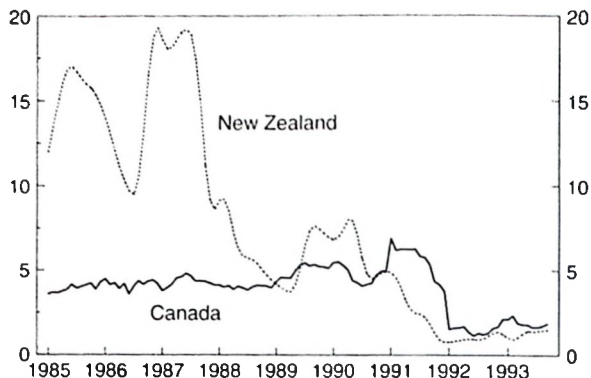
Erfaringene med inflasjonsmål for pengepolitikken

Nicholl og Archer (op.cit) fremhever at i Bank of New Zealand har inflasjonsmålet fungert som et klart rammeverk for politikkdiskusjonene i sentralbanken, og det har fungert som en motivasjon for å ta politikkavgjørelser som ellers ville ha vært vanskelige. Freedman (op.cit) legger også vekt på at oppstilling av inflasjonsmålet har spilt en nyttig rolle for å formidle og konkretisere Bank of Canadas pengepolitiske tiltak.

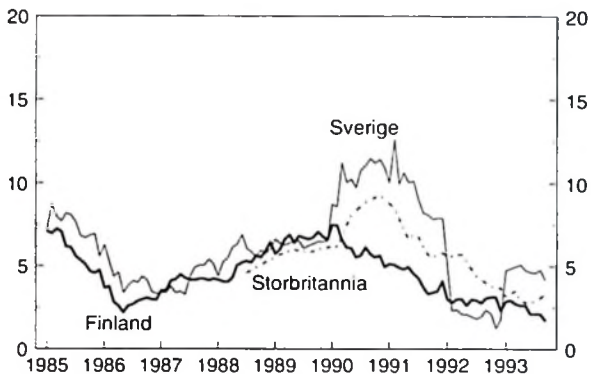
For begge disse landene, som nå har hatt eksplisitte inflasjonsmål i snart tre år, må erfaringene så langt anses som ganske positive. En har klart å få inflasjonen vesentlig ned, jf. figur 1. Riktignok er det vanskelig å skille den selvstendige virkningen av at inflasjonsmåle-

Figur 1 Inflasjon i enkelte flytekursland¹. Prosentvis vekst fra samme måned året for

a. New Zealand og Canada



b. Storbritannia, Sverige og Finland



¹ For Storbritannia viser figuren konsumprisene eksklusive boligrenter (RPIX). For de øvrige landene vises konsumprisveksten i alt. Det er ikke korrigert for endringer i indirekte skatter og andre forhold som sentralbankene i de enkelte landene holder utenfor i vurderingen av inflasjonsutviklingen.

ne ble innført fra effekten av at økonomiene har vært inne i et økonomisk tilbakeslag, men inflasjonen er nå kommet ned på et så lavt nivå at det er lite trolig at dette ville ha skjedd uten at slike mål var etablert. Både New Zealand og Canada er nå inne i en konjunkturoppgang, med betydelig sterkere vekst enn i de fleste andre OECD-land. Så langt er det ingen tegn til tiltagende inflasjon, og det ventes heller ikke at dette vil skje.

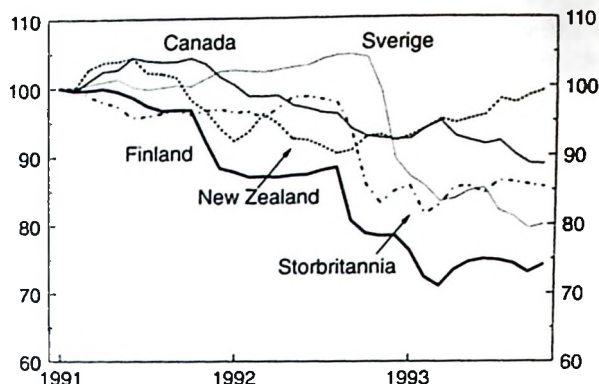
Inflasjonsmålene motiverte i første omgang en viss tilstramming i pengepolitikken i New Zealand og Canada, og dette kan ha bidratt til at konjunkturedgangen ble sterkere enn den ellers ville ha vært. Etter hvert ble imidlertid pengepolitikken temmelig ekspansiv for å hindre at den faktiske inflasjonen ble for lav i forhold til inflasjonsmålene. Både den newzealandske og kanadiske dollaren har svekket seg siden inflasjonsmålene ble innført, jf. figur 2. Etter hvert som den økonomiske veksten nå tar seg opp, er det rimelig å vente at det vil finne sted en viss innstramming i pengepolitikken igjen for å hindre økende inflasjon. I New Zealand har en allerede sett tegn til dette, mens den økonomiske oppgangen i Canada ennå ikke har slått ut i noe inflasjonspress som skulle tilsi pengepolitiske innstramminger.

For de tre landene som har kortest erfaring med å ha eksplisitte inflasjonsmål, Storbritannia, Sverige og Finland, er det for tidlig å trekke noen sikre konklusjoner. Også for disse landene har endringene i målsettingen for pengepolitikken gått sammen med en vesentlig mer ekspansiv pengepolitikk enn det man ville ha hatt mulighet til uten endringer i valutakursen. Figur 2 viser at den nominelle effektive valutakursen for disse landene ligger til dels betydelig lavere enn ved inngangen til 1991. Figur 3 viser det kraftige fallet som har funnet sted i de korte rentene.

Testen på om man virkelig akter å følge opp de inflasjonsmålene som er stilt opp, vil først og fremst komme når den økonomiske aktiviteten igjen tar seg opp. Storbritannia har slik sett bestått en første test. Etter hvert som det synes klart at britisk økonomi nå er inne i en konjunkturoppgang, har myndighetene ikke latt pengemarkedsrentene følge med i det rentefallet en har hatt i Europa for øvrig. I stedet har en fått en delvis reversering av den sterke svekkelsen i pund-kursen som fant sted de første månedene etter at pundet begynte å flyte. Dette har bidratt til en vesentlig demping av inflasjonspresset i britisk økonomi.

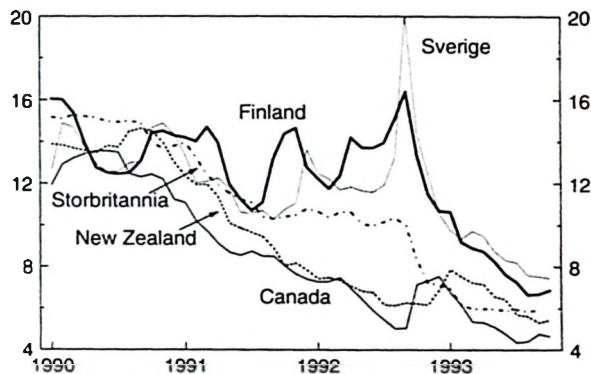
De lange rentene har falt betydelig i alle de fem landene, jf figur 4. Et slikt fall gir en indikasjon på at prisforventningene er redusert. Fallet har vært sterkest i New Zealand, som nå har de laveste lange rentene av de fem. Den forholdsvis kraftige nedgangen i korte renter

Figur 2 Nominell effektiv valutakurs i enkelte flytekursland¹. Januar 1991=100

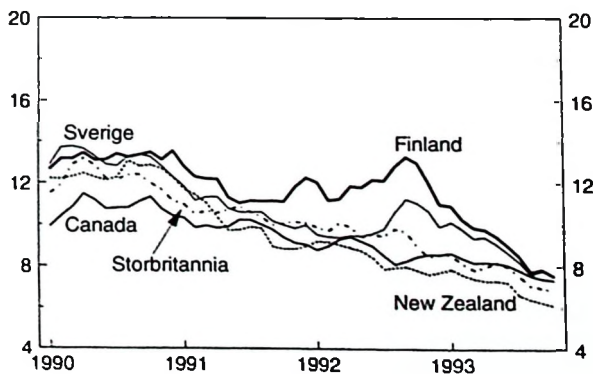


¹ Med nominell effektiv valutakurs menes kursen overfor andre lands valutaer veiet sammen med deres betydning for landets konkurransevne som vekt. Begrepet *real* effektiv valutakurs brukes hvis en også korrigerer for forskjeller i pris- eller kostnadsutviklingen mellom landene. I figurene indikerer stigende kurve en styrking av valutakursen.

Figur 3 Korte renter i enkelte flytekursland. Prosent



Figur 4 Lange renter i enkelte flytekursland. Prosent



kombinert med svekkelsen av den effektive valutakursen ser således ikke ut til å ha slått ut i forventninger om ny økning i inflasjonstakten i noen av landene.

Myndighetsfordelingen på pengepolitikens område

Myndighetsfordelingen på pengepolitikens område er temmelig forskjellig i de fem landene som nå har stilt opp eksplisitte inflasjonsmål. Sverige og Finland skiller seg ut med en svært stor grad av formell selvstendighet for sentralbanken. Foruten at disse sentralbankene selv har definert målet for pengepolitikken, har heller ikke regjeringen noen form for instruksjonsrett overfor sentralbanken. På den annen side er styrene i disse sentralbankene politisk sammensatt og har samme funksjonsperiode som parlamentene. Hvor reell uavhengigheten er, er derfor et åpent spørsmål – særlig i Sveriges tilfelle.

I New Zealand og Canada har sentralbankene ansvaret for at pengepolitikken gjennomføres på en slik måte at inflasjonsmålet oppnås, men i begge landene har regjeringen en instruksjonsrett overfor sentralbanken som tilsvarende vi har i Norge. Kravet for at denne instruksjonsretten skal kunne utøves, er som hos oss at det gjøres offentlig og at parlamentet underrettes. Den formelle prosedyren gjør at det blir svært synliggjort når regjeringen griper inn i pengepolitikken, og instruksjonsretten er aldri blitt brukt. Myndighetsfordelingen i New Zealand og Canada ligner slik sett ganske mye på det norske systemet, hvor sentralbanken har ansvar for å gjennomføre pengepolitikken etter de retningslinjer som er trukket opp av statsmyndighetene.

I Storbritannia bestemmes pengepolitikken i hovedsak av regjeringen og finansdepartementet. Sentralbankens rolle er i hovedsak begrenset til regelmessig å gi en fullt ut objektiv og grundig rapport om hvorvidt pengepolitikken utøves i samsvar med inflasjonsmålet.

Omtale av hvert enkelt land

Nedenfor gis en gjennomgang av hvert enkelt av landene som har innført inflasjonsmål for pengepolitikken. Omtalen er særlig konsentrert om den presise definisjonen av infla-

sjonsmålene i de ulike landene og de institusjonelle forholdene rundt pengepolitikken, men det gis også en vurdering av utviklingen i inflasjon, renter og valutakurs etter at inflasjonsmålene ble innført.

New Zealand

Etter at den newzealandske dollaren i ulike perioder var knyttet til det britiske pundet, til amerikanske dollar og til en kurv av valutaer, gikk en over til en flytende valutakurs fra 1985. Perioden 1979–84 var preget av en rekke devalueringer som dels hadde sin bakgrunn i at inflasjonen i New Zealand var betydelig høyere enn hos handelspartnerne, og dels ble fremtvunget av store ubalanser i økonomien på begynnelsen av 1980-tallet. Fra juni 1979 til august 1984 ble den nominelle effektive valutakursen svekket med i alt 35 prosent⁵.

Etter den siste store devalueringen på 20 prosent i juli 1984, fant det sted en radikal omlegging av den økonomiske politikken i New Zealand. Et gjennomgripende reformprogram ble introdusert med sikte på avreguleringer i store deler av økonomien, se Lindenius (1992). Et element i dette var at finans- og pengepolitikken ble rettet inn mot å eliminere budsjettunderskuddet og å oppnå prisstabilitet.

I sammenheng med reformprogrammet ble det i mars 1985 besluttet at den newzealandske dollaren skulle flyte. Dette ble begrunnet med to forhold:

- Den newzealandske eksporten er sterkt konsentrert om et fåtall råvarebaserte produkter. Slike varer utgjør drøyt 70 prosent av samlet eksport, slik at forandringer i verdensmarkedsprisene på disse produktene kan forårsake store svingninger i New Zealands «terms of trade» og dermed i den innenlandske økonomiske aktiviteten og i prisnivået.
- Det fantes ingen naturlig enkeltvaluta å knytte den newzealandske dollaren til. Den

⁵ Fra 1979-82 hadde New Zealand en «crawling peg», dvs. at valutakursen ble justert relativt hyppig, men forholdsvis lite hver gang (i gjennomsnitt ½ prosent pr måned). I juni 1982 ble fast valutakurs igjen innført, samtidig med at det ble innført pris- og lønnsstopp, samt regulering av renter, utlansvekst, husleier, utbytte m.v. Dette varte fram til valutaen ble devaluert med hele 20 prosent i juli 1984.

som lå nærmest, den australske dollaren, hadde fra et inflasjonssynspunkt ingen for-deler.

Pengepolitikken har spilt en sentral rolle i New Zealands økonomiske reformprogram. Pengepolitikken har vært innrettet mot på varig basis å senke inflasjonen. Etter flere tiår med en inflasjonstakt på mellom 10 og 20 prosent var det bred forståelse hos politikere og allmennhet for den vekt som ble lagt på målet om prisstabilisering.

I 1989 ble det innført en ny sentralbanklov hvor det ble fastlagt at pengepolitikkenes eneste mål er å sørge for prisstabilitet. Loven trådte i kraft i februar 1990. Definisjonen av inflasjonsmålet ble fastsatt i *The Policy Target Agreement* mellom sentralbanken og regjeringen. En slik avtale ble første gang inngått i mars 1990, men den ble endret i desember samme år etter at en ny regjering hadde overtatt. Endringen besto i at en forlenget tidsplanen for nedtrappingen av inflasjonen. Formelt begynte New Zealand å styre pengepolitikken i samsvar med denne avtalen først i mars 1991. Konsumprisstigningen, målt ved KPI, skal ligge i intervallet 0–2 prosent pr. år. Desember-avtalen innebar at dette målet skulle nås innen utgangen av 1993. Indikative mål for den underliggende inflasjonen i 1991 ble satt til 2½–4½ prosent for 1991 og 1½–3½ i 1992. Underliggende vekst er definert som KPI-veksten korrigert for renteendringer, oljeprisendringer, endringer i offentlige avgifter og for tiden også virkningen av økte tømmerpriser. Avvik fra det offentliggjorte inflasjonsmålet er akseptabelt under særskilte omstendigheter, f.eks. ved endringer i indirekte skatter eller ved store økonomiske ubalanser. Selve inflasjonsmålet kan bare endres ved enighet mellom sentralbanken og regjeringen. *The Policy Target Agreement* ble fornyet i tilnærmet uforandret form i desember 1992, og samtidig ble sentralbanksjefen Donald T. Brash gjenoppnevnt for en ny femårsperiode.

Sentralbanken skal to ganger i året avgi en rapport om innretningen av pengepolitikken siste halvår og i tiden fremover. Sentralbankloven fastsetter som nevnt at prisstabilisering er det entydige målet for pengepolitikken. Regjeringen kan midlertidig endre mål om prisstabilisering uten at loven forandres, men

bare for en periode på opptil et år, og dette må forelegges parlamentet. Regjeringen har instruksjonsrett overfor sentralbanken etter samme prosedyrer som i Norge (dvs. at den skal være offentlig og at parlamentet skal underrettes). Dersom en instruks er i konflikt med Policy Target Agreement, må en ny avtale forhandles fram og forelegges parlamentet. Disse prosedyrene innebærer således at en betydelig offentlig overvåking vil finne sted.

Sentralbanksjefen alene er ansvarlig for å utforme pengepolitikken slik at inflasjonen holdes innenfor målsettingen. Regjeringen utnevner sentralbanksjefen for en periode på 5 år, og han kan bare avsettes dersom han grovt misshandler sin stilling – ulike oppfatninger om hvorledes pengepolitikken skal innrettes er ikke tilstrekkelig så lenge loven, som klart angir prisstabiliseringsmålet, følges. Dersom prisstigningen blir høyere eller lavere enn forutsatt, kan sentralbanksjefen i prinsippet risikere å miste sin stilling. I praksis vil dette neppe være særlig sannsynlig dersom det ikke gjøres åpenbare og store feil. På den annen side har sentralbanksjefen selv flere ganger offentlig sagt at hans jobb avhenger av at han tilfredsstillende utfører sin kontrakt (Policy Target Agreement).

Som illustrert i figur 1, har det vært et meget kraftig fall i inflasjonen i New Zealand etter omleggingen av pengepolitikken i 1985. Prisstigningen har falt fra 15–20 prosent årlig midt på 1980-tallet til under 1 prosent i 1991. Det sterke inflasjonen midt i annen halvdel av 1980-tallet har imidlertid i noen grad sammenheng med at det ble innført moms på 10 prosent i 1987, og denne ble økt til 12,5 prosent i 1989. Da det eksplisitte inflasjonsmålet ble innført i desember 1990, var prisstigningen kommet ned i om lag 5 prosent.

Etter hvert falt inflasjonen så mye at den kom under målintervallet i midten av 1991, jf. figur 5.a. Bakgrunnen for dette var dels svak innenlandsk aktivitetsutvikling, dels lav vekst i internasjonal økonomi og dels en styrking av den newzealandske dollaren gjennom første halvår 1991. For å unngå at inflasjonen skulle bli liggende under målintervallet også for det påfølgende året, ble det iverksatt betydelige lettelser i pengepolitikken gjennom 1991. Pengemarkedsrentene falt fra drøyt 14½ prosent i september 1990 til 7,8 prosent ved

utgangen av 1991, jf. figur 5.b. Rentenivået fortsatte å falle, ned til 6,1 prosent i august 1992. Disse lettelsene i pengepolitikken signaliserte at sentralbanken ville tolerere en svakere valutakurs, og dette ledet til en forholdsvis sterk svekkelse av den newzealandske dollaren mot slutten av 1991 og inn i 1992, jf. figur 2.

Mot slutten av 1992 tok inflasjonen seg noe opp igjen. For å unngå en for stor svekkelse av valutakursen (dvs. at kursen skulle gå utenfor «comfort zone»), foretok sentralbanken en midlertidig innstramning av pengepolitikken i januar 1993. Pengemarkedsrentene økte med anslagsvis 2 prosentpoeng, og svekkelsen av valutakursen ble snudd til en viss styrking.

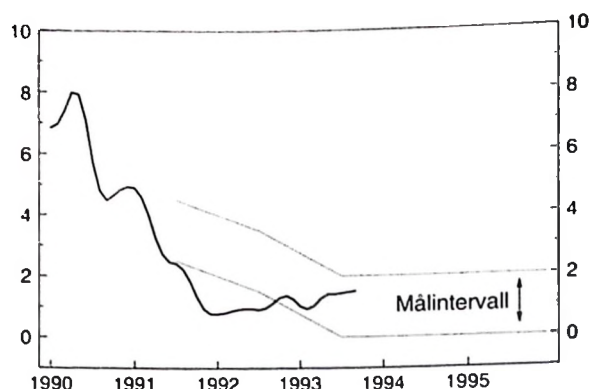
Det har tatt noe tid å opparbeide tillit til at sentralbanken virkelig vil sørge for å bringe inflasjonen ned i samsvar med inflasjonsmålene. Utviklingen i de langsiktige kapitalmarkedsrentene indikerer imidlertid at tilliten har økt betydelig over tid, og ti-årsrenten på statspapirer ligger nå på om lag 6 prosent. I New Zealand legges det også vesentlig vekt på at størrelsen på rentedifferansen mellom New Zealand og landets handelspartnere indikerer en stor grad av tillit til den newzealandske dollaren.

Selv om en svak økonomisk aktivitet har bidratt til den raske nedgangen i inflasjonstakten, fremholdes det at økt troverdighet i pengepolitikken og reduserte inflasjonsforventninger har vært en sentral faktor bak nedgangen i inflasjonen. Det må imidlertid påpekes at en empirisk studie av Gerlach (1993) indikerer at fallet i aktivitetsnivået i seg selv ser ut til å kunne forklare det aller meste av nedgangen i inflasjonstakten. Også OECD har en tilsvarende vurdering i den siste landrapporten om New Zealand, som kom ut i desember 1992: «Given that a large contribution to the disinflation process arose from the widening output-gap, the gains from the inflation targeting strategy remains difficult to assess. This is not to deny that the rapid decline in inflation expectations since 1991 is in stark contrast to the persistent gap which existed between actual and expected inflation between 1985 and 1990.»

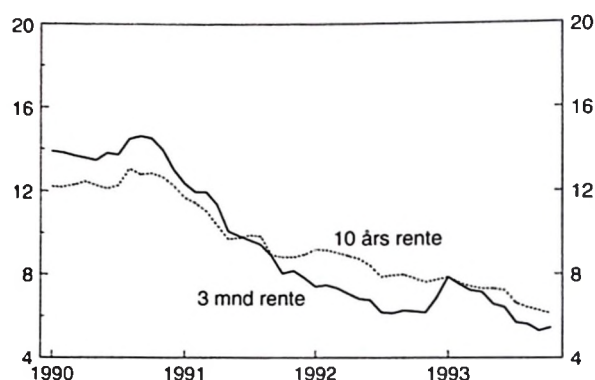
Den virkelige testen på om en har lyktes får en først når den newzealandske økonomien har vært gjennom en full konjunktursykel.

Figur 5 New Zealand - inflasjon og renter

a. Konsumprisvekst. Prosentvis vekst fra samme måned året før og målintervallet for inflasjonen



b. Korte og lange renter. Prosent



slik at en ser hvorledes inflasjonen utvikler seg når økonomien er inne i en oppgangskonjunktur.

I inneværende år har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp i New Zealand. De siste anslagene innbærer en BNP-vekst på 3¼ prosent i 1993 og 3½ prosent i 1994, mot en vekst på bare ½ prosent i fjor⁶. Veksten har i første omgang kommet i private investeringer og privat konsum. Arbeidsledigheten har falt fra en topp på 10,7 prosent i mars 1992 til 9,9 prosent i juni 1993. Bolig- og eiendomsprisene og aksjekursene har steget sterkt, og det er

⁶ I New Zealand kan BNP-veksten bestemmes både fra etterspørsels- og produksjonssiden, og det er til dels betydelige avvik. I 1992 var veksten henholdsvis 0,6 prosent fra etterspørselssiden og 2,3 prosent fra produksjonssiden. Finansdepartementet i New Zealand legger størst vekt på tallene fra produksjonssiden. OECD baserer seg derimot på tallene fra etterspørselssiden.

en viss bekymring for hvordan dette etter hvert vil slå ut. Så langt er det likevel ingen tegn til at oppgangen vil slå ut i sterkere inflasjon.

Canada

Canada har hatt flytende valutakurs i det meste av etterkrigstiden. I september 1950 forlot Canada Bretton Woods-systemet og hadde flytekurs fram til mai 1962, da en på nytt gikk inn i Bretton Woods-samarbeidet. Fra mai 1970, dvs. et drøyt år før Bretton Woods-systemet brøt sammen, innførte Canada på nytt flytende kurs.

Både i 1950 og i 1970 ble Canada nærmest tvunget til å flyte, fordi en ikke var villig til å akseptere konsekvensene av å opprettholde den faste kursen. Ved begge disse anledningene kunne en valgt å revaluere, men en visste ikke hvor stor revalueringen i tilfelle måtte være. Canada er særskilt utsatt for «terms of trade»-endringer forårsaket av forandringer i verdensmarkedsprisene på sine eksportprodukter. Canadas største handelspartner er USA, som svarer for tre firedeler av Canadas eksport og import. Utviklingen i Canadas «terms of trade» er imidlertid negativt korrelert med «terms of trade»-utviklingen i USA, og en fast kurs i forhold til amerikanske dollar ville derfor bidra til store svingninger i eksportsektoren i Canada og dermed i den innenlandske økonomien. I Canada er det derfor en klar preferanse for flytende valutakurs, ettersom dette innebærer at eksterne «sjokk» får mindre gjennomslag på det innenlandske aktivitetsnivået og på innenlandske priser og kostnader.

Det var imidlertid ikke en gjennomtenkt vurdering av egenskapene ved et flytekursregime i forhold til et fastkursregime som lå til grunn for beslutningene om å flyte i 1950 og 1970, jf. Crow (op.cit.). Erfaringene en gjorde med flytende kurs var i utgangspunktet ikke bare gode, og en fikk periodevis svært høy inflasjon. En innså etter hvert at det var nødvendig å finne en måte å skape monetær stabilitet på under flytende kurser. Crow påpeker at de gunstige egenskapene et flytekursregime har fremfor et fastkursregime når det gjelder å gi en mer stabil økonomisk utvikling overfor realøkonomiske sjokk, *forutsetter at pengepo-*

litikken er rettet inn mot prisstabilitet. Dette er blitt gjort i økende grad i Canada siden midt på 1980-tallet.

Den 26. februar 1991 annonserte sentralbanken og regjeringen i fellesskap innføringen av et inflasjonsmål. Målet er en prisstigning på 3 prosent ved utgangen av 1992, 2½ prosent i midten av 1994 og 2 prosent ved utgangen av 1995 – i alle tilfeller med toleransegrenser på +/- 1 prosent. På lang sikt er målet prisstabilitet. Hvor høy inflasjon som er forenlig med et slikt mål er foreløpig ikke spesifisert, men en har uttalt at det er *klart under 2 prosent*. En tar utgangspunkt i tolv månedersveksten i konsumprisindeksen, men ser bort fra endringer i matvare- og energipriser. Videre har sentralbanken annonsert at endringer i indirekte skatter som har større inflasjonseffekt enn ½ prosent, vil føre til midlertidige endringer i inflasjonsmålet. Sentralbanken har videre sagt at inflasjonsmålet kan endres under «very unusual circumstances», for eksempel ved store endringer i energiprisene. For å motvirke forventninger om hyppige endringer i inflasjonsmålet, har imidlertid sentralbanken uttalt at det ikke har vært noen begivenheter de senere årene som ville ha medført noen endringer i de fastsatte inflasjonsmålene.

I Canada er sentralbankloven gitt en temmelig vid formålsparagraf, hvor opprettholdelse av den kanadiske dollarens eksterne verdi er ett blant flere mål. Loven pålegger sentralbanksjefen å samrå seg regelmessig med finansministeren. Regjeringen har instruksjonsrett overfor sentralbanken etter samme prosedyrer som i Norge, men denne retten er aldri blitt brukt.

I forbindelse med at prisstabilisering er blitt tillagt større vekt enn tidligere i Canada, ble det fremlagt forslag om å endre formålsparagrafen i sentralbankloven til bare å omfatte et stabilt prisnivå. Ved parlamentsbehandlingen ble loven likevel ikke endret. En anså det som tilstrekkelig at regjeringen og sentralbanken var enig om at prisstabilitet skulle være målet for pengepolitikken.

På samme måte som i New Zealand, har inflasjonen i Canada gått raskt og kraftig ned etter at inflasjonsmålene ble introdusert, jf. figur 1 og 6.a. Prisivirkningene av depresieringen av kanadiske dollar siden høsten 1991

har vært svak. Siden inflasjonsmålet ble innført i februar 1991, har den kanadiske dollaren effektivt svekket seg med i alt 11,0 prosent, jf. figur 2.

Men selv om inflasjonen hittil har holdt seg innenfor eller under målintervallet, har dette skjedd i en periode med svak økonomisk utvikling. Arbeidsledigheten har f.eks. steget fra 8 prosent i 1990 til godt over 11 prosent i tredje kvartal 1993. Det er derfor foreløpig vanskelig å vurdere om strategien med eksplisitte mål i seg selv har bidratt til en lavere inflasjon. For eksempel fant Gerlach (op.cit) at den svake aktivitetsutviklingen i Canada, tilsvarende som for New Zealand, kunne forklare det aller meste av nedgangen i inflasjonsraten.

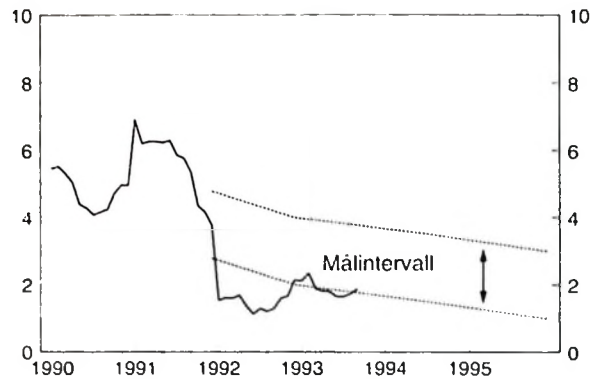
I positiv retning er det imidlertid blitt trukket fram at lønnsveksten, som lenge holdt seg høy i forhold til konjunktorene, har kommet raskere ned enn ved tidligere konjunkturtilbakeslag.

Høsten 1992 var det en viss renteoppgang i forbindelse med uroen rundt folkeavstemningen om Quebecs uavhengighet i september 1992 og «smitte» fra uroen i de europeiske valutamarkedene. Men etter dette har særlig de korte rentene falt kraftig, jf. figur 6.b, og de lå i august nær 4 prosent, det laveste nivå på 29 år. Senere har de steget til i underkant av 5 prosent som følge av nytt press på valutaen. De lange rentene har fulgt utviklingen i USA, men nivået ligger fortsatt over. Forskjellen er dels blitt forklart ved et betydelig offentlig finansieringsbehov på grunn av fortsatt store budsjettunderskudd og dels ved at amerikanske dollar spiller en helt annen rolle enn kanadiske som internasjonal plasseringsvaluta. Men dette kan også indikere at det enda er et stykke igjen før det er full tillit til at inflasjonen på varig basis vil bli holdt på det nivået inflasjonsmålene tilsier.

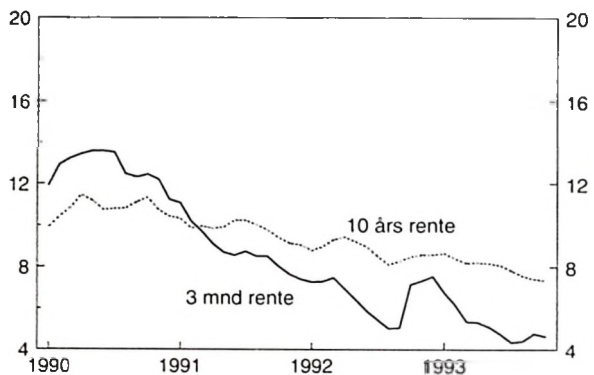
På samme måte som New Zealand, er Canada nå inne i en konjunkturoppgang. BNP-veksten for inneværende år er anslått til 2,7 prosent, mot 0,7 prosent i fjor. For neste år er BNP-veksten anslått til 3,9 prosent. Konjunkturoppgangen i Canada startet som følge av en sterk vekst i eksporten, særlig til USA. Men også det private konsumet har etter hvert tatt seg opp, og det ventes nå et oppsving i investeringene. Konsumprisveksten,

Figur 6 Canada - inflasjon og renter

a. Konsumprisvekst. Prosentvis vekst fra samme måned året for og målintervallet for inflasjonen



b. Korte og lange renter. Prosent



som i 1992 var nede i 1 prosent, ventes å holde seg på i underkant av 2 prosent både i år og neste år.

Storbritannia

Da det britiske pundet gikk inn i det europeiske valutakurssamarbeidet (ERM) i oktober 1990, med svingningsmarginer på ± 6 prosent, var det over 18 år siden pundet sist var knyttet til andre valutaer. Innføringen av flytende valutakurs i 1972 fant sted med bakgrunn i et håp om at Storbritannia ville bli fri fra de beskrankninger driftsbalansen satte, og som ble antatt å ha begrenset den økonomiske veksten siden krigen. Det ble imidlertid raskt klart at denne oppfatningen ikke holdt. Mens overskuddsetter spørrel tidligere hadde gitt tap

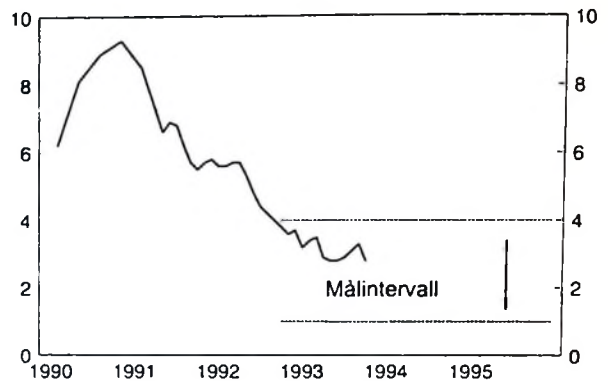
av valutareserver, ledet det nå, under et flytende valutakursregime, til en betydelig depresiering og raskt stigende inflasjonstakt. Prisstigningen nådde en topp på 24.2 prosent i 1975, og holdt seg på tosifret nivå helt fram til 1982. Under statsminister Margaret Thatcher ble pengepolitikken lagt kraftig om, og inflasjonen ble brakt ned til mellom 3½ og 6 prosent i perioden 1983–88, for deretter å stige til 9½ prosent i 1990, da britisk økonomi var inne i en sterk konjunkturoppgang.

Etter at det britiske pundet ble utsatt for et meget kraftig spekulasjonspress i slutten av august og begynnelsen av september 1992, valgte Storbritannia på nytt å innføre flytende valutakurser fra 16. september. Inflasjonsmålet på 1–4 prosent ble annonsert av finansministeren i oktober, og det ble definert som tolv månedersveksten i konsumprisindeksen eksklusive boliglansrenter (RPIX). Dette er blitt presisert til at i annen halvdel av parlamentsperioden (1995–97) skal inflasjonen ligge i den nedre delen av dette intervallet. Senere samme måned inviterte finansministeren sentralbanken «to provide a regular report on the progress being made towards the Government's inflation objective». Dette bekreftet sentralbanken den 11. november, da sentralbanksjefen uttalte at «our aim will be to produce a wholly objective and comprehensive analysis of inflationary trends and pressures». Siden er Bank of Englands inflasjonsrapporter kommet ut hvert kvartal med sentralbankens vurdering av hvorvidt prisutviklingen og -utsiktene er i samsvar med inflasjonsmålet.

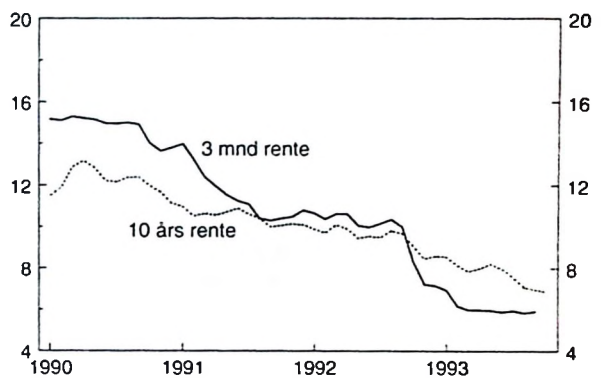
I Storbritannia har sentralbanken forholdsvis liten selvstendighet i pengepolitiske spørsmål. Regjeringen har uinnskrenket rett til å gi sentralbanken instruksjoner uten at disse må offentliggjøres. De facto er det finansdepartementet som fastlegger pengepolitikken. Dette er bakgrunnen for at den britiske sentralbanken legger så sterk vekt på at «Inflation Reports» skal være objektive og faglig godt funderte. Det vurderes imidlertid endringer i den britiske sentralbankloven. I forbindelse med den siste rentenedsettelsen på ½ prosentpoeng 23. november 1993, uttalte det britiske finansdepartementet at sentralbanken heretter ville bestemme det nøyaktige *tidspunktet* for rentenedsettelse, mens finansdepartementet

Figur 7 Storbritannia – inflasjon og renter

a. Konsumprisvekst eksklusive boliglansrenter (RPIX). Prosentvis vekst fra samme måned året før og målintervallet for inflasjonen



b. Korte og lange renter. Prosent



fortsatt skal avgjøre hvor mye renten skal endres.

Etter at regjeringen innførte flytende valutakurs 16. september 1992, svekket den effektive pundkursen seg meget kraftig. Bunnpunktet ble nådd 11. februar 1993. Denne depresieringen slo ut i en betydelig vekst i de britiske importprisene, som i første kvartal 1993 lå 13,7 prosent høyere enn ett år tidligere. Senere har imidlertid pundet igjen styrket seg, slik at den totale svekkelsen i den effektive valutakursen fram til slutten av november i år var om lag 10¼ prosent. Bakgrunnen for denne styrkingen av pundet har trolig vært at det siden begynnelsen av februar ikke har vært et like sterkt fall i pengemarkedsrentene i Storbritannia som i Europa for øvrig, jf. figur 3 og 7.b.

Den økonomiske utviklingen i Storbritannia har klare likhetstrekk med New Zealand og Canada, ved at økonomien er i oppgang. De deflasjonistiske tendensene fra skjermede sektorer er således klart mindre enn f.eks. i Sverige og Finland. OECD anslo den ledige kapasiteten i britisk økonomi i begynnelsen av inneværende år til 8 prosent. Dagens anslag varierer mellom 2 og 7 prosent. Sammenlignet med oppgangen i britisk økonomi midt i 1980-årene har det denne gangen vært en raskere økning i sysselsettingen og raskere nedgang i ledigheten sett i forhold til BNP-veksten. Det er blitt påpekt, blant annet av OECD, at dette kan skyldes strukturelle reformer i arbeidsmarkedet som har redusert de faste kostnader i forbindelse med ansettelser, og dermed har gjort det lettere både å ansette og si opp folk. Sammen med den fortsatte nedgangen i lønnsveksten kan dette kanskje tyde på at lønnsstivhetene er noe mindre i Storbritannia nå enn de var før. Dette kan tilsa at lønnsveksten ikke tiltar så raskt som tidligere har vært normalt når arbeidsledigheten går ned.

Den britiske inflasjonen, målt ved tolvmånedersveksten i RPIX, var 2,8 prosent i oktober 1993, jf. figur 7.a. Inflasjonen vil trolig tilta i første halvdel neste år dels som følge av avgiftsomlegginger, og dels som følge av eventuell indeksering av avgifter i forbindelse med novemberbudsjettet. I sin siste Inflation Report har Bank of England gitt uttrykk for at inflasjonen kan komme til å ligge nær, og muligens litt over, den øvre grensen på 4 prosent i første halvdel av neste år. Siden dette i noen grad skyldes avgiftsomlegginger som må oppfattes som engangseffekter, har Bank of England på samme måte som i de øvrige fire landene med inflasjonsmål begynt å fokusere på konsumprisveksten korrigert for endringer i indirekte skatter og avgifter – den nye indeksen er blitt kalt RPIY.

Beregninger av implisitte framtidsrenter foretatt av Bank of England, basert på observerte kapitalmarkedsrenter, indikerer forholdsvis moderate inflasjonsforventninger i Storbritannia på mellomlang sikt – anslagsvis 3½ prosent i 1995. Inflasjonsforventningene for de nærmeste tre årene er redusert sammenlignet med før pundet begynte å flyte.

Sverige

På samme måten som Norge har Sverige en meget langvarig fastkurstradisjon, se SOU 1993:20. Sist Sverige hadde flytende valutakurser, var etter sammenbruddet av gullstandarden i 1931, og flytekursregimet varte da bare i to år. Det var meget motvillig at den svenske Riksbanken oppgav den faste valutakursen den 19. november 1992, som et resultat av et meget sterkt spekulasjonspress mot den svenske kronen.

I perioden etter at den svenske kronen begynte å flyte, har det imidlertid skjedd en klar holdningsendring i svensk politikk. Den såkalte Lindbeck-kommisjonen (SOU 1993:16), som fremla sin innstilling i mars 1993, anbefalte f.eks. at Sverige burde ha en flytende valutakurs i årene fremover. Den svenske diskusjonen i løpet 1993 har ikke gått på om en skal gjeninnføre faste kurser eller ikke, men på hvilken måte en skal styre pengepolitikken under flytende valutakurser. Særlig er det blitt lagt vekt på at med de meget alvorlige statsfinansielle problemene Sverige nå har fått, må en ha en mer fleksibel pengepolitikk enn det som er mulig med faste valutakurser.

Riksbanken kunngjorde et inflasjonsmål for pengepolitikken i en pressemelding 15. januar 1993. Her sies det at Riksbanken gjennom pengepolitikken vil forsvare de resultater som er oppnådd i kampen mot inflasjonen. Prismålet spesifiseres til at en skal begrense den årlige veksten i konsumprisindeksen i 1995 og de påfølgende år til 2 prosent, med toleransegrenser på +/- 1 prosent. Dette målet mente Riksbanken korresponderte med den daværende underliggende inflasjonstakten. Riksbanken viste til at ifølge Finansplanen, som ble fremlagt i januar 1993, vil den underliggende inflasjonstakten fortsatt ligge lavt, og Riksbanken gav uttrykk for at en prisstigning på over 5 prosent i 1993 ikke kan bli tolerert. I 1993, så vel som i 1994, vil pengepolitikken bli rettet inn mot å hindre at inflasjonsimpulsene som følger av depresieringen av kronen og av endringer i indirekte skatter, skal slå ut i økende underliggende inflasjonsrate.

Det er Riksbankfullmæktige (som tilsvarende Norges Banks hovedstyre, men med representasjon fra Riksdagen) som har vedtatt de nye retningslinjene for pengepolitikken. Det går

ikke fram hvorvidt retningslinjene er forelagt finansdepartementet og regjeringen. I henhold til det svenske systemet er denne type beslutninger helt klart Riksbankens ansvar. Riksbankloven pålegger imidlertid at før viktige beslutninger fattes, skal Riksbanken samrå seg med finansdepartementet. I Finansplanen, som ble fremlagt bare fire dager før Riksbanken sendte ut sin pressemelding, sier regjeringen:

«Efter beslutet att lämna ecu-anknytningen binds inte längre penning- och valutapolitiken av kravet på att försvara kronkursen. De principiella kraven på penning- och finanspolitiken är emellertid oförändrade. Uppgiften att dämpa inflationen begränsar räntepolitikens rörelsefrihet. ...

I avsaknad av en fast växelkurs som norm för inflationsutvecklingen finns det risk för att inflationen återigen tar fart när konjunkturen börjar förbättras. Den ekonomiska politiken måste därför utformas så att målet om varaktigt låg inflationstakt uppnås. ...

Enligt regeringsformen har Riksbanken ansvaret för kredit- og valutapolitiken. Något i lagstiftning preciserat mål för Riksbankens verksamhet finns inte angivet.

Den sittande Riksbankutredningen har i uppdrag att utreda om Riksbanken bör få ett klart angivet mål och vilken ställning som banken skall ha gentemot riksdag og regering. Utredningen har också i uppdrag att lägga fram förslag som stärker Riksbankens oberoende. Utredningen skall lägga fram sitt betänkande i februari 1993.

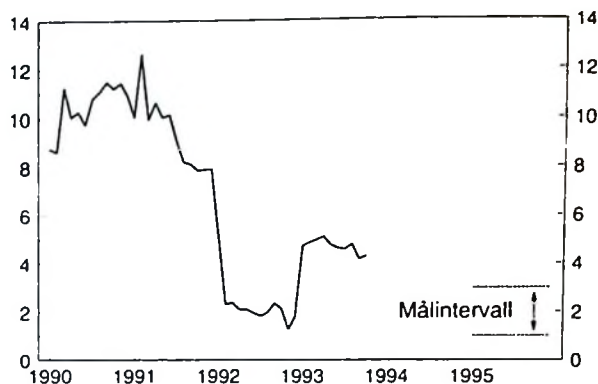
Utredningens resultat och den därpå följande remissbehandling skall inte föregripas. Det kan dock konstateras att ett stabilt penningvärde är ett viktigt mål för den samlade ekonomiska politiken och att penning- og valutapolitiken har ett särskilt ansvar för at detta mål uppnås.»

Dette kan vanskelig tolkes på annen måte en at regjeringen var enig i at det ble innført et prisstabiliseringsmål for pengepolitikken, men at den presise definisjonen av inflasjonsmålet ble ansett å være Riksbankens ansvar.

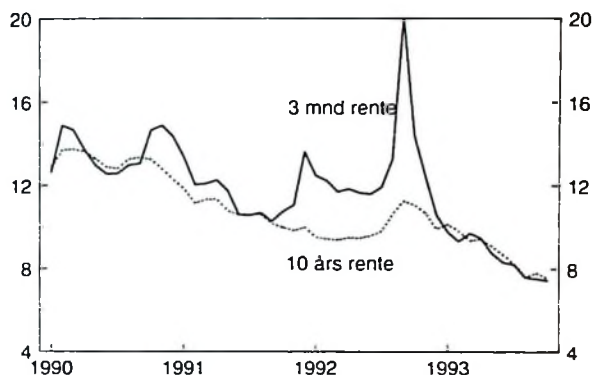
Den svenske sentralbankloven tillegger Riksbanken det fulle ansvaret både for penge-

Figur 8 Sverige - inflasjon og renter

a Konsumprisvekst. Prosentvis vekst fra samme måned året før og målintervallet for inflasjonen



b Korte og lange renter. Prosent



og valutapolitikken. Dette gjelder endog beslutninger om valg av valutakursregime. Riksbanken er underlagt Riksdagen, og regjeringen har ingen instruksjonsrett overfor sentralbanken. Beslutningsmyndigheten ligger i styret (fullmaktige) som består av syv medlemmer oppnevnt av Riksdagen, samt sentralbanksjefen, som utnevnes av fullmaktige for en periode på fem år. Dagens regler innebærer at de riksdagsoppnevnte styremedlemmene har samme funksjonsperiode som Riksdagen, men her er det foreslått en endring slik at de skal velges suksessivt og får en lengre funksjonsperiode.

Etter at den svenske kronen begynte å flyte 19. november 1992 og fram til slutten av november 1993, har den effektive kronekursen svekket seg med om lag 24 prosent, jf.

figur 2. For å unngå en for sterk svekkelse av valutakursen har Riksbanken vært tilbakeholden med å sette de svenske pengemarkedsrentene ned raskere enn øvrige europeiske land, slik Storbritannia har gjort, jf. figur 3 og 8.b. De svenske pengemarkedsrentene har i stor grad fulgt med nedover i det europeiske rentefallet, men på et noe høyere nivå enn f.eks. i Tyskland og Norge.

Den sterke depresieringen har slått ut i en økning i importprisene, som fra september 1992 til september 1993 økte med 17,5 prosent. Ettersom den innenlandske etterspørselen er meget svak, forventes det likevel at eksportørene til Sverige vil være tilbakeholdne med ytterligere prisforhøyelser. I tillegg er det antatt at svenske foretak som leverer til hjemmemarkedet, i noen grad vil kompensere høyere priser på importerte innsatsfaktorer med å redusere sine fortjenestemarginer. I regjeringens prognoser antas depresieringen å slå igjennom i konsumprisene med 50 prosent inneværende år og ytterligere 10 prosent neste år. Dette er noe lavere enn etter devalueringene på begynnelsen av 1980-tallet, noe som skyldes dagens lave innenlandske etterspørsel. Høyere importpriser antas isolert sett å øke konsumprisindeksen med 3 prosentpoeng i år og vel $\frac{3}{4}$ prosentpoeng i 1994.

Ut fra den meget svake etterspørselen etter arbeidskraft som ventes i Sverige fremover, antas lønnspresset for økonomien som helhet å være lavt. Den todeling som karakteriserer den svenske økonomien, med en relativt sett god eksportutvikling og en meget svak innenlandsk etterspørsel, forventes likevel å gjenspeile seg i lønnsutviklingen. Det er en risiko for at den sterke depresieringen skal slå ut i en gradvis tiltakende lønnsglidning i konkurranseutsatt sektor både med bakgrunn i økt fortjeneste og fordi det kan bli knapphet på enkelte typer arbeidskraft. Dette kan gi opphav til lønnsdrivende etterslepskrav på et senere tidspunkt.

Så langt har den svake utviklingen i skjermet sektor i stor grad motvirket kostnadsimpulsene som er kommet fra depresieringen. Det er ventet at dette vil vare ennå noen tid. Innføringen av inflasjonsmålet, som skal være oppfylt fra 1995, innebærer at når det er tegn til tiltagende innenlandsk kostnadsvekst, kan det være nødvendig å la valutakursen appresi-

ere og slik sett delvis reversere den prosessen man nå er inne i.

Inflasjonstakten de siste tolv måneder var 4,3 prosent i oktober 1993. Den svenske regjeringen forventer at skatte- og subsidieendringene som er gjennomført inneværende år, isolert sett har bidratt til å øke konsumprisene med opp mot $1\frac{1}{2}$ prosentpoeng.

De svenske husholdningenes inflasjonsforventninger er blitt redusert i løpet av året – fra et anslag på 3 prosent prisstigning de neste tolv månedene ved begynnelsen av året, til knapt 2 prosent ved den siste undersøkelsen. Beregninger av inflasjonsforventninger, basert på langsiktige kapitalmarkedsrenter, antyder imidlertid at inflasjonen ventes å bli om lag 4 prosent i 1995. Sett i forhold til Riksbankens mål om 2 prosent inflasjon innen 1995, kan dette tyde på at det fortsatt er et stykke igjen før det er full tillit til at svenske myndigheter virkelig vil sørge for at inflasjonsmålet blir oppfylt på mellomlang sikt.

Finland

På samme måte som Sverige har også Finland en lang fastkurstradisjon. Med unntak av årene 1973–77 har en i hele etterkrigstiden hatt et system med fast valutakurs, se Bordes m.fl. (1993). Også i Finland var det et sterkt spekulasjonspress mot valutaen som tappet sentralbanken for valutareserver og til slutt utløste beslutningen om å la den finske marken flyte 8. september 1992. Flyten fulgte etter en devaluering på 12,3 prosent overfor ECU i november året før, men denne devalueringen var altså ikke tilstrekkelig til å hindre fornyet press mot marken.

Direksjonen (Board of Management) i Finlands Bank offentliggjorde et inflasjonsmål for pengepolitikken den 4. februar 1993. Målet er å stabilisere inflasjonstakten, målt ved årlig vekst i «grunninflasjonen» – hvilket er KPI justert for skatter, subsidier og huspriser – permanent på et nivå på 2 prosent i 1995. Samtidig uttrykte en at den siste tids svekkelse av valutakursen kan føre til en midlertidig økning i konsumprisveksten over dette nivået i 1993 og 1994. Ved siden av å overvåke inflasjonspresset, har Finlands Bank annonsert at den følger med på et bredt sett av indikatorer – herunder penge- og kredittaggregater,

avkastningskurven og valutakursutviklingen – for å vurdere muligheten for å nå inflasjonsmålet.

Inflasjonsmålet ble i Finland innført av sentralbanken på egen hånd, uten at dette på forhånd var tatt opp med regjeringen. Det var først etter at arbeidslivets parter utrykte at de syntes dette var en fornuftig strategi, at regjeringen sluttet seg til sentralbankens linje. På samme måten som i Sverige, er de institusjonelle forholdene i Finland slik at det tilligger sentralbanken alene å definere målsettingen for pengepolitikken. Det er ingen bestemmelser i sentralbankloven om at det skal være regelmessig kontakt mellom sentralbanken og finansministeren. Finlands Bank er underlagt parlamentet, og regjeringen har ingen instruksjonsrett.

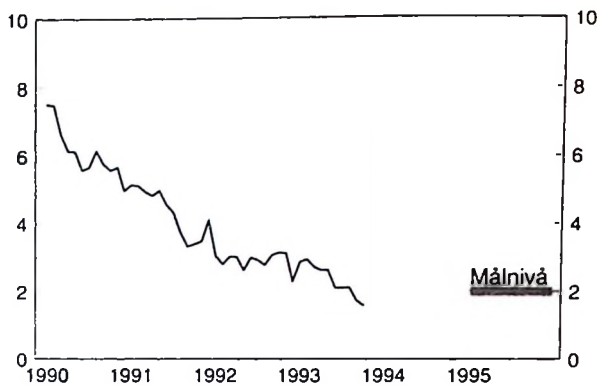
Innretningen av pengepolitikken i Finland er i hovedsak tillagt direksjonen i Finlands Bank. Sentralbanksjefen og de øvrige fire direksjonsmedlemmene utnevnes av presidenten på ubestemt tid.

I 1992 bidrog både depresieringen av den finske marken og høyere avgifter til økt pristigning, men dette ble motvirket av den svake økonomiske situasjonen, med pressede fortjenestemarginer og fall i lønnskostnadene pr produsert enhet. Ved slutten av 1992 var inflasjonen 2,3 prosent, målt som endring siste tolv måneder, jf. figur 9.a. I oktober 1993 var tolv månedersraten kommet ned i 1,6 prosent. Tilsvarende vekstrate for de finske importprisene var i august 1993 på 13,8 prosent, mens depresieringen i den samme perioden var på 15,9 prosent.

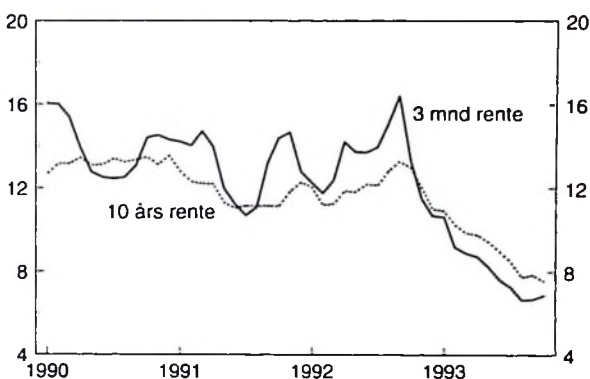
Den finske sentralbanken har anslått at de økte importprisene som følge av markens depresiering vil lede til en noe høyere inflasjonsrate i år og i 1994, men at presset vil avta innen 1995. Økningen i importprisene blir motvirket av de innenlandske inflasjonskomponentene. Arbeidsledigheten i Finland har steget dramatisk de siste tre årene, fra 3,4 prosent i 1990 til 19,2 prosent i september 1993. Den kraftige konjunkturedgangen har bidratt til at timelønnsveksten i finsk industri har falt fra 11,2 prosent i 1989 til anslagsvis 1½ prosent i inneværende år. Fagforeningene har to år på rad akseptert null i lønnsøkning. Produktiviteten i hele den finske økonomien økte med 3,5 prosent i fjor. Særlig høy var produk-

Figur 9 Finland - inflasjon og renter

a. Konsumprisvekst. Prosentvis vekst fra samme måned året før og målnivået for inflasjonen



b. Korte og lange renter. Prosent



tivitetsveksten i industrien, hvor den økte med 11 prosent. Finsk industris kostnadmessige konkurranseevne er styrket med over 50 prosent etter at depresieringen av marken begynte i 1991. Tidligere erfaringer viser at risikoen for et fremtidig inflasjonspress i Finland særlig ligger i økt lønnsvekst i eksportindustrien etter hvert som fortjenesten der øker.

Referanser:

Bank of Canada (1991): «Background notes on the targets», *Bank of Canada Review*, March 1991.

Bordes, C., D. Currie og H.T. Söderström (1993): «Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy», Finlands Bank.

- Crow, J.W. (1993): «*Monetary policy under a floating exchange rate regime: The Canadian experience*», foredrag ved Handelshögskolan i Stockholm, 22. april 1993.
- Edison, H.J. (1987): «The Choice of Exchange Rate Regime for a Small Open Economy. A Survey», *Arbeidsnotat* 1987/8 fra Norges Bank.
- Fleming, J. (1962): «Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates», *IMF Staff Papers*, nr. 9/1962.
- Freedman, C. (1993): «*Formal targets for inflation reduction: The Canadian experience*», foredrag presentert på en konferanse i Nederlands Bank, 21.-22. oktober 1993.
- Gerlach, S. (1993): «*Inflation targets and monetary policy*», upublisert notat fra BIS, 25.8.93.
- Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977): «Rules Rather Than Discretion: The Time Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy* 85, 473-99.
- Lindenius, C. (1992): «Pengepolitikens utforming under rörlig växelkurs i Canada och New Zealand», i *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges Riksbank, desember 1992.
- Mundell, R. (1963): «Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Canadian Journal of Economics*, nr. 9/1963.
- Nicholl, P. og D. Archer (1992): «An Announced Downward Path for Inflation», i *Reserve Bank Bulletin* No. 4/1992, Reserve Bank of New Zealand.
- Press release datert 26. februar 1991 fra Bank of Canada.
- Press release datert 15. januar 1993 fra Sveriges Riksbank.
- Press release datert 4. februar 1993 fra Finlands Bank.
- SOU 1993:16, «*Nya villkor för ekonomi och politik*», Ekonomikommisjonenens förslag (Lindbeck-kommisjonen), Stockholm.
- SOU 1993:20, «*Riksbanken och prisstabiliteten*», Riksbanksutredningen, Stockholm.

Om endringer i kravene til kapitaldekning – nye forslag fra Baselkomiteen

Avdelingssjef Per Atle Aronsen og konsulent Randi Næs, Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Basel-komiteens forslag til endringer i anbefalte kapitaldekningskrav for internasjonalt aktive banker (Basel-93) ble sendt på høring i april 1993 med høringsfrist ved utgangen av året¹.

Basel-93 kan medføre høyere eller lavere samlet kapitalkrav enn eksisterende regelverk gir, avhengig av bankenes risikoprofil. Banker som i stor grad har avdekket sine posisjoner eller har investert i private gjeldsinstrumenter av høy kvalitet, kan få lavere kapitalkrav enn nå. For valutarisiko vil forslaget medføre høyere kapitalkrav.

Gjeldende norske kapitaldekningsregler bygger på Basel-komiteens anbefalinger fra 1988 (Basel-88). Som følge av EØS-avtalen må Norge i første rekke tilpasse seg EFs regelverk, som imidlertid også bygger på Basel-88. EF har dessuten vedtatt markedsrisikojusterte kapitalkrav. Arbeidet med utformingen av EFs nye regler har skjedd parallelt med Basel-komiteens arbeid, og strukturen i regelverkene er den samme. I siste del av artikkelen omtales enkelte viktige avvik mellom kapitalkravene.

Bakgrunn

Det pågår et omfattende internasjonalt samarbeid for utvikling og harmonisering av tilsynsregler for finansielle markeder. Sentralt i dette arbeidet står Basle Committee on Banking Supervision, som arbeider med banktilsynsregler og spørsmål knyttet til bankvesenets soliditet². Komiteen la fram anbefalinger til egenkapitalkrav for internasjonalt aktive banker i 1988 [1]. Disse anbefalingene er i dag stort sett tatt til følge, også av Norge. En orientering om gjeldende norske kapitaldekningsregler er gitt i Penger og Kreditt 4/90 [14].

Basel-88 anbefaler at internasjonalt aktive banker pålegges kapitalkrav for kredittrisikoen forbundet med poster på og utenom balansen. Da Basel-88 ble vedtatt, ble det bestemt å arbeide videre med forslag til eksplisitte kapitalkrav for annen risiko i internasjonal bankvirksomhet. En tenkte da særlig på risiko knyttet til bankenes stadig økende verdipapir-

handel (trading). Behovet for å oppdatere tilsynsmetodene er ytterligere aktualisert av den senere tids utvikling i kapitalmarkedene.

Det nye forslaget utvider den gjeldende kapitalstandard med kapitalkrav for markedsrisiko på gjelds- og egenkapitalinstrumenter som inngår i bankenes verdipapirhandel (handelsporteføljen) og på samlet valutaposisjon. For handelsporteføljen vil kapitalkravet for markedsrisiko delvis erstatte gjeldende krav for kredittrisiko. Basel-93 inneholder også to ytterligere endringer i forhold til Basel-88. Den ene gjelder adgangen til å få godkjent såkalte motregningsavtaler (nettingavtaler) ved beregning av kapitalkravet. Motregningsavtaler gir grunnlag for nettoføring av rente- og valutakontrakter. Den andre utvidelsen gjelder renterisikoen på bankenes ordinære virksomhet. Det legges ikke fram eksplisitte kapitalkrav for slik renterisiko, men komiteen foreslår et målesystem for å identifisere banker som tar ekstraordinært høy renterisiko [2].

Det er meningen at anbefalingene skal representere en minimumsstandard for tilsyn med markedsrisiko, og nasjonale tilsynsmyndigheter står fritt til å anvende høyere standarder. Komiteen foretrekker kapitalkrav for risiko istedenfor risikobegrensninger i form av rammer (som f.eks. den norske valutaposi-

¹ Basel-komiteens nye forslag er også behandlet av Jacobsen og Sjølie [12].

² Basel-komiteen ble opprettet i 1974 og består av medlemmer fra G10-landene og Luxembourg. Komiteen har eget sekretariat i Bank for International Settlements (BIS). G10-landene omfatter USA, Canada, Japan, Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia, Belgia, Nederland, Sveits og Sverige.

sjonsreguleringen). Kapitalkrav gir et ekstra incentiv til å benytte sikringsteknikker, og fremmer en fordeling av kapitalen etter forholdet mellom avkastning og risiko. Nasjonale myndigheter står imidlertid fritt til å beholde rammer³.

Forslaget er sendt på høring til myndighetene, som har ansvar for å koordinere synspunkter fra relevante institusjoner. Høringsperioden varer ut desember 1993. Det nye regelverket vil tre i kraft tidligst ved utgangen av 1996. Basel-93 gjelder i utgangspunktet kun for banker. Forslagene er imidlertid utformet med tanke på en framtidig anvendelse også på andre kredittinstitusjoner og på fondsselskaper.

Nærmere om kapitalkrav for markedsrisiko

Markedsrisiko defineres som risiko for tap på posisjoner på og utenom balansen som følge av endringer i markedspriser inkludert renter, valutakurser og egenkapitalverdier. For å sikre at bankene skal ha ansvarlig kapital til å bære tap, anbefales kapitalkrav for åpne posisjoner i gjelds- og egenkapitalinstrumenter og i valuta.

Bankens samlede virksomhet inndeles i en handelsportefølje og en bankportefølje. Handelsporteføljen defineres som bankens posisjoner i finansielle instrumenter for egen eller en kundes regning hvor formålet er å oppnå gevinst på kort sikt av forskjeller mellom instrumentenes kjøps- og salgspris (arbitrasje), eller som er holdt for kortsiktig salg (spekulasjon) eller for å sikre andre elementer i handelsporteføljen. Bankporteføljen består av de elementene som ikke faller inn under kriteriene for handelsporteføljen. Kapitalkravet for gjelds- og egenkapitalinstrumenter gjelder poster i handelsporteføljen og skal baseres på markedsverdi. Kapitalkravet for valutarisiko gjelder hele virksomheten og vil delvis kunne være basert på bokførte verdier.

Bankporteføljen skal fortsatt være underlagt de eksisterende kapitalkrav for kredittrisiko ifølge Basel-88. Bankens samlede (minimum) kapitalkrav skal dermed tilsvare sum-

men av eksisterende kredittrisiko for bankporteføljen, kravet for gjelds- og egenkapitalinstrumentene i handelsporteføljen samt kravet for valutarisiko.

Forslaget for gjelds- og egenkapitalinstrumenter i handelsporteføljen er basert på den såkalte byggekloss-metoden, hvor det beregnes separate kapitalkrav for spesifikk risiko og generell markedsrisiko. Generell markedsrisiko er risikoen for tap som følge av en ugunstig markedsbevegelse uavhengig av det enkelte instrument. Spesifikk risiko er risikoen for tap som følge av en ugunstig prisbevegelse for et instrument forårsaket av faktorer som kan knyttes til utstederen av instrumentet. Spesifikk risiko har altså noe til felles med kredittrisiko, men er noe bredere ved at spesifikk risiko eksisterer uavhengig av om posisjonen er lang (fordring) eller kort (gjeld). Kredittrisiko er bare knyttet til fordringer.

I prinsippet skal alle tellende posisjoner i gjelds- og egenkapitalderivater⁴ omregnes til posisjoner i relevante underliggende instrumenter og omfattes av kravene for spesifikk risiko og generell markedsrisiko. Opsjoner skal i utgangspunktet innpasses i byggekloss-metoden, men her åpner komiteen også for andre behandlingsmåter. Derivatposisjoner som eksplisitt avdekker posisjoner i bankporteføljen, kan utelates fra handelsporteføljen.

Det skal ikke svares kapitalkrav for motgående posisjoner i identiske instrumenter med samme utsteder, valuta, kupong og forfall (samme emisjon). Disse posisjonene kan derfor utelates fra rapporteringen. Forslaget omfatter ikke motpartsrisiko eller oppgjørssisiko, men Basel-88 dekker allerede motpartsrisiko for enkelte derivater⁵.

For gjelds- og egenkapitalinstrumenter i handelsporteføljen erstatter forslaget kredittrisikovektingen etter Basel-88. Om forslaget vedrørende markedsrisiko medfører høyere eller lavere kapitalkrav vil avhenge av sammensetningen av bankens portefølje og hvilken kategori utstederen tilhører. En bank som

⁴ Med derivat menes et instrument som er avledet av ett eller flere underliggende instrumenter basert på f.eks. valuta, rente, aksje eller indeks. Verdien av derivatet avhenger av verdien av underliggende instrument.

⁵ Dette gjelder en rekke rente- og valutaderivater som handles utenom børs i såkalte OTC-markeder; FRAer, swapper, terminer og opsjoner.

i stor grad har avdekket sine posisjoner eller har investert i private gjeldsinstrumenter av høy kvalitet kan få lavere kapitalkrav enn det som gjelder nå. Basel-93 innfører kapitalkrav for valutarisiko, noe som entydig vil medføre høyere kapitalkrav. Det foreslås imidlertid at banker med ubetydelig valutarisiko kan slippe kapitalkrav for slik risiko.

Gjeldsinstrumenter. Gjeldsinstrumentene omfatter instrumenter med fast eller flytende rente. Kapitalkravet består av krav for spesi-
fikk risiko og krav for renterisiko. Kapitalkravet for spesifikk risiko beregnes av både lange og korte posisjoner (brutto) og varierer med utstederens kvalitet og gjenstående løpetid som følger:

Stat	0,00 %
Kvalifiserte	0,25 % for restløpetid 6 mnd. eller mindre
	1,00 % for restløpetid mellom 6 og 24 mnd.
	1,60 % for restløpetid over 24 mnd.
Andre	8,00 %

«Kvalifiserte» instrumenter er utstedt av offentlig sektor, multilaterale utviklingsbanker og andre som etter nærmere kriterier er godkjent av ett eller flere ratingbyråer eller av banken. Nasjonale tilsynsmyndigheter kan avgjøre om instrumenter utstedt av banker i land som iverksetter Basel-reglene, skal komme inn under kategorien kvalifiserte. Det samme foreslås for gjeldsinstrumenter utstedt av fondsselskaper som er underlagt tilsvarende regler. For kategorien «andre» tilsvarer kapitalkravet for spesifikk risiko dagens krav for utlån til privat sektor i henhold til Basel-88.

For gjeldsinstrumentene er generell markedsrisiko det samme som renterisiko. Kapitalkrav for renterisiko er knyttet til bankens potensielle tap som følge av endringer i markedsrenten. Posisjonene i gjeldsinstrumenter fordeles etter rentebindingstid på en tidsskala som er inndelt i 13 tidsbånd. Posisjonene i hvert tidsbånd multipliseres med en risikovekt som avspeiler posisjonenes (tidsbåndets) rentefølsomhet (modifisert dura-

sjon⁶) og en antatt endring i markedsrenten. Renteendringen som antas, er basert på empiriske studier av rentebevegelser, og er fallende fra 1 % poeng i den korte enden av avkastningskurven til 0,6 % poeng i den lange enden. For å ta høyde for bl.a. basisrisiko og risiko for at avkastningskurven endrer form, godtas ikke netting av renteposisjoner med ulikt fortegn fullt ut. Effekten av slike begrensninger på tillatt netting, er at kapitalkravet øker.

Det skal ikke svares kapitalkrav for motgående posisjoner i identiske instrumenter (samme emisjon). Komiteen foreslår også at motgående posisjoner i nesten identiske (samme kategori) gjeldsinstrumenter i noen tilfeller⁷ kan utelates fra rapporteringen, og dermed fritas for kapitalkrav for spesifikk risiko og generell markedsrisiko. Det samme gjelder enkelte motgående posisjoner i futures og underliggende instrument.

Som nevnt er enkelte derivater ikke underlagt kapitalkrav for spesifikk risiko, men omfattes av kravet for motpartsrisiko etter Basel-88. For futures og opsjoner hvor underliggende er et gjeldsinstrument eller en indeks knyttet til gjeldsinstrumenter, skal det svares kapitalkrav for spesifikk risiko basert på den kategori utstederen tilhører. Det foreslås separat rapportering og kapitalkrav for hver valutasort. Det tillates ikke netting av renteposisjoner i ulike valutaer. Fordi rentene ofte endres likt i ulike land, påpeker komiteen at dette er strengt.

Det foreslås at enkelte institusjoner kan få tillatelse av tilsynsmyndighetene til å benytte en mer nøyaktig metode for å beregne prissensitiviteten, ved å beregne durasjonen for hver

⁶ Durasjon (varighet) er et matematisk begrep som måler prissensitiviteten til en obligasjon ved marginale parallelle endringer i markedets avkastningskurve. Durasjon er også den nåverdiveide gjennomsnittlige tid til forfall for alle betalningene (kupong og hovedstol) knyttet til en obligasjon. Durasjon kan dermed tolkes som en effektiv rentebindingstid. Modifisert durasjon er lik durasjon dividert med en faktor lik en pluss renten. En mer inngående beskrivelse av durasjonsbegrepet og hvordan kapitalkrav for renterisiko kan beregnes er gitt i PEK av Husevåg og Winje [11], basert på en tidligere versjon av Basel-komiteens arbeid.

⁷ Visse motgående posisjoner i futures, swapper, FRAer og terminer kan utelates dersom bl.a. forskjellen i gjenværende løpetid ikke overstiger en gitt grense. For futures kan løpetidsforskjellen være maksimum 7 dager. For swapper, FRAer og terminer vil den tillatte forskjellen avhenge av restløpetid/tid til reprising.

enkelt posisjon (instrument), men det forutsettes at metoden må gi resultater som samsvarer med den beskrevne grove metoden. En vurderer også å redusere kapitalkravet noe ved bruk av den nøyaktige metoden. Sofistikerte institusjoner med en betydelig swap-portefølje skal kunne ha muligheten til å benytte sensitivetsmodeller til å beregne posisjonene.

Egenkapitalinstrumenter. Også for egenkapitalinstrumenter skal det beregnes separate kapitalkrav for spesifikk- og generell risiko. Spesifikk risiko er knyttet til lange og korte posisjoner i individuelle egenkapitalinstrumenter, mens generell risiko er knyttet til bevegelser i markedet som helhet. Lange og korte posisjoner i markedet beregnes separat for hvert enkelt marked institusjonen har posisjoner i. Kravet for generell markedsrisiko foreslås til 8 % av netto åpen posisjon (summen av lange posisjoner fratrukket summen av korte posisjoner) i hvert nasjonale egenkapitalmarked. Motgående posisjoner i identiske egenkapitalinstrumenter i hvert marked kan nettes, og dermed unngå krav for spesifikk og generell risiko. Det samme gjelder motgående posisjoner i egenkapitalfutures og underliggende egenkapitalinstrumenter.

Kravet for spesifikk risiko foreslås i utgangspunktet til 8 % av både lange og korte posisjoner (brutto) i egenkapitalinstrumenter. For porteføljer som er både likvide og veldiversifiserte – basert på kriterier fastsatt av nasjonale tilsynsmyndigheter – kan dette kravet reduseres til 4 %. For spesifikk risiko knyttet til en indeks basert på en veldiversifisert aksjeportefølje, foreslås et kapitalkrav på 2 % av nettoposisjonen. Det kan også tillates redusert krav for spesifikk risiko knyttet til enkelte arbitrasjestrategier basert på indekser⁸.

Valutarisiko. Kapitalkravet for valutarisiko er basert på bankens samlede netto valutaposisjon. Nettoposisjonen i en enkelt valuta består av bl.a. eiendeler minus gjeld, terminposisjonen og opsjonsposisjonen. Etter nærmere kri-

terier kan såkalte «strukturelle» posisjoner holdes utenom valutaposisjonen. Dette gjelder posisjoner som beskytter bankens kapitaldekningsprosent mot svingninger i valutakursene. Posisjoner i sammensatte valutaer, som ECU, kan behandles som en egen valuta eller kan splittes i hver enkelt valutakomponent.

For fastsettelse av kapitalkrav kan det velges mellom en grov metode og en simuleringsmetode. Etter den grove metoden defineres bankens totalposisjon (netto åpen valutaposisjon) som summen av de netto korte posisjonene i hver enkelt valuta inkludert rapporteringsvalutaen. Kapitalkravet utgjør 8 % av totalposisjonen. Nasjonale tilsynsmyndigheter kan bestemme at banker med begrenset valutarisiko og valutavirksomhet slipper kapitalkrav for valutarisiko etter nærmere angitte kriterier⁹.

Alternativt kan det benyttes en simuleringsmetode, som går ut på å beregne potensielle tap på en banks valutaposisjoner over en to ukers investeringsperiode med uendrede posisjoner, basert på historiske valutakurser for de siste fem år. Det beregnes et kapitalkrav som skal tilsvare det tapsnivå der sannsynligheten for å få høyere tap i løpet av to-ukers perioden er mindre enn 5 %. For at simuleringsmetoden skal gi omtrent samme kapitalkrav som den grove metoden for en portefølje med gjennomsnittlig risiko, foreslås i tillegg et kapitalkrav på 3 % av totalposisjonen utregnet etter den grove metoden.

Definisjon av ansvarlig kapital. Posisjoner i handelsporteføljen er av kortsiktig natur og vurderes til markedsverdi. Kapitalkrav for markedsrisiko synes dermed å være mer volatilt enn kapitalkrav for kredittrisiko etter Basel-88. Det kan da være naturlig med en mer fleksibel form for ansvarlig kapital til å møte markedsrisiko. Basel-komiteen foreslår derfor at de nasjonale tilsynsmyndigheter kan tillate en ekstra form for ansvarlig lånekapital (tier 3) som bare kan benyttes til å møte kapitalkravet for markedsrisiko.

Sammenlignet med tradisjonell ansvarlig

⁸ For visse arbitrasjestrategier med motsatte posisjoner i indekser foreslås et 2 %-krav basert på kun den ene indeksen (ene siden). Enkelte arbitrasjestrategier der en indeksposisjon eller en indeksfuture matcher en portefølje av aksjer foreslår komiteen kan utelates fra byggekloss-metoden, men underlegges et minimum kapitalkrav på 2 % av bruttoposisjonen (begge sidene).

⁹ Dette kan tillates når omfanget av valutavirksomheten (definert som den største av enten summen av brutto lange posisjoner eller summen av brutte korte posisjoner) ikke overstiger 100% av bankens ansvarlige kapital etter Basel-88, og bankens netto åpne valutaposisjon ikke overstiger 2% av ansvarlig kapital.

lånekapital, har den nye kapitalformen en minimum løpetid på bare to år, den kan medregnes til forfall uten avkortning og den skal ha en innelåsingsklausul slik at verken rente eller hovedstol kan betales dersom det medfører at ansvarlig kapital for handelsporteføljen faller under 120 % av kapitalkravet for denne porteføljen.

Den nye formen for ansvarlig lånekapital kan bare benyttes til å møte kapitalkrav for markedsrisiko, men den kan likevel ikke benyttes for valutarisiko. Kapitalen skal maksimalt kunne utgjøre 250 % av den kjernekapitalen (tier 1) som dekker risiko i handelsporteføljen. Dette betyr at ca. 28,5 % av kapitalkravet i handelsporteføljen må dekkes av kjernekapital som ikke samtidig kan benyttes til å dekke risiki i andre deler av bankens portefølje¹⁰. Tilleggs kapital (tier 2) slik den er definert i Basel-88 kan erstatte den nye kapitalformen innenfor de begrensningene på omfanget av tilleggs kapital som følger av Basel-88.

Konsolidert tilsyn. Det foreslås at nasjonale tilsynsmyndigheter kan avgjøre om banker og finansielle enheter innen en gruppe som styrer risikoen basert på en global konsolidert portefølje skal kunne rapportere korte og lange posisjoner i det samme instrument på nettobasis, uavhengig av hvilken lokal enhet (f. eks. datterselskap) de er bokført i. En slik nettopføring kan imidlertid undervurdere risikoen. Tilsynsmyndighetene kan derfor velge å overvåke markedsrisikoen i de enkelte enheter på ikke-konsolidert basis.

Nærmere om motregningsavtaler (netting)

Bankene foretar daglig betydelige betalingstransaksjoner seg imellom, både som formidlere for private og offentlige kunder og som følge av egne posisjoner. En motregningsavtale innebærer at betalingsforpliktelser som forfaller samtidig, behandles på netto- istedenfor bruttobasis.

Bankene har flere motiver for å inngå motregningsavtaler. Et motiv er *reduuerte kostna-*

der. Motregning reduserer antallet betalinger som må foretas mellom partene. Dermed reduseres transaksjonskostnadene og sannsynligheten for at det skal oppstå feil i pengeoverføringene. Dessuten spares kostnader fordi behovet for likviditet eller kreditt i tiden mellom brutto ut- og innbetalinger reduseres. Et annet motiv er *reduuert motpartsrisiko*. Dersom alle betalingsforpliktelser overfor samme motpart behandles separat, blir motpartsrisikoen betydelig større enn om forpliktelsene kan motregnes og behandles netto. Juridisk bindende motregningsavtaler vil redusere både kreditt- og likviditetsrisikoen knyttet til utestående kontrakter fra et bruttobeløp til et nettobeløp. For myndighetene er dette det viktige punktet. Hvis avtalene er juridisk bindende, reduseres den underliggende risiko, og det er logisk å regne ut kapitalkravet med basis i nettobeløpene. Det vil føre til at mindre egenkapital blir bundet og marginene kan senkes. Et tilleggsmotiv for banksystemet og myndighetene i et land er knyttet til *konkurransesforhold*. For de landene der lovgivningen hindrer full effekt av motregningsavtaler, vil de innenlandske institusjoners konkurranseevne svekkes.

Motregningsavtaler kan inndeles i to hovedtyper. Den ene regulerer kontrakter inngått mellom to institusjoner (bilaterale avtaler), mens den andre gjør en institusjon (avregningsentral) ansvarlig for motregning av posisjoner mellom mange institusjoner (multilaterale avtaler). Bilaterale motregningsavtaler omfatter normalt spot- og terminkontrakter i valuta (herunder swapavtaler), men kan også anvendes på andre finansielle forpliktelser og betalinger. Multilateral avregning skjer i dag bare innenfor betalingsformidlingen. Det arbeides imidlertid med forslag til organiserte multilaterale avtaler også for spot- og terminkontrakter.

En vanlig form for *bilateral motregning* er basert på såkalt nettopregning gjennom oppdatering («netting by novation»). Dette er en bilateral avtale der partene til enhver tid har en enkelt kontrakt med en nettobalanse for hver valuta på hver framtidig forfallsdato. Når partene gjør nye avtaler, endres nettobalansene og hele kontrakten oppdateres. Det som i hovedsak skiller denne avtalen fra andre bilaterale avtaler, er nettopp at de underliggende

¹⁰ Eks.: Med en kjernekapital på 100, kan den nye kapitalformen maksimalt utgjøre 250. Til sammen gir dette en ansvarlig kapital på 350, hvorav kjernekapitalen utgjør $100/350 = 28,5\%$.

kontrakter blir slettet til fordel for en (novated) kontrakt.

I en *multilateral motregningsavtale* motregnes alle bilaterale transaksjoner mellom medlemmene i avtalen gjennom en avregningssentral. Avregningssentralen står som motpart for alle transaksjoner mellom medlemmene, slik at ingen av medlemmene har forpliktelser overfor hverandre. I stedet har hvert medlem en løpende rettslig bindende nettoposisjon i hver valuta for hver forfallsdato med avregningssentralen. Dersom et medlem misligholder sine forpliktelser, må avregningssentralen erstatte kontantstrømmen misligholderen skulle ha produsert. Om avregningssentralen har et krav på misligholderen, må de andre medlemmene dekke det som avregningssentralen etter avtalen ikke skal dekke. Det vanlige er at medlemmene er forpliktet til å dekke tap ut over misligholderens sikkerhetsstillelse, basert på en tapsfordelingsnøkkel.

Under arbeidet med Basel-88 ble det vurdert i hvilken grad motregningsavtaler skulle få virkning for kapitalkravet (dvs. risikovektning av nettoforpliktelsene istedenfor bruttoforpliktelsene). Det avgjørende punkt er om den relevante lovgivningen respekterer slik motregning ved en betalingsinnstilling. Generelle konkursregler kan i enkelte land gå foran motregningsavtalene slik at de ikke er gyldige. Siden hjemlandets lovgivning gjelder

for begge kontraktsparter, vil avtaler over landegrensar gjelde bare dersom de er gyldige etter begge landenes lovgivning. Bare bilateral motregning av typen «netting by novation» for samme valuta og samme oppgjørsdato ble funnet tilstrekkelig robust til å få virkning for kapitaldekningskravet i Basel-88.

I 1990 publiserte BIS en egen rapport om motregningsavtaler mellom banker (Lamfalussy-rapporten [13]). Rapporten konkluderer med at motregningsavtaler har potensial for å bedre både effektivitet og stabilitet i interbankoppkjøret. En fant videre at en eller annen form for bilateral motregning sannsynligvis vil være effektiv under gjeldende lovregler i alle G10-landene, og at dette sannsynligvis også ville være tilfellet for multilateral motregning av valutaterminkontrakter gjennom en avregningssentral. Rapporten slår imidlertid også fast at ingen type motregningsavtale vil være tilpasset alle jurisdiksjoner. Det er heller ikke mulig å slå fast med sikkerhet at motregning vil redusere risiko i alle situasjoner uten at dette har vært prøvet for en domstol.

På bakgrunn av resultatene fra Lamfalussy-rapporten foreslås det i Basel-93 at også andre former for *bilateral* motregning enn «netting by novation» godtas for kapitaldekningsformål, såfremt de er effektive under gjeldende lovregler og tilfredsstiller de øvrige minimumskravene som fastsettes i Lamfalussy-

Minimumsstandarder for motregningsavtaler fastsatt i Lamfalussy-rapporten

1. Motregningsavtalen må ha et velfundert juridisk grunnlag i alle relevante jurisdiksjoner.
2. Partene i motregningsavtalen skal ha en klar forståelse av hvilke konsekvenser avtalen har for de typer av finansiell risiko som påvirkes av motregningsprosessen.
3. Multilaterale motregningsavtaler skal ha klart definerte prosedyrer for behandling av kreditt- og likviditetsrisiko, som spesifiserer avregningssentralens og kontraktspartenes respektive ansvar. Disse prosedyrene skal også sikre at alle parter både har incentiver og kapasitet til å styre og inneha hver av de risiki de bærer, og at det er fastsatt begrensninger på hvor stor kreditteksponering hver enkelt part kan ha.
4. Multilaterale motregningssystemer skal, som et minimum, være i stand til å sikre rettidig utføring av daglige oppgjør i tilfelle av mislighold fra den parten som har størst netto debet posisjon.
5. Multilaterale motregningsavtaler skal ha objektive og offentlig tilgjengelige kriterier for medlemskap som sikrer en rettferdig og åpen adgang.
6. Alle motregningsavtaler skal sikre at de tekniske systemer er operasjonelt pålitelige, og at back-up fasiliteter som er i stand til å utføre daglige krav til databearbeiding, er tilgjengelige.

rapporten. Komiteen drøfter også enkelte aspekter som kan danne basis for en framtidig godkjenning av *multilateral* motregning. Minimumskravene fra Lamfalussy-rapporten er vist i en egen ramme.

Måling av renterisiko på bankporteføljen

Reglene for dekning av markedsrisiko som er omtalt over, er relatert til bankenes handelsportefølje og omfatter ikke den renterisiko bankene bærer som følge av tradisjonell bankvirksomhet. Aktivitetene innenfor bankporteføljen reiser flere vanskelige spørsmål med hensyn til måling av renterisiko.

Et problem er at markedsverdier ikke er tilgjengelige for store deler av bankporteføljen. Dersom durasjonsvekter brukes på bokførte verdier istedenfor markedsverdier, vil målet på eksponering overfor framtidige rentendringer bli unøyaktig. Videre vil eiendels- og gjeldsposter som ikke vurderes til markedsverdi, kunne inneholde såkalte «fastlåste tap» som følge av tidligere rentendringer. Et eksempel er gamle utlån til faste eller infleksible renter som er lavere enn finansieringskostnadene i markedet.

Et annet problem er at eiendels- og gjeldsposter i bankporteføljen kan ha usikre løpetider og usikker rentesensitivitet¹¹. Dette skaper problemer med hensyn til hvordan postene skal plasseres i et løpetidsskjema.

Et tredje problem gjelder hvorvidt en bør måle renterisikoen på hele virksomheten under ett eller om en bør måle renterisiko på handelsporteføljen og bankporteføljen hver for seg. Fra et økonomisk synspunkt avhenger ikke effekten av en rentendring av om en ser på handels- eller bankporteføljen. Praktiske forhold kan imidlertid tale for å behandle handels- og bankporteføljen separat. Dersom en bank har en posisjon i handelsporteføljen som motsvares av en posisjon i bankporteføljen, vil banken ofte ikke kunne realisere gevinsten på den ene porteføljen samtidig med tapet på den andre. Videre vil sammensetningen av handelsporteføljen kunne endres betydelig fra dag til dag, slik at en sikring på rapporteringsdatoen kan forsvinne et par dager senere.

¹¹ Vanlige bankinnskudd vil ikke nødvendigvis bli tatt ut ved en økning i markedsrenten selv om banken ikke justerer rentevilkårene, og dessuten kan banken justere rentevilkårene.

Det er også problemer knyttet til hvilken adgang til nettoføring det bør være mellom posisjoner i ulike valutaer og posisjoner i filialer og datterselskaper.

Fordi det fremdeles er så mange uløste problemer relatert til måling av renterisiko på bankporteføljen, foreslås det ikke felles internasjonale kapitalstandarder i denne omgang. Videre synes de eksisterende kapitalkrav å gi tilstrekkelig beskyttelse mot denne renterisikoen under normale forhold. Arbeidet har så langt vært fokusert på utvikling av et målesystem og et felles rapporteringsskjema som tilsynsmyndighetene kan benytte for å identifisere ekstremtilfeller (dvs institusjoner som tar ekstraordinært høy renterisiko). Videre er det lagt vekt på å utforme et rapporteringssystem som gir lave kostnader ved eventuelle endringer etter hvert som det oppnås enighet om hvilke målemetoder som foretrekkes. Foreløpig legges det opp til at nasjonale tilsynsmyndigheter skal stå fritt til å bestemme de eventuelle tiltak som skal iverksettes for å begrense renterisikoen.

Sammenligning med EFs regler

Kapitaldekningskravene innenfor EF er hovedsakelig samlet i Solvensdirektivet [5], Direktivet om ansvarlig kapital [3.6.7] og det nylig vedtatte Kapitaldekningsdirektivet (CAD) [10]. Andre relevante direktiver er Andre bankdirektiv [4], Direktivet om store engasjementer [9] og Direktivet om konsolidert tilsyn [8].

Direktivet som definerer kredittinstitusjoners ansvarlige kapital, ble vedtatt i april 1989. Solvensdirektivet fastsetter kredittrisikojusterte kapitalkrav for poster på og utenfor balansen, og ble vedtatt i desember samme år. Disse direktivene skal nå være implementert i alle medlemsstatene. CAD innfører markedsrisikojusterte kapitalkrav for investeringstjeneste- og tradingvirksomhet. Kapitalkravet er sammensatt av en spesifikk og en generell komponent. I tillegg innføres kapitalkrav for valutarisiko på samlet virksomhet. Direktivet ble vedtatt i mars 1993 og skal implementeres innen 31.12.1995.

Arbeidet med utformingen av EFs regler har pågått parallelt med arbeidet i Basel-

komiteen, og resultatet er i hovedtrekk overensstemmende. Solvensdirektivet og definisjonen av ansvarlig kapital bygger på Basel-88, mens Basel-93 i stor grad tilsvarer CAD.

Definisjonen av handelsporteføljen er samsvarende i CAD og Basel-93. I Basel-93 er det imidlertid ikke satt noen minstegrense for når en bank må foreta oppdeling av virksomheten i en handels- og en bankportefølje slik det er i CAD¹².

Basel-93 er strengere enn CAD med hensyn til kapitalkrav for posisjoner i *egenkapitalinstrumenter*. Basel-93 anbefaler i utgangspunktet et 8 %-krav for spesifikk risiko og et 8 %-krav for generell risiko. Den spesifikke risikokomponenten kan imidlertid reduseres til 4 % for posisjoner i likvide og veldiversifiserte porteføljer. I CAD er kravet til spesifikk risiko i utgangspunktet 4 %, men det kan reduseres til 2 % for posisjoner i likvide og veldiversifiserte porteføljer. Videre kan CAD gi lavere kapitalkrav for generell markedsrisiko knyttet til internasjonale porteføljer. Ifølge Basel-93 skal det svares kapitalkrav for samlet nettoposisjon i hvert nasjonale marked. CAD tillater nettoføring av posisjoner i ulike nasjonale markeder.

Både CAD og Basel-93 oppstiller to alternative metoder for måling av *renterisiko på gjeldsinstrumenter*. I CAD gis institusjonene incentiver til bruk av den mest nøyaktige metoden i form av lavere kapitalkrav. En slik løsning anbefales også av en minoritet av Basel-komiteens medlemmer.

Basel-93 er også strengere enn CAD med hensyn til krav for *valutarisiko*, da det ikke tas hensyn til at valutakurssamarbeide mellom land kan redusere valutakurssvingninger. Videre pålegger Basel-93 kapitalkrav på hele valutaposisjonen dersom den fastsatte minstegrensen overskrides (dvs. også den andelen som er under minstegrensen), mens CAD bare pålegger krav på den delen som overstiger minstegrensen.

Basel-93 er strengere enn CAD med hensyn til regler for tellende kapital. Den nye formen for ansvarlig kapital («tier 3») kan ikke brukes til å dekke kapitalkravet for valutarisi-

ko. Dette tillates i CAD. Restriksjonene på utbetaling av renter og hovedstol knyttet til «tier 3» kapital er også forskjellig i de to regelverkene¹³.

EF har i tillegg innført begrensninger på institusjonenes store engasjementer overfor enkeltkunder. Når CAD er implementert, vil disse begrensningene kunne overskrides under forutsetning av at overskridelsen er relatert til posisjoner i handelsporteføljen og dekkes av et eget kapitalkrav. CAD innfører også kapitalkrav for oppgjørs- og motpartsrisiko på kontrakter som etter forfallsdato fortsatt ikke er oppgjort.

Ikke-standardiserte derivater faller inn under de kredittrisikojusterte kravene i Solvensdirektivet og Basel-88, dvs. at de kun underlegges den «generelle» delen av markedsrisikokravet. De utvidelser med hensyn til godkjenning av motregningsavtaler som Basel-93 foreslår, vil kunne medføre en lettelse i kapitalkravet i forhold til EFs regler. (I EF godkjennes kun motregningsavtaler av typen «netting by novation».)

Når det gjelder *renterisiko* på bankvirksomheten, har ikke EF innført verken eksplisitte kapitalkrav eller felles målemetoder. CAD pålegger imidlertid alle institusjoner å innføre systemer for styring og kontroll med renterisikoen på deres samlede virksomhet, og disse systemene skal være underlagt myndighetenes tilsyn.

Basel-komiteen arbeider i utgangspunktet med anbefalinger til tilsynsregler for store internasjonale banker. Med tiden er anbefalingene tenkt å gjelde flere typer institusjoner. EFs direktiver omfatter både banker og fondsselskaper. I motsetning til Basel-komiteens regler, som bare er anbefalinger, er medlemsstatene forpliktet til å implementere EFs direktiver.

Alt i alt synes Basel-93 å være noe strengere enn CAD når det gjelder kapitalkrav for markedsrisiko, mens EFs regler er mer omfattende med hensyn til institusjoner og aktiviteter som omfattes av reglene.

¹² Institusjoner med en handelsportefølje som utgjør 5 % av virksomheten eller mindre og der posisjonene i handelsporteføljen ikke overstiger 15 mill ECU, er unntatt fra de markedsrisikojusterte kravene i CAD.

¹³ I henhold til CAD kan det ikke utbetales rente eller hovedstol på «tier 3» kapitalen dersom tilbakebetalingen medfører at total ansvarlig kapital faller under 100 % av samlet kapitalkrav. I Basel-93 foreslås det at utbetaling av rente og hovedstol knyttet til «tier 3» kapitalen ikke kan foretas dersom ansvarlig kapital for handelsporteføljen faller til under 120 % av kapitalkravet for handelsporteføljen.

Litteraturliste

- [1] Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices (1988): «International convergence of capital measurement and capital standards.», *BIS*.
- [2] Basle Committee on Banking Supervision (1993): «The prudential supervision of netting, market risks and interest rate risk - Preface to consultative proposal.», *BIS*.
- [3] *Direktiv 89/299/EØF*: «Om ansvarlig kapital i kredittinstitusjoner.»
- [4] *Direktiv 89/646/EØF*: «Om koordinering av lover, reguleringer og administrative bestemmelser relatert til etablering og drift av kredittinstitusjoner.»
- [5] *Direktiv 89/647/EØF*: «Om solvenskrav for kredittinstitusjoner.»
- [6] *Direktiv 91/633/EØF*: «Om gjennomføring av direktiv 89/299/EEC om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital.»
- [7] *Direktiv 92/16/EØF*: «Om endring av direktiv 89/299/EEC om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital.»
- [8] *Direktiv 92/30/EØF*: «Om tilsyn med kredittinstitusjoner på konsolidert basis.»
- [9] *Direktiv 92/121/EØF*: «Om oppfølging og kontroll med store enkeltengasjementer for kredittinstitusjoner.»
- [10] *Direktiv 93/6/EØF*: «Om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad.»
- [11] Husevåg, Vigdis og Winje, Pål (1991): «Renterisiko i finansinstitusjoner.», *Penger og Kreditt* nr.4/1991, 251-263.
- [12] Jacobsen, Petter og Sjølie, Stein (1993): «Basel-komiteens forslag av april 1993: Om kapitalkrav for markedsrisiko og måling av renterisiko.», *Økonomisk Revy*, nr. 4, 28-31.
- [13] Lamfalussy (1990): «Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries.», *BIS*
- [14] Norges Bank (1990): «Nye krav til kapitaldekning i finansinstitusjonene.», *Penger og Kreditt* nr.4/1990, 158*-168*.

En dynamisk modell for boligprisen i RIMINI

Øyvind Eitrheim, forsker i Utredningsavdelingen i Norges Bank¹

Artikkelen dokumenterer arbeidet med å lage en empirisk boligprisrelasjon som kan anvendes i Norges Banks kvartalsmodell RIMINI. Foruten en diskusjon av data og estimeringsresultater, drøfter artikkelen hvordan egenskapene i RIMINI blir endret som følge av at vi inkluderer boligprismodellen. Framskrivninger med RIMINI indikerer at vi kan få en relativt kraftig vekst i realprisen på boligkapital i løpet av de neste årene, og artikkelen gjør rede for mekanismene i modellen som forklarer denne veksten.

Innledning

Utviklingen i boligprisene i annenhåndsmarkedet har blitt omfattet av stigende interesse blant økonomer. I perioden etter dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene tidlig på 1980-tallet, har vi kunnet observere til dels kraftige svingninger i boligprisene. I Norges Banks makromodell RIMINI forsøker vi å ta hensyn til de viktigste realøkonomiske effektene av slike boligprisvariasjoner, for eksempel på husholdningenes konsum- og sparebeslutninger. Konsumfunksjonen i RIMINI inneholder formueseffekter som medfører at omvurderinger av husholdningenes boligkapital vil påvirke konsumterspørselen både på kort og lang sikt. Disse sammenhengene er blant annet diskutert i Eika og Nymoen (1992). Slike formueseffekter er også funnet i andre land, se diskusjonen i Carruth og Henley (1990) og Brodin og Nymoen (1989, 1992). Brodin og Nymoen (1992) dokumenterer en betinget konsummodell som forklarer endringer i husholdningenes samlede utgifter til konsum som funksjon av endringer i realdisponibel inntekt og samlet formue. Med denne som utgangspunkt har det vært mulig å gjøre betingede framskrivninger av forbruksutviklingen *gitt* eksogene anslag for boligprisene. En mer tilfredsstillende modell bør ta hensyn til at boligprisene er økonomi-endogene, og være i stand til å forklare de sterke fluktua-

sjonene vi har sett i spareraten og boligprisene gjennom de siste 10 årene.

I Norge er det, sammenliknet med andre land, en relativt høy andel av husholdningene som eier sine egne boliger. Vi regner vanligvis med en eierandel på vel 80 prosent, mot f.eks. om lag 67 prosent i USA (kf. Stein (1993)). Dette betyr for det første at utleiemarkedet har mindre betydning her enn i land hvor dette markedet har større utbredelse, og dessuten innebærer det at en større andel av husholdningene blir direkte berørt av formuesendringer som skyldes omvurderinger av boligkapitalbeholdningen. Begge effektene underbygger behovet for å modellere utviklingen i boligprisene.

I denne artikkelen gir vi en kortfattet beskrivelse av det empiriske arbeidet som hittil er gjort med sikte på å lage en økonometrisk modell for boligprisene i RIMINI. Vi har benyttet kvartalsdata for perioden 1983–1992 til å tallfeste en boligprisrelasjon som kan forklare fluktuasjonene i boligprisen i perioden etter dereguleringen av boligmarkedet (som i det alt vesentligste var avsluttet i 1982 da takstpikten på borettslagsleiligheter ble opphevet). Vi betrakter en betinget modell for den kortsiktige utviklingen i boligprisen. Analysen begrenses til å forklare fluktuasjoner i boligprisene for gitt beholdning av boligkapitalen, og tidsperspektivet er derfor relativt kortsiktig, la oss si innenfor en femårsperiode. På lang sikt vil boligbeholdningen variere, og i en mer fullstendig modell for boligmarkedet bør en ta sikte på å forklare boliginvesteringe-

¹ Takk til Sigbjørn A. Berg, Ragnar Nymoen og Arent Skjæveland for nyttige kommentarer.

ne og prisen på nye boliger ved hjelp av en modell som eksplisitt trekker inn tilbudssiden. På kort sikt vil vi anta at prisen vesentlig påvirkes av endringer i etterspørselsforholdene i boligmarkedet. Positive etterspørselsjokk vil drive opp boligprisene, alt annet likt. Hendry (1985) dokumenterer en empirisk analyse av boligprisene i UK, og vi har langt på vei fulgt et liknende opplegg i vår analyse. Vi tenker oss følgende aggregerte prisrelasjon for boliger, der vi tar hensyn til effekter fra realinntekt, priser, realrente etter skatt, husholdningenes gjeldssituasjon og boligkapitalbeholdningen:

$$PH = f(\underbrace{Y, P, R(1-T)}_{++ \quad - \quad -+-} - \pi, H, L, U) \quad (1)$$

Symbol Definisjon

PH	Boligpris
P	Konsumpris
Y	Realdisponibel inntekt
L	Realverdi av brutto lånegjeld
H	Boligkapitalvolum
R	Nominell utlånsrente
T	Skattesats for kapitalinntekt
π	Inflasjonsrate
U	Arbeidsledighetsrate

Valg av boligprisindeks

I forbindelse med den empiriske analysen har vi vurdert to alternative prisindekser². Den første er boligprisindeksen som er benyttet i RIMINI fram til nå, se f.eks. Brodin og Nymoene (1992). Indeksen kjeder sammen informasjon fra flere ulike kilder. Fram til 1984 er den ganske enkelt satt lik deflatoren for boliginvesteringer i det kvartalsvise nasjonalregnskapet. Fra og med 1986 er indeksen basert på tall fra Norges Eiendomsmeglerforbund og omfatter den gjennomsnittlige prisen på omsatte boliger (et veiet gjennomsnitt av priser på ulike boligtyper omsatt i ulike

² Fra 1993 har SSB også begynt å publisere en ny prisindeks for boliger som blant annet tar hensyn til kvalitative egenskaper ved boligmassen. Denne vil på litt lengre sikt bli en sentral informasjonskilde for å vurdere prisutviklingen på boliger. Til nå har SSB bare publisert tall tilbake til 1991 for denne boligprisindeksen. En nærmere drøfting av datakilder finnes i Yin (1993).

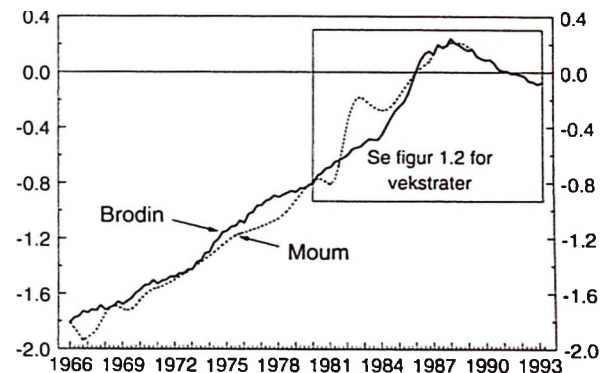
delar av landet)³. Mellom 1984 og 1986 er indeksen basert på informasjon fra SSBs GAB-register (se Brodin (1989) for detaljer).

Moum og Nesbakken (1991) har konstruert en forbedret boligprisindeks (heretter kalt Moums prisindeks). Denne fanger opp noen viktige trekk ved det norske boligmarkedet i 1970- og begynnelsen av 1980-årene som ikke er representert i Brodins indeks. I 1970-årene bygger Moums prisindeks på informasjon om utviklingen i gjennomsnittsprisen på borettslagsleiligheter (her finnes bare årstall). For å få kvartalstall er årstallene gitt et kunstig kvartalsmønster ved interpolering. Moums prisindeks fanger dessuten opp den kraftige prisutviklingen som fant sted for borettslagsleiligheter i forbindelse med at dette segmentet av boligmarkedet ble deregulert i 1982. Fra og med 1986 bygger begge prisindeksene på informasjon fra Norges Eien-

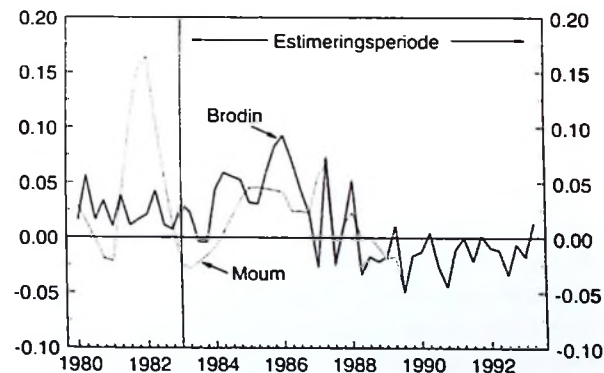
³ Primærdataene fra Norges Eiendomsmeglerforbund er bearbejdet til en kvartalsvis gjennomsnittsprisindeks av ECON Byggaanalyser.

Figur 1. Sammenlikning av boligprisindekser

a. Brodins og Moums boligprisindekser (log.) megler-



b. Prosentvis vekst 1980-1993



domsmeglerforbund. De to prisindeksene er vist i figur 1.

Det er til dels store forskjeller mellom de to prisindeksene. Særlig gjelder dette for årene 1984-1986 og 1988. Vi har valgt å benytte Mousms prisindeks i den empiriske analysen. Blant annet som følge av usikkerheten omkring boligprisdataene, særlig for perioden fram til dereguleringen av boligmarkedet, har vi valgt å basere den empiriske analysen på boligprisdata fra 1983-1992. De øvrige forklaringsvariablene er hentet fra databanken til RIMINI-modellen.

En empirisk boligprismodell

Den relative veksten i boligprisen blir forklart i en dynamisk likning der vi skiller mellom forklaringsfaktorer som bare har kortsiktige effekter på boligprisen og de som bestemmer utviklingen i boligprisen på lang sikt. Koeffisientene i likningen er tallfestet ved minste kvadraters metode, og vi har benyttet data fra 3. kvartal 1983 til 4. kvartal 1992. Små bokstaver indikerer at variablene er målt i logaritmer. Standardavviket for de estimerte koeffisientene er oppgitt i parentes.

$$\begin{aligned} \Delta p h_t = & 0.8935 (\Delta p_t + \Delta p_{t-1}) & (2) \\ & \begin{matrix} (0.3098) \\ + 0.2638 (\Delta p h_{t-1} - \Delta p_{t-1} - \Delta v_{t-1} - \Delta U_{t-1}) \\ (0.0525) \\ - 1.7403 (\Delta R_t - \Delta T_t) \\ (0.5178) \\ + 1.2809 \Delta I_{t-1} \\ (0.1676) \\ + 0.0705 [(p_{t-1} + v_{t-1} - p h_{t-1} - h_{t-1}) \\ (0.0138) \\ + (p_{t-1} + l_{t-1} - p h_{t-1} - h_{t-1})] \\ - 0.0271 (S1_t + S3_t) \\ (0.0053) \\ + 0.1417 + \hat{\varepsilon}_t \\ (0.0297) \end{matrix} \end{aligned}$$

Likningen tilfredsstillende en rekke av de krav det er relevant å stille til en velspesifisert økonometrisk modell. Den forklarer en stor del av variasjonen i data, passerer de aller fleste feilspesifikasjonskriteriene vi har konfrontert relasjonen med så langt, og parametrene ser ut til å være nokså stabile over tid. Dessuten inneholder relasjonen effekter som

har en fornuftig tolkning i lys av relevant økonomisk teori. Variabeldefinisjoner og litt utfyllende teknisk dokumentasjon finnes i vedlegget til denne artikkelen.

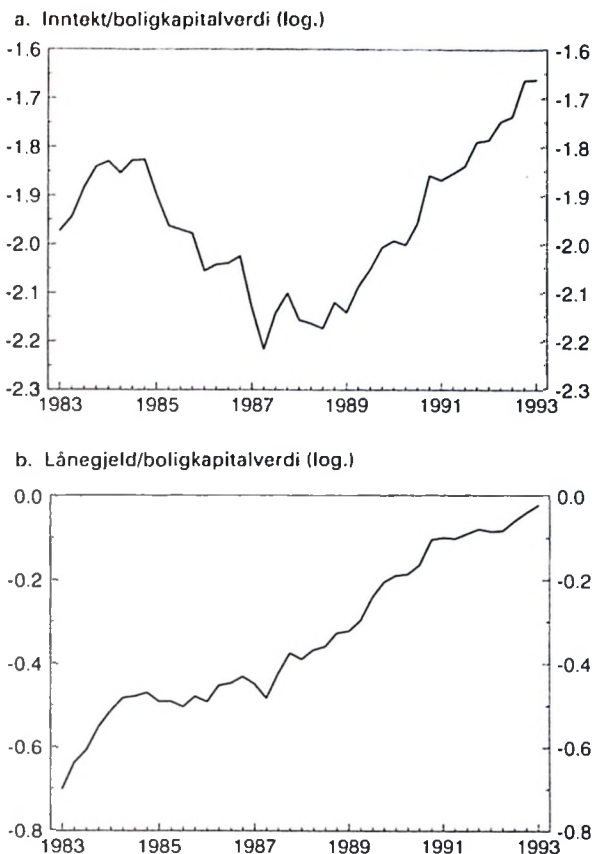
Relasjonen slik den nå står, representerer det beste vi har klart å komme fram til med utgangspunkt i de data som har vært tilgjengelige. Både norsk og internasjonal erfaring viser imidlertid at modellering av boligpriser er meget vanskelig. En må nok regne med at relasjonen etter hvert vil bli endret og forbedret. For eksempel har vi foreløpig ikke hatt mulighet til å ta hensyn til Husbankens rolle i det norske boligmarkedet, på grunn av mangel på data som kan brukes til dette formålet.

Som nevnt over, kan vi dele inn koeffisientene i (2) i to grupper, de som beskriver den dynamiske utviklingen i boligprisene på kort sikt, og de som karakteriserer den langsiktige responsen. I det følgende vil vi kort kommentere estimeringsresultatene.

På *lang sikt* blir nivået på boligprisen bestemt av utviklingen i husholdningenes disponible inntekt, realverdien av husholdningenes lånegjeld og boligkapitalvolumet. I modellen er dette reflektert ved hjelp av to forholdstall som knytter verdien av husholdningenes boligkapital til henholdsvis samlet disponibel inntekt og samlede lån; henholdsvis *inntekt/boligkapitalverdi*-forholdet og *lån/boligkapitalverdi*-forholdet. Hvis boligprisen utvikler seg på en måte som divergerer sterkt i forhold til disse mer langsiktige sammenhengene, vil disse opptre som feilkorrigeringsmekanismer som vil trekke boligprisveksten tilbake mot en langsiktig likevekt. Utviklingen i forholdstallene er vist i figur 2.

Inntekt/boligkapitalverdi-forholdet ble redusert i perioden fra 1985 til 1988 som følge av den sterke boligprisveksten. I årene etter har forholdet vist en jevnt stigende tendens tilbake til et nivå som i 1993 er om lag på høyde med nivået før dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene tidlig på 1980-tallet. *Lån/boligkapitalverdi*-forholdet har vist en jevnt stigende tendens gjennom hele perioden etter 1983, de første årene fordi den nominelle gjelden økte enda sterkere enn boligprisene (fram til 1988) og deretter ved at fallet i boligprisene skjedde hurtigere enn husholdningene reduserte sine samlede lån under den såkalte konsolideringsfasen (fra og med 1989).

Figur 2. Forholdstallene inntekt/boligkapi-
talverdi og lån/boligkapitalverdi i
perioden 1983–1992



På kort sikt blir boligprisen påvirket av alle forklaringsfaktorene i modellen. Det gradvise gjennomslaget på boligprisen av endringer i

forklaringsfaktorene (interimmultiplikatorene) er vist i tabell 1. Det framgår at variablene som bare gir en *korttidsvirkning* på boligprisen, er den nominelle lånerenten, skattesatsen på nettoinntekt og arbeidsledighetsprosenten. For disse variablene er den akkumulerte effekten lik null.

Den estimerte boligprisrelasjonen indikerer at rente- og skatteendringer slår forholdsvis sterkt ut i boligprisene på kort sikt. Innenfor det første året øker boligprisen med 1½–2 prosent for hvert prosentpoeng utlånsrenten til husholdningene faller. I motsetning til hva Hendry (1985) finner, gir ikke renteendringer noen langtidseffekter på boligprisnivået i vår modell – i hvert fall ikke via boligprisene alene. Hvordan en renteendring påvirker boligprisen når vi simulerer hele RIMINI-modellen, skal vi komme tilbake til nedenfor⁴.

Slik boligprisrelasjonen nå står, gir en endring i rentesatsen og i skattesatsen nøyaktig samme effekt på boligprisen. Normalt skulle en kanskje vente at en endring i rentesatsen på 1 prosentpoeng skulle gi sterkere utslag enn en tilsvarende endring i skattesatsen. Ved tallfestingen av denne effekten har vi benyttet en gjennomsnittsskattesats og ikke marginalskattesatsen på nettoinntekt. Siden det har vært noe større variasjon i marginalskattesatsen enn i gjennomsnittsskattesatsen

⁴ En sammenlikning av interimmultiplikatorer i ulike boligprismodeller er vist i Yin (1993).

Tabell 1. Gradvis gjennomslag av endringer i forklaringsfaktorene: Prosentvis virkning på boligprisen etter 1–8 kvartaler og på lang sikt

	p	y	l	R	T	U	h
1. kvartal	0,8935	0,0000	0,0000	-1,7403	1,7403	0,0000	0,0000
2. kvartal	1,7739	-0,1880	1,3514	-1,9540	1,9540	-0,2638	-0,1410
3. kvartal	1,8971	-0,1353	1,5879	-1,7349	1,7349	-0,2962	-0,2993
4. kvartal	1,8031	-0,0265	1,4968	-1,4324	1,4324	-0,2630	-0,4399
5. kvartal	1,6650	0,0817	1,3323	-1,1507	1,1507	-0,2171	-0,5559
6. kvartal	1,5348	0,1746	1,1715	-0,9141	0,9141	-0,1744	-0,6492
7. kvartal	1,4251	0,2502	1,0344	-0,7228	0,7228	-0,1386	-0,7232
8. kvartal	1,3362	0,3107	0,9229	-0,5704	0,5704	-0,1096	-0,7818
Lang sikt	1	0,5	0,5	0	0	0	-1

p – 1 prosent økning i konsumprisinivået
y – 1 prosent økning i husholdningenes realdisponible inntekt
l – 1 prosent økning i realverdien av husholdningenes lånegjeld
R – 1 prosentpoeng økning i lånerenten for husholdningene
T – 1 prosentpoeng økning i gjennomsnittlig skattesats på nettoinntekt
U – 1 prosentpoeng økning i den registrerte arbeidsledighetsprosenten
h – 1 prosent økning i boligkapitalen i volum

over tid, kan det tenkes at skatteeffekten ville blitt annerledes hvis vi hadde benyttet margi- nalskattesatsen ved tallfestingen.

Økt arbeidsledighet bidrar til å redusere boligprisene. Dette resultatet kan tolkes i lys av at ledighetsraten ofte opptrer i slike dyna- miske likninger som uttrykk for press i arbeidsmarkedet eller usikkerhet om fremtidig inntektsevne. Høy og tiltakende ledighet kan signalisere økt usikkerhet om fremtidige inn- tekter også blant dem som er i arbeid i dag.

Også konsumprisene og utlansvariabelen har korttidseffekter i tillegg til langtidseffek- tene. Dette gjenspeiles i tabell 1 ved at effek- tene på boligprisene er betydelig større på kort sikt enn på lang sikt – her har vi således et eksempel på «overshooting» på kort sikt. For konsumprisene er korttidseffekten opp mot det dobbelte av langtidseffekten, mens den for utlansvariabelen er anslagsvis 1½ gang så stor. Disse «overshooting»-egenska- pene er viktige for at modellen skal kunne for- klare de sterke fluktuasjonene i boligprisen.

Langtidselastisiteten av en prosent økning i det generelle prisnivået er 1. Tilsvarende ser vi at langtidselastisiteten av en prosent høyere boligkapitalvolum er -1. De langsiktige elas- tisitetene av en prosents økning i hushold- ningenes disponible realinntekt og i realverdi- en av lånegjelden er begge på 0,5. Den lang- siktige likningen for realboligprisen som føl- ger av modellen over, kan skrives:

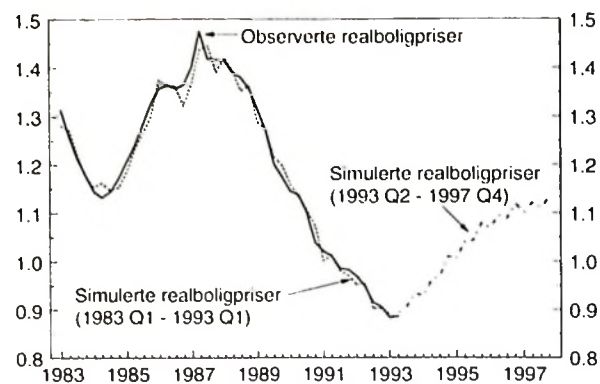
$$\frac{PH}{P} = C \left(\frac{Y}{H} \right)^{0,5} \left(\frac{L}{H} \right)^{0,5}$$

der C er en konstant.

Endogenisering av boligprisene i RIMINI

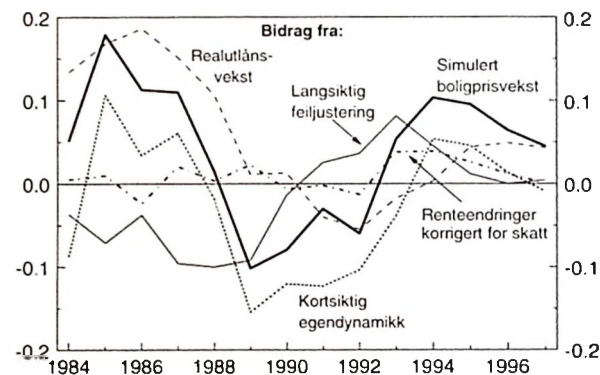
Framskrivning av boligprisene mot 1997. Boligprisrelasjonen (2) er implementert i RIMINI 2.4. Figur 3 viser den simulerte utviklingen i realboligprisen, først for den histo- riske perioden 1983–1993 deretter for fram- skrivingsperioden 1993–1997. De fleste av forklaringsvariablene i boligprisrelasjonen blir bestemt endogent i RIMINI 2.4 – bare skattesatsen blir bestemt eksogent. Modellen viser at fallet i realboligprisen stopper opp gjennom 1993 og etterfølges av en relativt

Figur 3. Realboligpriser



Observert realboligprisutvikling er plottet mot simulert utvikling (statisk simulering) i perioden 1. kvartal 1983 til 1. kvartal 1993. For perioden 2. kvartal 1993 til 4. kvartal 1997 vises framskrivningen av realboligprisene (dynamisk simulering)

Figur 4. Dekomponering av bidragene til veksten i boligprisene. Simuleringer med RIMINI 2.4 (Omregnet til årlig rate)



kraftig vekst gjennom 1994 og 1995. Veksten avtar etter hvert og er i underkant av 3 prosent i 1997. I løpet av perioden 1993–1997 øker realboligprisen med vel 20 prosent. Dette bringer realboligprisen tilbake til et nivå som svarer til om lag nivået i 1984.

Figur 4 viser hvordan vi kan dekomponere veksten i boligprisen i form av bidrag fra de enkelte forklaringsfaktorene i boligprismodellen (2). I perioden med sterk boligprisvekst, 1984–1988, tyder resultatene på at det var realutlansveksten og kortsiktig egendynamikk som gav de viktigste bidragene til boligprisveksten. Kortsiktig egendynamikk gir uttrykk for at når boligprisen først er begynt å bevege seg i en retning, er det sterke krefter som trekker den videre i samme retning.

I den påfølgende perioden med fall i boligprisene, 1989–1993, ser vi at egendynamikken nå bidrar sterkt negativt. Det gjør også de langsiktige feiljusteringsfaktorene og etter hvert også fallet i realutlånene. I denne perioden er det imidlertid interessant å legge merke til at bidraget fra de langsiktige feiljusteringsfaktorene skifter fortegn og blir positivt. Dette medvirker til at fallet i boligprisene flater ut, og prisene begynner etter hvert å stige. I 1993 får vi dessuten et positivt bidrag fra rentefallet, samt noe fra egendynamikken. I første del av perioden 1994–1997 kan vi i hovedsak forklare veksten i boligprisene med det positive bidraget fra feiljusteringsfaktorene, rentefallet og kortsiktig egendynamikk. Etter hvert ser vi at utlånsvæksten tar seg opp og bidrar i siste del av perioden med det sterkeste positive vekstbidraget. Dette skyldes også at vekstbidraget fra feiljusteringsfaktorene blir kraftig redusert mot slutten av simuleringsperioden.

Virkninger av reduserte pengemarkedsrenter i RIMINI. Det kan være nyttig å illustrere effekten av denne modellendringen ved å sammenlikne de partielle effektene av en rentereduksjon i en versjon av modellen med *eksogen boligpris* (RIMINI 2.3) og en versjon med *endogen boligpris* (RIMINI 2.4).

Simuleringene er startet i første kvartal 1993, og vi har redusert pengemarkedsrenten med ett prosentpoeng med virkning fra samme kvartal. Modellen er simulert fram til fjerde kvartal 1997. Tabell 2 viser effektene på utvalgte variable.

I begge versjonene av RIMINI vil en reduksjon i pengemarkedsrenten få fullt gjennomslag på bankenes innskudds- og utlånsrenter i løpet av en periode på noe over tre år. Denne effekten av rentefallet vil gi opphav til negative inntektseffekter for husholdningene (reduserte netto formuesinntekter), og i fravær av effekter som motvirker dette, blir konsumet svakt redusert i RIMINI 2.3 (modellen uten boligprisrelasjon). Den negative effekten på formuesinntektene skyldes at innskuddsrenten reduseres hurtigere enn utlånsrenten og at husholdningene har positive nettofinansfordringer.

Renteresponsen er den samme i RIMINI 2.4, men endogeniseringen av boligprisen fører til at etterspørselsresponsen i dette tilfellet blir positiv og forholdsvis sterk. Rentefallet utløser en økning i boligprisene og gir et positivt skift i husholdningenes totalformue. Siden konsumfunksjonen inneholder formueseffekter, fører dette til økt konsumterspørsel som ser ut til å vare ved, i hvert fall

Tabell 2. *Virkninger av reduserte pengemarkedsrenter*

Virkning på:	1993	1994	1995	1996	1997
Nominell boligpris (i %)					
(Endogen realboligpris)	0.31	1.14	1.75	2.36	3.21
(Eksogen realboligpris)	-0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10
Privat konsum (i %)					
(Endogen realboligpris)	0.04	0.20	0.37	0.53	0.74
(Eksogen realboligpris)	-0.02	-0.06	-0.06	-0.00	0.08
BNP for Fastlands-Norge (i %)					
(Endogen realboligpris)	0.04	0.14	0.22	0.32	0.42
(Eksogen realboligpris)	0.02	0.04	0.05	0.09	0.14
Registret arbeidsledige (i 1000)					
(Endogen realboligpris)	-0.07	-0.09	-0.06	-0.93	-1.77
(Eksogen realboligpris)	-0.05	0.06	0.37	-0.18	-0.72
Konsumpriser (i %)					
(Endogen realboligpris)	-0.00	-0.03	-0.09	-0.11	-0.08
(Eksogen realboligpris)	-0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10

Tabellen viser virkninger av å redusere pengemarkedsrenten med 1 prosentpoeng i RIMINI 2.4 (endogen realboligpris) og RIMINI 2.3 (eksogen realboligpris). Skiftet er gitt fra og med første kvartal 1993. Modellene er simulert fram til fjerde kvartal 1997

over den femårsperioden vi betrakter. Dette kan kanskje virke overraskende siden vi viste over (med utgangspunkt i boligprisrelasjonen alene) at en reduksjon i utlånsrenten gir økte boligpriser på kort sikt, men at responsen uttømmes i løpet av en periode på om lag tre år og blir null på lang sikt.

Når vi i RIMINI 2.4 tar hensyn til ringvirkningene av boligprisøkningen, forholder dette seg annerledes. Responsen på boligprisen av en rentereduksjon varer ved og forsterkes over tid, blant annet gjennom en oppblåsnings-effekt på husholdningenes balanse. Økt verdi av boligformuen gir rom for økt opplåning, og disse effektene virker selvforsterkende siden en økning i utlån til husholdningene driver boligprisene opp på kort sikt, som beskrevet over. Nettoeffekten på balansen, målt ved responsen på husholdningenes totalformue, er positiv og voksende, slik at vi får vedvarende positive etterspørselseffekter fra formuesledet i konsumfunksjonen.

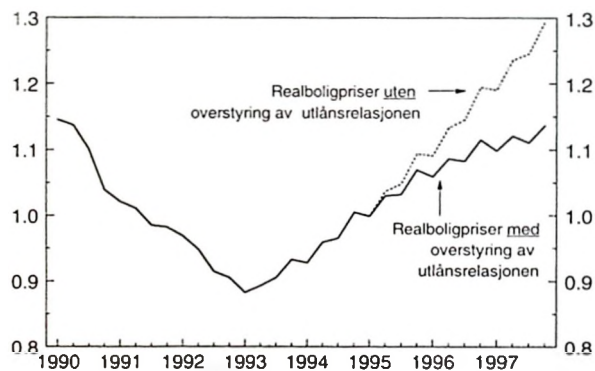
Til tross for de sterke etterspørselseffektene av en rentereduksjon i RIMINI 2.4, ser vi at responsen på konsumprisen er negativ de første årene. Det er grunn til å kommentere dette resultatet litt i detalj, siden det berører et område av stor interesse for Norges Bank. Ved et positivt etterspørselssjokk, som her utløses av økte boligpriser, vil RIMINI gi en produktivitetsøkning i økonomien som skyldes at produksjonen tilpasser seg hurtigere enn sysselsettingen. Denne initiale produksjonsøkningen er så sterk at lønn pr. produsert enhet synker, til tross for at nominelle lønninger øker. Når lønn pr. produsert enhet synker, så reduseres også prisene. Den negative effekten på konsumprisen er kortsiktig, men slik konsumprisrelasjonen står i dag, er den fremdeles negativ etter fem år, selv om de langsiktige mekanismene i modellen da har kommet langt i retning av å snu dette forholdet. Inflasjonen har begynt å tilta igjen etter fire år.

Det kan være interessant å sammenlikne RIMINI med for eksempel Bank of Englands modell på dette området. Her finner man nemlig en tilsvarende, men om lag 5 ganger så sterk, negativ effekt på konsumprisene (RPIX, dvs. ekskl. boliglånsrenter) det første året etter en rentereduksjon. Denne effekten er imidlertid kortsiktig og blir positiv hurtigere (mellom

tolvte og sekstende kvartal) enn dagens RIMINI viser. Inflasjonen tiltar forholdsvis kraftig etter to år.

Boligpriser og utlånsvekst. Erfaringene vi har gjort med RIMINI 2.4 så langt, har vist at veksten i boligprisene er nokså følsom overfor hvordan modellen bestemmer samlede utlån til husholdningene. Den dynamiske tilpassningen er slik at utlånsveksten bidrar til sterkere boligprisvekst, samtidig som en økning i husholdningenes samlede formue bidrar til sterkere utlånsvekst gjennom et feiljusteringsledd. En kunne kanskje tro at slike gjensidig forsterkende effekter fort ville gjøre modellen ustabil, slik at vi ville få meningsløse resultater. Det har ikke skjedd, men det er likevel grunn til å understreke usikkerheten, særlig knyttet til utlånsrelasjonen. Vi har overstyrt modellen litt på dette punktet og nedjustert utlånsveksten noe i årene 1995–1997. Det viste seg da at disse relativt små nedjusteringene gav forholdsvis store utslag på den simulerte boligprisbanen i disse årene. Figur 5 viser utviklingen i realboligprisen med og uten slik overstyring.

Figur 5. Simulert boligprisutvikling med og uten nedjustering av utlånsveksten. Simuleringer med RIMINI 2.4



Avslutning

Boligprisrelasjonen som er omtalt i denne artikkelen, representerer et første forsøk på å innarbeide boligprisdannelsen i RIMINI. Vi har sett at det å inkludere en slik relasjon fører til endrede egenskaper i den komplette RIMINI-modellen. Modellering av boligprisene er

imidlertid svært vanskelig. Måleproblemer og det begrensede antallet observasjoner øker usikkerheten knyttet til de anslagene som er presentert i denne analysen. På denne bakgrunn kan vi nok trygt regne med at siste ord ikke er sagt i denne forbindelse. Det arbeidet som nå er gjort, er imidlertid et viktig skritt i retning av å få RIMINI til å gi en mer realistisk beskrivelse av hvordan norsk økonomi faktisk fungerer.

En interessant egenskap ved RIMINI 2.4 slik modellen står nå, er at den kan forklare et forløp med «asset price inflation» som ledsages av en relativt kraftig oppblåsning av husholdningenes finansielle balanse. Modellen er i stand til å forklare forløpet gjennom 1980-tallet, men det er kanskje mer tvilsomt om bankene er villige til å akkommodere en boligprisøkning like sterkt i dag som de gjorde midt på 1980-tallet. Usikkerheten omkring utlånsrelasjonen i RIMINI har sammenheng med dette forholdet.

Referanser

- Brodin, A. (1989). Makrokonsumfunksjonen i RIKMOD. *Arbeidsnotat 1989/1*, Oslo: Norges Bank
- Brodin, A. og Nymoene, R. (1989). The consumption function in Norway. Breakdown and reconstruction. *Arbeidsnotat 1989/7*, Oslo: Norges Bank.
- Brodin, A. og Nymoene, R. (1992). Wealth effects and exogeneity: The Norwegian consumption function 1966(1)–1989(4). *Oxford Journal of Economics and Statistics*, 54 (3), 431-454.
- Carruth, A. og Henley, A. (1990). Can existing consumption functions forecast consumer spending in the late 1980's? *Oxford Journal of Economics and Statistics*, 52, 211-222.
- Eika, K.H. og Nymoene, R. (1992). Finansiell konsolidering som konjunkturfaktor. *Penger og Kreditt 1992/1*, 29-38.
- Hendry, D. (1985). Econometric modelling of house prices in the UK. In Hendry, D. og Wallis, K. (Eds.), *Econometrics and Quantitative Economics*. Basil Blackwell.
- Moum, K. og Nesbakken, R. (1991). Nasjonalregnskapet som utgangspunkt for analyse av husholdningssektorens spareatferd. *Rapporter 1991/16*, Oslo: Statistisk sentralbyrå
- Stein, J. (1993). Prices and trading volume in the housing market: A model with down payment effects. *NBER Working Paper 4373*
- Yin, H. (1993). Boligmarkedet i Norge. Upublisert notat. Økonomisk avdeling, Norges Bank

Vedlegg: Teknisk dokumentasjon av boligprisrelasjonen

Den foretrukne modellen kan skrives:

$$\begin{aligned} \Delta ph_t = & 0.8935 (\Delta p_t + \Delta p_{t-1}) \\ & (0.3098) \\ & + 0.2638 (\Delta ph_{t-1} - \Delta p_{t-1} - \Delta y_{t-1} - \Delta U_{t-1}) \\ & (0.0525) \\ & - 1.7403 (\Delta R_t - \Delta T_t) + 1.2809 \Delta l_{t-1} \\ & (0.5178) \quad (0.1676) \\ & + 0.0705 [(p_{t-1} + y_{t-1} - ph_{t-1} - h_{t-1}) \\ & (0.0138) \\ & \quad + (p_{t-1} + l_{t-1} - ph_{t-1} - h_{t-1})] \\ & - 0.0271 (S1_t + S3_t) + 0.1417 Const + \hat{\varepsilon}_t \\ & (0.0053) \quad (0.0297) \end{aligned}$$

ph_t	Moums boligprisindeks, 1991=100 (log)
p_t	Deflator for privat konsum, 1991=100 (log)
y_t	Disponibel realinntekt, faste 1991-priser (mill) (log)
l_t	Utlån til husholdningene, faste 1991-priser (mill) (log)
h_t	Beregnet boligkapitalvolum, faste 1991-priser (mill) (log)
R_t	Utlånsrente (målt som rate)
T_t	Gjennomsnittsskattesats (målt som rate)
U_t	Registrert arbeidsledighet (målt som rate)

Estimeringsmetode: OLS

Estimeringsperiode: 1983(3)–1992(4)

$T = 38$ $k = 7$ $\hat{\sigma} = 0.0135$ $R^2 = 0.82$

SSR = 0.00562388 DW = 2.25

Informasjonskriterier:

AIC = -8.4499 BIC = -8.1482 HQ = -8.3426

Autokorrelasjon:

$\chi_{BP}^2(10) = 4.26$ $pF_{AR,1 \rightarrow 4}(4, 31) = 0.6466$

Heteroskedastisitet:

$\chi_{ML}^2(10) = 5.56$ $pF_{ARCH,1 \rightarrow 4}(4, 31) = 0.9255$

Normalitet: $\chi_N^2(2) = 1.12$

Parameterstabilitet:

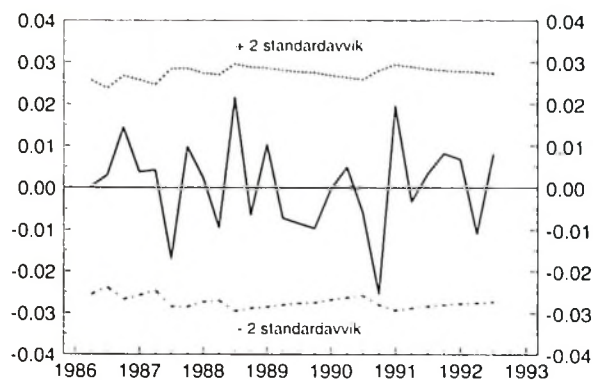
$pF_{CHOW,1}(1, 30) = 0.8640$ $pF_{CHOW,U}(8, 23) = 0.6994$

$pF_{CHOW,D}(1, 31) = 0.8618$

Små bokstaver indikerer at variablene er målt i logaritmer. Ved hjelp av boligprisrelasjonen (4) kan vi forklare en forholdsvis stor del av variasjonen i data og relasjonen passerer de fleste feilspesifikasjonstestene vi har

konfrontert den med så langt. Vi finner ikke signifikante spor av autokorrelasjon eller heteroskedastisitet (ARCH) i modellresidualene, og vi kan heller ikke forkaste nullhypotesen at residualene er normalfordelte. CHOW-testene indikerer at koeffisientene er rimelig stabile over tid.

Figur 6. Rekursive residualer pluss/minus to standardavvik

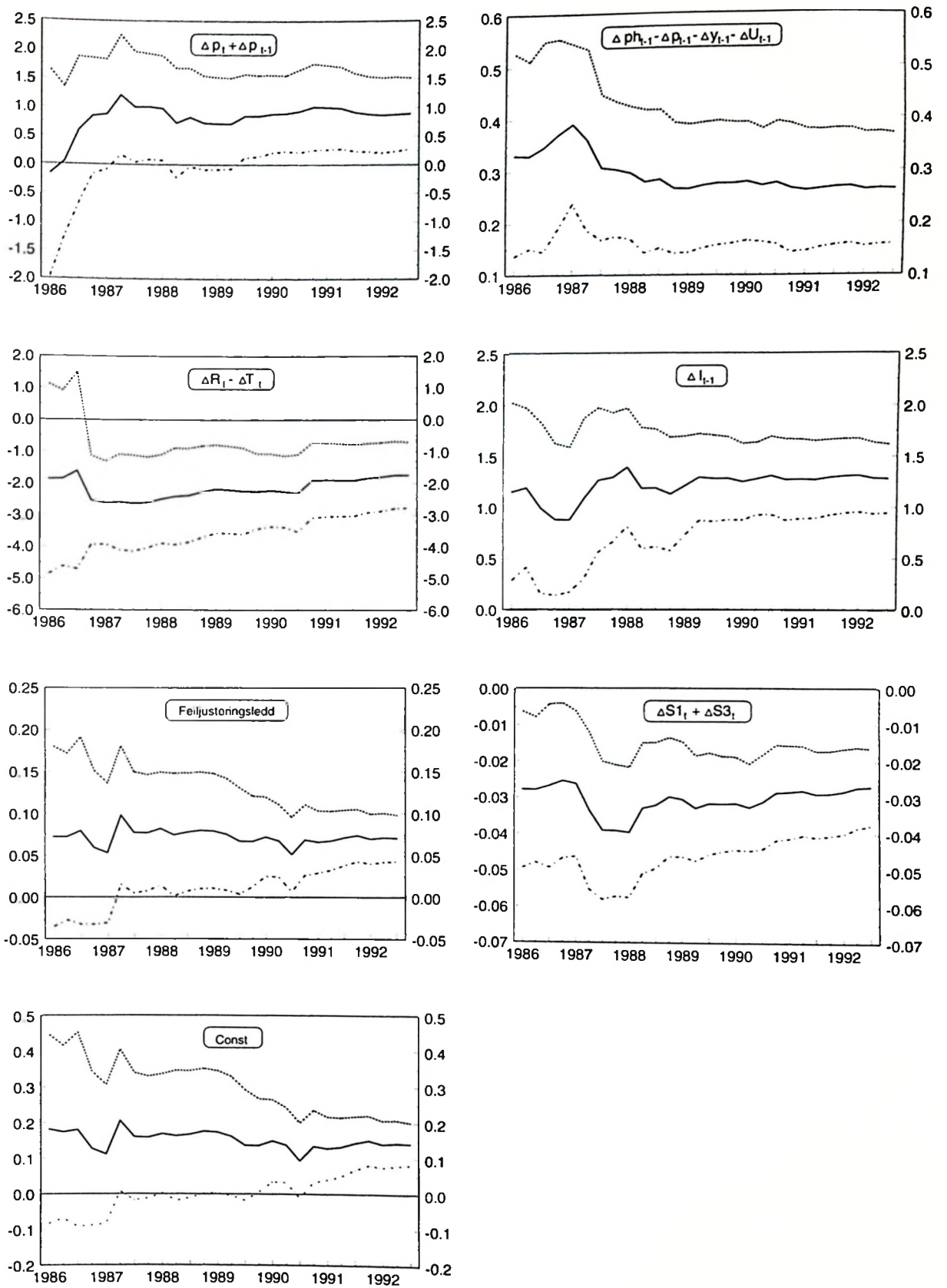


De rekursive residualene som er vist i figur 6 ligger pent innenfor et bånd definert av pluss/minus 2 standardavvik for relasjonen og vi ser at estimatet på standardavviket utvikler seg nokså jevnt, uten store sprang.

En viktig egenskap ved denne relasjonen er at den oppviser så stor grad av parameterstabilitet. Dette ser vi kanskje klart i figur 7, der vi viser rekursive estimerer for koeffisientene (pluss/minus 2 standardavvik). Den initiale estimeringsperioden er 1983(3)–1986(4), og vi utvider deretter datamaterialet ved å legge til observasjoner, en etter en, inntil vi til slutt anvender det komplette datamaterialet 1983(3)–1992(4). Dette gir opphav til en sekvens av koeffisient estimerer som plottes i figuren sammen med sine respektive standardavvik.

Det komplette observasjonsmaterialet inneholder bare 38 observasjoner. I lys av dette er det overraskende å finne koeffisienter som oppviser så stor grad av stabilitet som figur 7 tyder på. Det framgår av figuren at koeffisientene blir om lag de samme hvis vi avslutter estimeringsperioden i 4. kvartal 1987, vel et år før boligprisene nådde toppen, som når vi benytter hele observasjonsmaterialet til og med 4. kvartal 1992.

Figur 7. Rekursive koeffisienter i boligprislikningen, pluss/minus to standardavvik



Ny norsk myntrekke er vedtatt etter kunstnerkonkurranse

Ole Robert Kolberg, spesialrådgiver i Avdeling for kontante betalingsmidler i Norges Bank

Den 2. desember 1992 vedtok Norges Banks hovedstyre at det skal innføres en ny myntrekke i Norge. Gjennomføringen skal skje trinnvis i perioden 1994-1999, og den nye myntrekken vil inneholde valørene 20 kr, 10 kr, 5 kr, 1 kr og 50 øre.

Blant vurderingene som lå til grunn for vedtaket, kan nevnes:

- Det er behov for en 20-kronemynt, blant annet til bruk i bomstasjoner. En slik mynt var allerede besluttet innført for vedtaket av 2. desember.
- En myntrekke der en 20-krone skulle foyes til de eksisterende myntene, ville ha fått en svært ulogisk oppbygging størrelsesmessig. Etter stigende diameter ville valør-rekkefølgen blitt 50 øre, 10 kr, 1 kr, 20 kr og 5 kr.
- 10-kronemynten måtte i alle tilfeller konstrueres om etter kongeskiftet. Det dype relieffet gjør at for- og baksiden på denne mynten må tilpasses hverandre meget nøyaktig for at mynten i det hele tatt skal la seg prege, og det er tvilsomt om eksisterende revers ville kunne benyttes sammen med et annet portrett på advers.
- Etter at 10-ørene ble tatt ut av sirkulasjon, er det nå mulig å redusere størrelsen og dermed vekten på de øvrige myntene.
- Mindre mynter betyr lavere materialkostnader.

Størrelsen på de nye myntene blir (eksisterende diameter i parentes):

20 kr: 27,5 mm
10 kr: 24,0 mm (24,0 mm)
5 kr: 26,0 mm (29,5 mm)
1 kr: 21,0 mm (25,0 mm)
50 øre: 18,5 mm (22,0 mm)

De to høyeste valørene får en gylden farge, 5-kronen og 1-kronen blir i kobbernikkel som idag, mens vi får tilbake bronse i den laveste valøren.

I alle land er det ansett som viktig at deres sedler og mynter illustrerer nasjonal identitet og historisk tradisjon. Hos oss er det kommet til uttrykk ved at sedlene bærer portrett av personer som har markert seg i nasjonal sammenheng, mens myntene har identifisert nasjonen ved hjelp av de offisielle rikssymbolene. De største myntene har hatt rikssymboler på begge sider, de minste bare på advers.

Grunnlaget for vår eksisterende myntrekke ble lagt i forbindelse med innføringen av kronesystemet i 1875. Ved alle endringer som senere er blitt foretatt - de minste valørene har etter hvert falt ut og nye høyverdimynter er kommet til - har man måttet forholde seg til det arbeidet som ble utført den gangen. Under utformingen av 5- og 10-kronemyntene var man derfor bundet opp både i motivvalgene for å tilstrebe et mest mulig helhetlig utseende, og i dimensjoneringen i forhold til de allerede eksisterende myntene.

Vedtaket om å legge om hele myntrekken åpnet med andre ord for en nytenkning som ikke har vært mulig siden 1870-årene.

Da Hovedstyret den 3. mars 1993 vedtok å lyse ut en åpen konkurranse om motivene på de nye myntene, innbød man nettopp til en slik nytenkning: konkurranseinnbydelsen åpnet for å benytte «figurative motiver eller ornamenter som henspiller på Norges historiske og kulturelle egenart (for eksempel vikingskip, stavkirke eller detaljer fra disse)».

Det ble satt opp premiebeløp på 100 000, 75 000 og 50 000 kroner som henholdsvis første, annen og tredje premie, og det ble i tillegg bevilget inntil 100 000 kroner til ytterligere premiering eller innkjøp.

Bedømmelsen ble foretatt av en jury med disse medlemmene:

Professor Lars Hamre, tidligere førstearkivar ved Riksarkivet, Oslo

Sivilarkitekt M.N.A.L. Bernt Heiberg, Oslo
Direktør Ole-Robert Kolberg, Den Kongelige Mynt, Kongsberg

Billedhugger Olaf Orud, Stokke

Dr. Katalyn Biro-Sey, førsteamanuensis
ved Universitetets Myntkabinett, Oslo
Professor, dr. philos. Kolbjørn Skaare,
Universitetets Myntkabinett, Oslo
Billedhugger Marit Wiklund, Berger

Konkurransereglene foreskrev innlevering av gipsrelieffer for to av myntene og tegninger for de øvrige, med innleveringsfrist 31. august 1993.

Juryen fikk et betydelig arbeide med å bedømme resultatet av konkurransen, det kom inn hele 241 utkast fordelt på 76 gipsmodeller og 165 tegninger fra til sammen 22 innsendende. Som man kunne forvente, var det en del vekslende kvalitet på de innkomne arbeidene, og ikke alle hadde fulgt instruksjonen om å levere både gipsmodeller og tegninger. På den annen side peker juryen i sin vurdering på at det var flere ting å glede seg over både når det gjaldt ideer og utførelse. Mange av forslagene hadde tatt for seg motiver som i innbydelsens premisser var antydning som aktuelle.

Under den kritiske gjennomgangen av forslagene fant juryen ingen enkelt mynttrekke fra en og samme kunstner som den i sin helhet ville anbefale til utførelse.

Det ble imidlertid utpekt vinnere av alle tre prisene, og etter åpningen av navnsedlene viste det seg at dette var:

1. premie: Billedhugger Nils Aas, Oslo
2. premie: Billedhugger Grazyna Lindau, Hinna
3. premie: Formgiver Ingrid Austlid Rise, Kongsberg

I henhold til konkurransereglene ble det dessuten premiært/innkjøpt utkast fra andre innsendende, som eventuelt kan benyttes i andre sammenhenger.

De tre prisvinnerne blir representert i den nye mynttrekken som følger:

Nils Aas: 20 kroner og 10 kroner
Grazyna Lindau: 5 kroner og 50 øre
Ingrid Austlid Rise: 1 krone

Alle de tre kunstnerne får et ganske betydelig arbeide med å omarbeide modellene sine, blant annet får motivene andre pålydende verdier enn hva som fremkom på de innsendte utkastene. Dette har sammenheng med at den resulterende mynttrekken ble plukket fra tre forskjellige kunstners motiver. Det er dessuten nødvendig å harmonisere blant annet bokstavtypene og plasseringen av forskjellige symboler på flatene for å få et ensartet preg over hele mynttrekken.

De nye myntene vil representere noe nytt i norsk mynttradisjon, idet reversmotivene er hentet fra tradisjonell norsk bygge- og ornamentalkunst. Det er å håpe at dette, sammen med våre offisielle rikssymboler på advarselsmerke, vil gi en verdig presentasjon av vår kulturarv og vår nasjonale egenart utover i neste århundre.

Illustrasjonene på den nye myntrekken.

(Som det framgår, vil valøren på myntene bli en annen enn den som er på utkastene. Utkastene vil også gjennomgå andre justeringer og suppleringer før den endelige utformingen er klar.)



20-krone, advers. Kongens portrett. (Nils Aas)



20-krone, revers. Vikingskip. (Nils Aas)



10-krone, advers. Kongens portrett. (Nils Aas)



10-krone, revers. Stavkirketak. (Nils Aas)



5-krone, advers. Riksløven



5-krone, revers. Fabeldyr fra søylekapitel i Urnes stavkirke. (Grazyna Lindau)



1-krone, advers. Kongens monogram



1-krone, revers. Dyrehoderelieff fra Gogstadsfunnet. (Ingrid Austlid Rise)



50-øre, advers. Kongekrone



50-øre, revers. Fabeldyr fra Urnes-portalen. (Grazyna Lindau)

OL-myntserien er komplett

Etter at den siste gullmynten i OL-myntserien ble lagt ut til salg den 5. oktober 1993, er hele serien med fire gullmynter og tolv sølvmynter nå komplett.

Gullmynt nummer fire har fått tittelen «norske polferder», og forestiller teltet fra sydpolekspedisjonen 1911 sammen med portrett av Roald Amundsen med ski på skulderen. Motivet er modellert av billedhugger Tomasz Boncza-Ozdowski.

Intensjonen bak gullserien har vært å illustrere viktige milepæler i norsk skihistorie.

Den første gullmynten viser den kjente 4000 år gamle helle-ristningen «Røddøy-mannen» fra Alstahaug kommune i Nordland, «verdens første kjente skiløper». Som motiv på gullmynt nummer to valgte man motivet fra Knud Bergsliens maleri fra 1869, som forestiller birkebeinerne på ski da de reddet den halvannet år gamle kongssønnen Håkon Håkonsson over fjellene fra Oplandene til Østerdalen og videre til Nidaros vinteren 1205-06. Gullmynt nummer tre illustrerer den moderne «skisportens vugge», telemarkstilen fra rundt 1890.

Gullmyntene inneholder 15,55 g (0,5 oz) fintgull leget med sølv til 22 karat (917/1000), har en diameter på 27 mm og glatt rand. Pålydende verdi er 1 500 kroner.

De tolv sølvmyntene utgis i to størrelser med pålydende henholdsvis 100 og 50 kroner, og selges i par med en 100- og en 50-krone. 100-kronemyntene forestiller olympiske utøvere i seks forskjellige idrettsgrener, mens 50-kronemyntene har motiver fra folkeidrett.

De største sølvmyntene inneholder 31,10 g (1,0 oz) og de minste 15,55 g (0,5 oz) fintsølv. Sølvmetallet er leget med kobber til 925/1000 (sterling sølv). Diameterne er henholdsvis 39 og 31 mm. Alle sølvmyntene har som randinskrift DE XVII OLYMPISKE VINTERLEKER LILLEHAMMER 1994, 100-kronene dessuten piktogrammet for den øvelsen som illustreres.

Alle myntene har kunstnerens signatur plassert på flaten samt valørbetegnelsen og

LILLEHAMMER 1994 sammen med Lillehammer-symbolet i omskrift.

Som adwersmotiv hadde den første utgaven med 1 gull- og 4 sølvmynter kong Olav Vs portrett modellert av tidligere myntgravør ved Den Kongelige Mynt, Øivind Hansen. Resten av serien bærer H.M. Kong Harald Vs portrett modellert av Den Kongelige Mynts formgiver, Ingrid Austlid Rise. I tillegg til portrettet bærer adwersene kunstnerens signatur og omskriften OLAV V hhv. HARALD V NORGES KONGE. Den Kongelige Mynts merke, pregeåret og myntdirektørens merke.

Gullmyntene selges for kr. 2 880,- pr. stk., og et sølvpar koster kr. 480,-. Det er dessuten pakket 10 000 samlesett med den komplette serien på 16 mynter til kr. 14 400,- og åpnet for inntil 40 000 komplette sølvsett a kr. 2 880,- for salg i Skandinavia. Det totale opplaget mynter er maksimert til 1 994 000 stk., hvorav inntil 120 000 gullmynter. Dette er det minste opplaget OL-mynter i kvalitet proof som er utgitt siden Finland gav ut den første OL-mynten i 1952.

Halve gullopplaget og inntil 94 000 av hver sølvmynt er reservert for Skandinavia, med andre ord inntil 62 000 av hver sølvmynt for resten av verden.

I Norge må salget sies å ha gått rimelig bra til nå, idet alle de komplette settene er utsolgt. Den første gullmynten ble utsolgt i løpet av kort tid etter lanseringen, mens mynter fra de øvrige utgavene fremdeles er tilgjengelige.

Generelt er verdensmarkedet for minnemynter svært labert for tiden, og alle utgivere sliter tungt. Til nå har det norske OL-myntprogrammet konkurrert med både Albertville- og Barcelonaprogrammene, og Den Internasjonale Olympiske Komite (IOC) er selv på markedet med et større myntprogram i forbindelse med 100-årsjubileet for de moderne olympiske leker i 1996.

På den annen side har både Frankrike og Spania solgt bra etter at lekene var avviklet, noe som ikke har vært vanlig tidligere. Etersalget vil trolig bli styrket som følge av

at mange av verdens myntsamlere ennå ikke er fortrolig med omleggingen til å ha sommer- og vinterleker annenhvert år, og ikke venter nye OL-mynter allerede to år etter Albertville-

lekene. Med tanke på blant annet dette, har den internasjonale distributoren av myntene bedt om – og fått – kontrakten forlenget med ett år til ut 1995.

Siste utgave i OL-myntserien: 1 500 kroner gullmynt



Advers



Revers

Komplett OL-myntserie i etui



Høringsuttalelse – tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikrings-selskapene

Norges Bank sendte 27. oktober 1993 nedenstående brev til Finansdepartementet

Finansdepartementet ber i brev av 6. oktober 1993 om Norges Banks synspunkter på tiltak for å styrke soliditeten i livsforsikringsselskapene.

For Norges Bank er det naturlig å ta utgangspunkt i livselskapenes rolle som forvaltere av livkundenes sparing. For den enkelte livkunde er sparingen gjennom livselskapene langsiktig. Det er derfor av betydning at selskapene gjennom sin forvaltning av sparingen gir grunnlag for langsiktige realinvesteringer. I praksis betyr dette at livselskapene må ha incentiver til å investere i langsiktige obligasjoner og aksjer, finansobjekter med større risiko enn f.eks. plasseringer i penge-markedet.

Dagens regelverk for livsforsikring kombinert med lav egenkapital gir selskapene incentiv til å plassere i instrumenter med større sikkerhet og mindre forventet avkastning enn hva som er i kundenes interesse. Norges Bank er derfor positivt innstilt overfor tiltak som retter på dette forholdet, dvs. tiltak som styrker livselskapenes egenkapital og som på annen måte reduserer risikoen for at livselskapene ikke skal klare sine forpliktelser overfor kundene.

Nedenfor følger Norges Banks kommentarer til de enkelte problemstillingene som reises i departementets høringsnotat.

1. Innledning

Livselskapene garanterer sine kunder en viss avkastning på oppsparte midler hvert år. Tidligere år har forskjellen på denne garanterte avkastningen og den som faktisk har blitt oppnådd, vært relativt stor. Denne marginen kan komme til å reduseres dersom dagens lave rentenivå skulle vise seg å vedvare over lengre tid. Dermed blir det vanskeligere å oppfylle avkastningsgarantien.

Med dagens regler skal forsikringskundene tildeles både realiserte og urealiserte gevinster med endelig virkning. Kundene skal ved årsavslutningen godskrives minst 65 prosent av alle gevinster, men slik at en andel på inntil 40 prosent av selskapets akkumulerte urealiserte gevinster kan avsettes til et kursreguleringsfond. Kursreguleringsfondet ble opprettet for å bidra til en viss utjevning av kortsiktige svingninger i verdien av selskapenes porteføljer. Urealiserte tap skal derimot ikke belastes kundene, men selskapenes egenkapital. Samtidig som overskuddstildelingen foregår på basis av markedsverdier, føres finansregnskapet til laveste verdis prinsipp. Det betyr at forpliktelsene til kundene på passivasiden vurderes til markedsverdier, mens investeringsporteføljen på aktivasiden vurderes til laveste verdi av anskaffelseskostnad og markedsverdi. Ettersom egenkapital fremkommer som en restpost, kan den bokførte egenkapitalen i år med store urealiserte gevinster bli svært lav, eller til og med negativ.

Den reduserte marginen mellom den garanterte avkastningen og det generelle rentenivået betyr at bufferen mot svingninger i verdien av selskapenes porteføljer er redusert. Store verdissvingninger vil raskere medføre at selskapene må ta av egenkapitalen for å oppfylle kundenes avkastningsgaranti.

Samtidig ser 1993 ut til å bli et år med svært høy avkastning. På grunn av det store rentefallet opplever selskapene store kursgevinster på beholdningen av obligasjoner. Kursgevinstene for aksjer har også vært betydelige. En stor del av disse gevinstene er ikke realisert.

På denne bakgrunn ønsker Finansdepartementet å foreta enkelte endringer i regelverket for livsforsikringsselskapene, og iverksette enkelte tiltak for å styrke soliditeten i livselskapene.

I den videre drøftingen vil en legge vekt på at livsforsikringsselskapene er store kapital-

forvaltere, og det er av stor betydning at de forvalter kapitalen på en god måte samfunnsøkonomisk sett. Det er grunn til å anta at investeringer i aksjer gir en høyere forventet avkastning enn investeringer i obligasjoner, og investeringer i obligasjoner med lang rentebinding gir en høyere forventet avkastning enn investeringer i obligasjoner med kort rentebinding. Samtidig er svingningene i verdien større for aksjer og lange obligasjoner enn for korte obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter. Selskapene står derfor overfor en avveining mellom høy forventet avkastning med store svingninger i verdien av investeringsporteføljen og lavere forventet avkastning med mindre svingninger.

Livselskapenes soliditet er av samfunnsøkonomisk betydning. Egenkapitalen i livselskapene fungerer som en buffer for å sikre kundene en årlig garantert minsteavkastning. Den garanterte minsteavkastningen kan gi selskapet incentiver til en mer forsiktig investeringsatferd enn hva som er i kundenes og samfunnets langsiktige interesse. Livselskapene har i dag adgang til å investere 20 prosent av sin forvaltningskapital i aksjer. Denne adgangen er ikke utnyttet; selskapene hadde ved utgangen av 1992 14,9 prosent av forvaltningskapitalen plassert i aksjer. Dette er en nedgang fra 1991.

Fordi det er overskuddsdeling mellom eierne og kundene i livsforsikringsselskapene, kan økt egenkapital bidra til at selskapenes investeringsatferd blir mindre risikoavers, slik at kundenes og eiernes interesser med hensyn til avveiningen mellom avkastning og risiko blir mer sammenfallende. Styrking av livselskapenes soliditet vil derfor også være i kundenes interesse.

2. Verdivurderingsprinsipp

I dag føres finansregnskapet på basis av laveste verdis prinsipp, mens overskuddstildelingen skjer på basis av markedsverdi prinsippet.

En løsning på denne inkonsistensen er å benytte samme verdivurderingsprinsipp i både finansregnskapet og ved overskuddstildeling til kundene. Spørsmålet er om man skal velge laveste verdis prinsipp eller markedsverdi

prinsippet. Det er flere forhold å ta hensyn til.

Til fordel for laveste verdis prinsipp kan sies at det er en forsiktig vurderingsform, der svingningene blir mindre enn når aktiva vurderes til markedsverdier. Videre er dette det prinsippet som er innarbeidet i norsk regnskapslovgivning, og det prinsippet som i dag anvendes av andre finansinstitusjoner, utenom i verdipapirfond.

Et argument mot markedsverdi prinsippet er at dersom livselskapenes porteføljer vurderes til markedsverdier, kan det være fare for at man foretar en systematisk overvurdering av selskapenes verdier. Dette skyldes at enkelt-selskaper sitter med betydelige porteføljer i forhold til størrelsen på det norske aksje- og obligasjonsmarkedet, og at de ikke kan regne med å få realisere hele eller store deler av sin portefølje til den markedsverdien som noteres.

Til fordel for markedsverdi prinsippet kan hevdes at dette er det korrekte målet på aktiva til aktører som opptrer i et frikonkurransemarked. Som påpekt ovenfor er dette ikke tilfelle for livselskapene i det norske verdipapirmarkedet. Verdipapirfond benytter markedsverdi prinsippet, og livselskapenes portefølje-forvaltning er ikke ulik aktiviteten i slike fond. Imidlertid yter også livselskapene alminnelige utlån, særlig til boligformål, i konkurranse med banker og kredittforetak, som fører finansregnskap etter laveste verdis prinsipp. Overgang til markedsverdi prinsippet for finansregnskapet i livselskapene vil føre til en oppblåsing av deres kapitaldekning, og vil følgelig gi livselskapene grunnlag for en utlånsøkning som ikke vil være mulig for andre finansinstitusjoner.

Valg av verdivurderingsprinsipp bør ses i sammenheng med flytteretten. Dersom kundene skal få tildelt urealiserte gevinster ved flytting, vil det automatisk oppstå et misforhold mellom passiva- og aktivasiden i livselskapene ved flytting. Flytteretten kommer en inn på i neste avsnitt.

Norges Bank mener at både hensynet til å unngå en systematisk overvurdering av verdien til selskapenes aktiva og hensynet til konkurranse på like vilkår mellom banker og livselskaper i kredittmarkedet tilsier at en bør benytte laveste verdis prinsipp.

3. Mulig supplement til overskuddstildeling basert på laveste verdis prinsipp og valg av modell for flytteretten

I høringsnotatet antyder Finansdepartementet tre modeller for overskuddstildeling til kundene:

- a) Tildeling av overskudd skjer på basis av finansregnskapet uten modifikasjoner.
- b) Som i a), men det innføres en øvre grense for de urealiserte kursgevinstene et selskap kan sitte med, f.eks. 10 prosent av beholdningen av aksjer og obligasjoner. Dersom et selskap sitter med urealiserte gevinster over denne grensen, tildeles dette kundene.
- c) I tillegg til realiserte gevinster mottar kunden en andel av de urealiserte gevinstene, f.eks. 65 prosent. Da beholder selskapet 35 prosent, som er den andelen av det bokførte overskuddet selskapet maksimalt kan holde tilbake ifølge loven. Det er ingen begrensninger på størrelsen på de urealiserte gevinstene et selskap kan ha.

Forslag a) vil gjøre det mulig for selskaperne å bygge opp store skjulte reserver som ikke kommer kundene til gode, bare selskapets eventuelle aksjonærer. Norges Bank mener derfor at modell a) vil være uheldig.

Forslag b) vil begrense selskapenes muligheter til å bygge opp store urealiserte gevinster. En høy sats vil redusere tildelingen til kundene. En lav sats kan tvinge fram realisasjoner som ikke vil være optimale i en langsiktig investeringsstrategi. En maksimumsgrense på 10 prosent av beholdningen av aksjer og obligasjoner vil gi rom for relativt store urealiserte gevinster. Ved utgangen av 1. halvår 1993 var livselskapenes beholdning av aksjer og obligasjoner lik 101 milliarder kroner. Samtidig var de urealiserte gevinstene 5,6 milliarder kroner, altså godt innenfor 10 prosent-grensen. Enkelte selskaper hadde ved halvårsskiftet urealiserte gevinster rundt 8 prosent. Ved utgangen av året er det grunn til å tro at de urealiserte gevinstene vil være høyere enn ved halvårsskiftet, og det er ikke umulig at gevinstene (for enkelte selskaper) blir så høye ved årsskiftet at en grense på 10 prosent blir effektiv. Likevel må det sies at 10 prosent vil være en svært høy grense på lang sikt. Gitt at regelen innføres før årsskiftet kan satsen

forsvares for å unngå for stort salgspress. For senere år bør det likevel vurderes å sette satsen noe ned, ettersom selskapene da vil ha lengre tid til å planlegge eventuell realisering.

Modell c) må ses i sammenheng med flytteretten.

Flytterett for livkunder er viktig for å sikre effektiv konkurranse mellom livselskapene om eksisterende livsforsikringskunder, men det kan oppstå et problem ved flytting dersom kundene får med seg en andel av de urealiserte gevinstene på et eller annet tidspunkt. En slik tildeling kan gi opphav til spekulativ flytting ved at kundene velger å flytte sine forsikringer utelukkende for å sikre seg de urealiserte gevinstene. Omfattende flytting kan medføre likviditetsproblemer for enkelte selskaper og således bidra til ustabile forhold i finansmarkedene. Hvis en ikke benytter laveste verdis prinsipp fullt ut slik som under modell a) ovenfor, oppstår det altså en avveining mellom ønsket om effektiv konkurranse mellom selskapene på den ene siden, og ønsket om stabilitet og soliditet og beskyttelse av de kundene som ikke flytter på den annen side. Etter Norges Banks oppfatning tilsier hensynet til stabilitet i finansmarkedene at kunder ved flytting ikke umiddelbart får tildelt sin andel av urealiserte gevinster med endelig virkning. Norges Bank kan derfor ikke anbefale modell c).

Norges Bank kan også tenke seg en annen modell for flytteretten, som kan kalles *delvis flytterett*. I denne modellen blir kundens opparbeidede premiereserve stående igjen i det selskapet vedkommende flytter fra. Kunden vil dermed ha en fripolise i det gamle selskapet. Kunden flytter ikke med seg verdier fra det gamle selskapet til det nye, men starter på nytt i det nye selskapet. Denne modellen vil ikke gi opphav til spekulativ flytting og ustabile likviditetsforhold, samtidig som konkurransen mellom selskapene om fremtidige premieinnbetalinger består. En slik modell er imidlertid i strid med forsikringsloven av 10. juni 1988, og nødvendiggjør derfor en lovendring.

Dersom en i stedet ønsker at kunden skal ha anledning til å flytte allerede opparbeidet premiereserve, kan man tenke seg en modell der kunden ved flytting får helt eller delvis oppgjør i verdipapirer. Kunden tar da med seg

en andel av hele verdipapirporteføljen, eventuelt kun av de børsnoterte papirene ved flytting. En slik ordning vil sannsynligvis være enklere å administrere dersom kontraktene er fondsbundne. Omfattende flytting vil i mindre grad medføre likviditetsproblemer for selskapene.

Av de modellene for supplement til overskuddstildeling Finansdepartementet antyder vil Norges Bank anbefale modell b) med en sats på 10 prosent i 1993, men satsen kan muligens reduseres for senere år.

En er klar over at modell b) kan skape inkonsistens mellom overskuddstildelingen og finansregnskapet dersom selskapet sitter med urealiserte gevinster over den fastsatte grensen, men med en rimelig høy grense for de urealiserte gevinstene et selskap kan sitte med tror Norges Bank ikke dette vil være noe stort problem.

4. Grunnlagsrentens betydning og virkning av redusert grunnlagsrente

Grunnlagsrenten er den avkastningen kundene garanteres på sine midler. I de fleste tilfeller benyttes grunnlagsrenten også som en diskonteringsfaktor for å fastsette premien, på basis av den utbetalingen kunden skal motta (med en viss sannsynlighet) om et visst antall år. Jo lavere diskonteringsfaktoren settes, jo høyere blir nåverdien av selskapenes forpliktelser, og jo høyere blir derfor premien kunden må betale for å motta en viss ytelse.

Et lavere rentenivå medfører at forskjellen mellom forventet avkastning på livselskapenes plasseringer og grunnlagsrenten blir lavere. Siden 1975 har avkastningen i norske livsforsikringselskaper ligget mellom ca. 7 prosent og ca. 14 prosent pr. år, dvs. ca. 3-10 prosent over den gjennomsnittlige garanterte avkastningen på ca. 4 prosent. Denne marginen har fungert som en buffer overfor svingninger i avkastning på obligasjoner og aksjer. Den gjennomsnittlige garanterte avkastningen i de norske livselskapene ligger i dag mellom 4,2 og 4,8 prosent, og gjennomsnittet for hele bransjen er ca. 4,5 prosent. Et lavere rentenivå bidrar til at forventet avkastning vil ligge nærmere den garanterte avkastningen, og til økt sannsynlighet for at selskapenes avkast-

ning et enkelt år faller under kundenes garanterte avkastning. Dermed forsvinner bufferen selskapene har hatt i den relativt store marginen mellom rentenivået og den garanterte avkastningen.

Finansdepartementet foreslår at grunnlagsrenten senkes til 2 eller 3 prosent på alle nye kontrakter.

I denne diskusjonen kan det være nyttig å klargjøre betydningen av grunnlagsrenten:

1. Grunnlagsrenten garanterer kunden en viss avkastning. De fleste år oppnås en avkastning som er høyere enn garantien, og i disse årene har grunnlagsrenten ingen effekt på den avkastningen kunden mottar. Dette skyldes at det norske systemet bygger på et likhetsprinsipp, der alle kundene mottar samme avkastning dersom avkastningen er høyere enn (den høyeste) grunnlagsrenten.
2. Selskapenes investeringsincentiver vil sannsynligvis avhenge av den årlige garanterte avkastningen til kundene. Jo mindre avstand det er mellom det generelle rentenivået og grunnlagsrenten, jo mer risikovavers kan selskapenes investeringsatferd bli. De vil i så fall investere mindre i obligasjoner med lang rentebinding og mindre i aksjer, og mer i kortere obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter. Dermed reduseres forventet avkastning på lang sikt for kundene.
Lavere grunnlagsrente på nye kontrakter vil etter noen år medføre at den gjennomsnittlige grunnlagsrenten i porteføljen senkes. I så fall reduseres den årlige risikoen for ikke å oppnå garantert avkastning. Dette kan igjen bidra til at selskapene øker sine aksjeinvesteringer og investeringer i obligasjoner med lang løpetid, og dette vil øke den langsiktige forventede avkastningen, noe som vil komme alle kundene til gode. Dette taler for at grunnlagsrenten bør reduseres.
3. Premiereserven til en kontrakt på et gitt tidspunkt er det beløpet forsikringstaker har til gode hos selskapet på dette tidspunktet. Den er lik neddiskontert verdi av forsikringsforpliktelsene minus neddiskontert verdi av fremtidige premieinnbetalinger.

er. Premiereserven for alle kontraktene i et selskap inngår i forsikringsfondet. Grunnlagsrenten benyttes vanligvis som diskonteringsrente i beregninger av premier og premiereserve. Det betyr at lavere grunnlagsrente kan føre til høyere premier og høyere ytelse for individuelle kontrakter, men også til at premieinnbetalingene finner sted tidligere. For kollektive kontrakter vil en lavere grunnlagsrente medføre at premieinnbetalingene finner sted tidligere. Disse konklusjonene bygger på at redusert grunnlagsrente ikke reduserer forventet avkastning, noe som vil være svært lite sannsynlig (jf. diskusjonen under punkt 2).

Et problem som kan oppstå, er at en reduksjon av grunnlagsrenten for alle nye kontrakter til f.eks. 3 prosent kan medføre at de nye kontraktene subsidierer de gamle kontraktene som har en høyere grunnlagsrente. Krysssubsidiering vil imidlertid kun forekomme dersom selskapets faktiske avkastning faller under den garanterte avkastningen til enkelte kunder, jf. det nevnte likhetsprinsippet.

Redusert grunnlagsrente vil medføre en betydelig premieøkning. For nyetablerte bedrifter vil dette bety en likviditetsbelastning i etableringsfasen. Dette vil spesielt være problematisk for små og mellomstore bedrifter som ikke kan opprette egne pensjonskasser. Norges Bank mener derfor at en bør være mer forsiktig med å redusere grunnlagsrenten for kollektive kontrakter enn for individuelle kontrakter.

Ideelt sett burde kunden kunne velge mellom høy grunnlagsrente og lav forventet avkastning, eller lav grunnlagsrente og høy forventet avkastning. For at tildelingen skulle bli helt riktig, ville det forutsette at aktivasisiden i selskapet deles opp og relateres til de enkelte typer av kontrakter, dvs. en form for fondsbundne (unit linked) kontrakter. I USA er de fleste forsikringer fondsbundne, og kontraktene med høy garantert avkastning har en lavere forventet avkastning. Også i Storbritannia vil fondsbundne kontrakter med avkastningsgaranti ha en lavere forventet avkastning enn kontrakter uten slik garanti. Forøvrig er det ikke noen årlig garantert avkastning i Storbritannia på vanlige livsforsik-

kringskontrakter, bl.a. for å gi livselskapene en større investeringsfrihet og bedre investeringsincentiver.

Redusert grunnlagsrente på eksisterende kontrakter kan i enkelte situasjoner medføre en krysssubsidiering av de gamle kundene med høyere grunnlagsrente. Norges Bank vil imidlertid legge større vekt på at hensynet til sikkerheten for at selskapene skal kunne svare sine forpliktelser, og at hensynet til å bringe selskapenes investeringsatferd mer i tråd med kundenes langsiktige interesser, tilsier at grunnlagsrenten på nye kontrakter settes lik 3 prosent.

Valg av nivå på grunnlagsrenten må ses i sammenheng med en eventuell adgang til å endre grunnlagsrenten i kontraktperioden, slik Finansdepartementet foreslår. Dersom slik adgang innføres (jf. neste avsnitt), vil nivået på grunnlagsrenten ikke ha like stor betydning på lang sikt.

5. Utvidet adgang til endring av grunnlagsrenten

I dag er adgangen til å endre grunnlagsrenten i kontraktstiden svært begrenset. For kollektive pensjonsforsikringer kan grunnlagsrenten endres dersom særlige forhold tilsier det, maksimalt hvert 5. år. I individuelle forsikringskontrakter kan endring ikke forekomme etter dagens regler.

I Sverige er det adgang til en endring i grunnlagsrenten i kontraktperioden etter godkjenning fra Finansinspektionen dersom særlige grunner taler for det. I andre land vi har opplysninger fra, er det ikke tillatt å endre avkastningsgarantien i kontraktperioden. Ikke alle land har årlig garanti: flere land opererer med en avkastningsgaranti over hele kontraktens levetid.

Dersom Kredittilsynet gis adgang til å tillate endring i grunnlagsrenten for individuelle forsikringer i kontraktperioden, vil dette være omtrent som Sveriges regler.

Dersom rentenivået endrer seg vesentlig, slik at garantien på varig basis kan bli vanskelig å opprettholde, kan dette være et argument for at selskapet bør få redusere grunnlagsrenten i kontraktene. Dessuten vil man unngå

kryssubsidiering dersom alle kundene har samme garanterte avkastning.

Imidlertid øker usikkerheten for kunden dersom en endringsklausul tillates. Kunden vil kun være garantert en viss avkastning dersom ikke særlige forhold tilsier at garantien ikke kan oppfylles. I de svenske reglene legges det vekt på at situasjonen skal være svært alvorlig før endring av grunnlagsrentene tillates, f.eks. at selskapet står i fare for å gå konkurs uten nedsatt garanti.

Dersom endringsklausul tillates samtidig som Kredittilsynet setter en maksimumsgrense på grunnlagsrenten på nye kontrakter, kan effekten av en slik klausul være at ingen selskaper velger en lavere grunnlagsrente enn den maksimale. Enkelte selskaper selger i dag kontrakter med 2 prosent grunnlagsrente, men dette gjelder få kontrakter. Det er mulig at selskapene ikke vil være like forsiktige i sin vurdering av grunnlagsrenten dersom den senere kan endres. Imidlertid settes grunnlagsrenten i dag i de aller fleste tilfellene lik det maksimalt tillatte.

Dersom grunnlagsrenten kan endres i kontraktsperioden, f.eks. som følge av vesentlige endringer i rentenivået, vil en reduksjon av grunnlagsrenten på alle nye kontrakter til f.eks. 3 prosent være mindre dramatisk.

Norges Bank er enig i at livselskapene bør kunne justere grunnlagsrenten også på individuelle kontrakter etter nærmere objektive vilkår fastsatt av Kredittilsynet. Det bør *stilles strenge vilkår for når endring i grunnlagsrenten kan forekomme*. Justeringen kan f.eks. skje hyppigst hvert 5. år. Egenkapitalen i selskapene skal fungere som en buffer overfor lav avkastning i dårlige år, og en reduksjon i grunnlagsrenten bør *kun tillates dersom grunnlaget er varig svekkede muligheter til å oppfylle avkastningsgarantiene*. En slik justeringsklausul vil etter hvert redusere det nevnte problemet med kryssubsidiering.

6. Tilleggsavsetninger til forsikringsfondet

Forsikringsloven § 8-2 pålegger selskapene å ha et forsikringsfond som skal sikre selskapets forsikringsforpliktelser. Kredittilsynet skal godkjenne beregningsgrunnlaget, og må også

antas å kunne fastsette retningslinjer for avsetning til fondet utover det som er fastsatt i loven, ifølge departementets høringsnotat.

På grunn av den svært høye avkastningen selskapene vil få i 1993, og selskapenes reduserte evne til å møte fremtidige svingninger i avkastningen som følge av rentefallet, foreslår Finansdepartementet at det etableres større buffere i selskapene.

Departementet foreslår at det skal foretas tilleggsavsetninger til forsikringsfondet som skal tilhøre forsikringskundene. I år med god avkastning skal selskapene ha mulighet til å kostnadsføre tilleggsavsetninger, som skal kunne inntektføres igjen i år med dårlig avkastning.

Avsetningen skal tilhøre forsikringstakerne, men skal ikke tildeles kundene med endelig virkning hvert år, slik tilfellet er med resten av forsikringsfondet. Overføring til kunden skal skje ved flytting, ved gjenkjøp eller ved utbetaling av forsikringen. Tilleggsavsetningene vil være en ekstra buffer mot svingninger i selskapenes avkastning, i tillegg til egenkapitalen. En slik buffer som tilhører forsikringstakerne vil for så vidt bidra til at den årlige garanterte avkastningen blir av mindre betydning, og vil på den måten fremheve at det er den langsiktige avkastningen som er interessant for kunden.

En slik pliktig tilleggsavsetning innebærer i realiteten at kundene bærer en del av risikoen som nå bæres av egenkapitalen. Denne risikoen bar kundene også under det gamle regelverket da de ufordelte overskuddsfondene ble benyttet som buffer. Tilleggsavsetningene vil ligne på ufordelte overskuddsfond. I dag har de fleste land ufordelte overskuddsfond, og i de fleste land kan disse fondene benyttes til å jevne ut resultatene fra år til år.

Dersom hele overskuddet for 1993 går til fordeling til kundene på vanlig måte, vil dette øke de fremtidige forsikringsforpliktelsene. Dette skyldes at overskuddet som skal fordeles til kundene, blir tillagt forsikringsfondet, og dermed garanteres en avkastning lik grunnlagsrenten. Kundene vil ikke motta noen garantert avkastning på midlene som kommer inn under tilleggsavsetningen. Tilleggsavsetningen vil redusere overskuddet som fordeles til kundene de årene avsetning finner sted, samtidig som forsikringsforpliktelsene ikke

øker for alle fremtidige år fordi kundene ikke garanteres noen avkastning på midlene som inngår i tilleggsavsetningen.

Modell for tilleggsavsetningene. Departementet foreslår at avsetningen knyttes til forsikringsforpliktelsene, slik at den maksimale avsetningen i balansen settes til differansen mellom premiereserven beregnet etter en nærmere fastsatt referanserente og den faktiske premiereserven.

En premiereserve beregnet på grunnlag av en referanserente lavere enn grunnlagsrenten vil bli lavere enn den faktiske premiereserven. Differansen mellom disse to vil være et uttrykk for hvor stor underdekning selskapene har dersom avkastningen viser seg å bli lik denne referanserenten i all fremtid. Jo lavere referanserente, jo høyere blir denne differansen. Med en referanserente på 3,5 prosent blir differansen ca. 24 milliarder kroner, eller ca. 14 prosent av samlet premiereserve. Er referanserenten lik 4 prosent, blir differansen ca. 3 milliarder kroner, eller ca. 2 prosent av samlet premiereserve.

Ut fra synet om at avsetningen er et mål på selskapets «underdekning» i tilfelle avkastningen blir svært lav i fremtiden, burde referanserenten settes nær den avkastningsraten selskapene tror de kan garantere kundene i fremtiden, med fratrukk for muligheten av at avkastningen kan bli lavere enn forventet.

Norges Bank vil foreslå en alternativ modell der avsetningen fastsettes som en andel av selskapenes beholdning av aksjer og langsiktige obligasjoner, ettersom den til en viss grad skal benyttes som en buffer mot svingninger i verdien på slike aktiva. Dersom avsetningen beregnes etter denne modellen vil det oppstå en vridning som gir selskapene incentiver til å investere mer i aksjer og langsiktige obligasjoner. Som tidligere diskutert skaper ordningen med en årlig avkastningsgaranti incentiver i motsatt retning, og en avsetningsordning som til en viss grad premierer slike plasseringer kan dermed motvirke de skjevhetene som i dag ligger i reglene.

Når kundene får tildelt hele sin andel av tilleggsavsetningene ved flytting, slik departementet foreslår, åpner dette for «spekulative» flyttinger fordi kundene vil sikre seg sin andel av tilleggsavsetningene. Etter Norges Banks

oppfatning tilsier hensynet til stabilitet i finansmarkedene at kunder ved flytting ikke umiddelbart får tildelt sin andel av tilleggsavsetningene med endelig virkning. En slik begrensning vil være nødvendig dersom en skal ta i bruk tilleggsavsetninger. Begrensningen kan antydningvis utformes på følgende måte:

Kundens andel av tilleggsavsetningene i det gamle selskapet reduseres med f.eks. 10 prosent i forbindelse med flytting eller gjenkjøp.

Det er mulig en slik begrensning av flytteretten vil kreve lovendring.

Anvender en derimot det prinsippet som vi tidligere har omtalt som delvis flytterett, oppstår det ikke noe incentiv til «spekulative» flyttinger.

Gitt at problemene knyttet til flytteretten løses, er Norges Bank enig i at livselskapene gis adgang til å kostnadsføre tilleggsavsetninger i år med særlig høy avkastning. Norges Bank mener primært at disse avsetningene heller bør knyttes til selskapenes beholdning av aksjer og lange obligasjoner. Eksistensen av garantert avkastning til kundene og en middels høy egenkapital i livselskapene gir som tidligere nevnt selskapene incentiver til en mer kortsiktig plasseringsstrategi enn det som er i kundenes interesse. Ved å gjøre den maksimale størrelsen på tilleggsavsetningene avhengig av selskapenes beholdning av aksjer og lange obligasjoner kan en gi selskapene noe større incentiv til slike plasseringer. Velges imidlertid modellen med referanserente, vil Norges Bank foreslå å sette den til 3,5 prosent.

Minimumsavsetning i 1993. Departementet antyder en minimumsavsetningen for 1993 på ca. 8 milliarder kroner. Dette fremkommer som en prosentandel av den maksimale tilleggsavsetningen, slik den er definert ovenfor. Det gir et overskudd til fordeling på anslagsvis 7 milliarder kroner.

Norges Bank slutter seg til forslaget om minimums tilleggsavsetning på ca. 8 milli-

Det økonomiske opplegget for 1994

Norges Bank sendte 28. oktober nedenstående brev til Finansdepartementet om sitt syn på det økonomiske opplegget i Nasjonalbudsjettet for 1994

I henhold til lov om Norges Bank er banken et utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken. Som i tidligere år gir Norges Bank med dette sitt syn på Regjeringens opplegg for den økonomiske politikken i 1994 slik dette presenteres i forslaget til nasjonalbudsjett og statsbudsjett.

Med statsbudsjettet for 1994 har Regjeringen foretatt en omlegging av budsjettpolitikken i forhold til de ekspansive budsjettene som har vært presentert etter 1988. Budsjettet representerer således et viktig skritt på veien mot å komme bort fra trenden med voksende budsjettunderskudd som vi har sett de siste årene. Dette er i samsvar med de tilrådingene Norges Bank tidligere har gitt. Men til tross for tiltakene for å redusere statsbudsjettets underskudd, har en ikke klart å komme lenger enn om lag uendret underskudd fra 1993 til 1994 for den samlede statsforvalt-

ningen når en korrigerer for kapitalinnskudd i statlig forretningsdrift.

Norges Bank vil ellers understreke at dersom en skal klare å opprettholde den omlegging i positiv retning som budsjettet representerer, setter dette klare krav til den videre behandling av budsjettet og til gjennomføringen i løpet av 1994.

Arbeidsledigheten har holdt seg på om lag samme nivå gjennom det siste året, og selv om ledigheten fortsatt er moderat i internasjonal sammenheng, er den svært høy i forhold til hva vi tidligere har vært vant til i Norge. Ledigheten fremstår derfor fortsatt som et hovedproblem i norsk økonomi. Som påpekt i Norges Banks høringsuttalelse til Sysselsettingsutvalgets innstilling, er en forbedring av arbeidsmarkedets funksjonsmåte en forutsetning for å oppnå en gunstigere utvikling i sysselsettingen. Stimulanser gjen-

arder kroner for 1993. Ettersom den soliditetsmessige effekten av lavere grunnlagsrente på nye kontrakter først kommer på noe lengre sikt, virker det fornuftig å kreve såvidt store tilleggsavsetninger allerede for innværende år.

7. Tilbakeholdelse av overskudd i 1993

Forsikringsloven § 8-1 1.ledd fastsetter at den kapital som samles opp i et livselskap skal tilbakeføres til forsikringstakerne. Livselskapene har i dag anledning til å holde tilbake inntil 35 prosent av selskapets overskudd. Selskapene har vanligvis holdt tilbake rundt 20 prosent av overskuddet. I 1991 ba Kredittilsynet selskapene om å holde tilbake maksimalt, for å styrke selskapenes soliditet.

Departementet skriver at utsiktene til svært høy avkastning i 1993 og lavere avkastning i fremtiden kan tilsi at Kredittilsynet tar i bruk

den adgangen Kredittilsynet har gjennom § 8-1, 2.ledd til å forby selskapene å foreta tilbakeføringer som Kredittilsynet mener kan røkke ved selskapets soliditet.

Norges Bank slutter seg til forslaget om å pålegge selskapene å holde tilbake maksimalt av årets overskudd, og på den måten styrke selskapenes soliditet. Det forutsettes da at utbyttet til selskapets eiere begrenses. Pålegget vil redusere avkastningen som tilfaller kundene i 1993, men Norges Bank vil påpeke at styrket soliditet gir selskapene incentiver til å følge en investeringsstrategi som er mer i tråd med kundenes langsiktige interesser.

Med hilsen

Hermod Skånland

Anita Nergård

nom finanspolitikken vil bare ha kortsiktige virkninger.

Finanspolitikken har fra 1989 hatt en ekspansiv utforming for å møte problemene i arbeidsmarkedet. Resultatet er imidlertid at balansen i statsbudsjettet er svekket med over 55 milliarder kroner fra 1988 til 1993, til tross for at nettoinntektene fra petroleumsvirksomheten har økt med mer enn 20 milliarder kroner i den samme perioden.

Underskuddet før lånetransaksjoner er i statsbudsjettet for 1994 anslått til 35 milliarder kroner når kapitalinnskudd i statlig forretningsvirksomhet holdes utenom. Det tilsvarende oljekorrigerte underskuddet er 73 milliarder kroner.

I Langtidsprogrammet for perioden 1994-97 redegjorde Regjeringen for retningslinjene i den økonomiske politikken på mellomlang sikt. Der heter det blant annet at «en må unngå å føre en budsjettpolitikk som etter noen år gjør det nødvendig med betydelige innstramminger for å rette opp ubalanser som er oppstått i offentlige finanser». I tråd med dette uttaler Regjeringen at en i arbeidet med Langtidsprogrammet har «lagt til grunn at den underliggende veksten i statsbudsjettets utgifter når en ser programperioden under ett, med utgangspunkt i budsjettet for 1993, ikke skal overstige veksten i BNP for Fastlands-Norge».

Denne målsettingen er fulgt opp i forslaget til statsbudsjett for 1994. Realveksten i statsbudsjettets utgifter, korrigert for enkelte forhold, er anslått til om lag 1 prosent fra 1993 til 1994. Dette er om lag $\frac{1}{4}$ prosentenhet lavere enn den anslåtte BNP-veksten for Fastlands-Norge neste år. Aktivitetskorrigert representerer budsjettet en innstramming på $\frac{1}{2}$ prosentpoeng.

Selv om de norske statsfinansene er blant de beste i Europa og få land har lavere løpende underskudd enn Norge, er det ikke dermed forsvarlig å bringe våre statsfinanser inn i en situasjon som andre land nå prøver å arbeide seg ut av, med de kostnader dette innebærer. Rentebelastningen gir underskuddene en selvforsterkende effekt som gjør de konsolideringstiltak som en før eller siden blir nødt til å gjennomføre, stadig vanskeligere. Utviklingen i Sverige og Finland kan i denne sammenheng tjene som advarsel med aktualitet også

for oss, ikke minst siden svekkelsen i de norske statsfinansene har funnet sted til tross for en sterk vekst i statens netto inntekter fra petroleumsvirksomheten.

De lave oljeprisene i høst har nok en gang synliggjort den sterke oljeavhengigheten i norsk økonomi, og derigjennom også behovet for å følge opp tilstrammingen i den økonomiske politikken som ligger til grunn for Langtidsprogrammet. Usikkerheten knyttet til oljeprisen tilsier at innstrammingen i budsjettet gjerne kunne vært sterkere.

Det er mange indikasjoner på at budsjettunderskuddet nå har fått en strukturell karakter. De langsiktige budsjettfremskrivningene som presenteres i Nasjonalbudsjettet, viser at underskuddet ikke vil forsvinne, selv om veksten i økonomien tar seg opp igjen. Dette illustrerer at omleggingen i budsjettpolitikken ikke må sees på som et «engangsløft», men må fortsette også gjennom de kommende år.

Budsjettet viderefører linjen som ble startet opp med Revidert nasjonalbudsjett 1991 ved at det blir tatt skritt for å redusere utgiftene i forbindelse med en rekke stønads- og overføringsordninger. Dette gir rom for tiltak som bidrar til å sikre grunnlaget for en varig styrking av sysselsettingen. En slik linje er på mange måter fornuftig. Det har så langt gitt rom for en bedret infrastruktur og økt kapasitet i utdanningssektoren. Det kan imidlertid reises spørsmål om denne satsingen sikrer den anvendelse av ressursene som gir størst avkastning på lang sikt. Myndighetene bør primært foreta prioriteringen av sine oppgaver ut fra de foreliggende behov og ikke ut fra hvor der på kort sikt er ledige ressurser. Dette tilsier også at styrking av budsjettbalansen bør ha prioritet.

De reduksjoner en legger opp til i overføringsordningene er i relativt stor grad basert på innskjerping av administrative rutiner. Disse vil blant annet være resultatet av en «effektiv innkreving av barnebidrag, bedre kontroll med dagpengeutbetalinger, samt et samarbeid mellom partene i arbeidslivet for å redusere sykepengeutbetalingene». Slike tiltak er positive, men dersom en skal klare å følge opp Sysselsettingsutvalgets og Overføringsutvalgets intensjoner, må en i større grad også vurdere kriterier for tildeling og selve satsene i stønadssystemet, blant annet ut

fra de innsnevringer de innebærer. I det videre arbeidet med å begrense budsjettunderskuddet må en imidlertid unngå at reduksjoner i overføringene til husholdningene oppveies av økt næringsstøtte. De siste årene har det vært en tendens til økning i næringsstøtten.

Rentefallet hittil i år har etter Norges Banks vurdering gitt Regjeringen en særskilt mulighet til å styrke budsjettbalansen, uten at denne muligheten utnyttes fullt ut. Kommunesektoren nyter spesielt godt av de lave rentene. I Nasjonalbudsjettet er det anslått at rentefallet bidrar med 1¼ prosent i økt kjøpekraft som følge av reduserte renteutgifter for kommunesektoren. I tillegg foreslår Regjeringen å opprettholde en realvekst i deres inntektsgrunnlag i 1994 på ¼ prosent, samtidig som det fremgår at kommunene i 1993 har fått en langt sterkere inntektsvekst enn tidligere lagt til grunn.

Det store underskuddet på budsjettet medfører betydelig likviditetstilførsel til pengemarkedet. Denne likviditetstilførselen må i stor grad motsvares av en tilsvarende inndragning via Norges Bank eller direkte fra staten. Tidligere kunne en slik tilførsel motvirkes ved å trappe ned bankenes lån i Norges Bank. Denne muligheten vil i løpet av 1994 falle bort, ettersom bankene da går ut av låneposisjon i Norges Bank. Underskuddet på statsbudsjettet bør derfor motsvares av statlige låneopptak i kroner, det vil si i det norske kapitalmarkedet.

Fallet i rentenivået har svekket grunnlaget for at staten skal yte rentestøtte i boligpolitikken. Behovet for slik støtte hadde i betydelig grad sammenheng med at det høye nominelle rentenivået gjorde lånebelastningen særlig tung de første årene. Med det nivået renten i dag har kommet ned på, skulle det ikke lenger være behov for en slik generell boligstøtte. Den boligstøtte det fortsatt er behov for, må kunne tilføres på en måte som bedre sikrer en effektiv utnyttelse av de finansielle ressursene.

En av konklusjonene i rapporten om kapasiteten i banknæringen (Davis-rapporten) er at det synes å være en viss overskuddskapasitet i den delen av banknæringen som er rettet mot personkundemarkedet. I en situasjon der det private bankvesen er i ferd med å reise seg igjen, samtidig som kredittetterspørselen fort-

satt er svært lav, bidrar de vedvarende nøye rammene for statsbankene til å opprettholde en overkapasitet i personkundemarkedet på et område hvor de private bankene har kompetanse.

Når staten i stigende grad har nok med å finansiere seg selv, samtidig som fallet i rentenivået har redusert behovet for rentesubsidier, kan det derfor være grunnlag for å stille spørsmål ved om ikke den sterke koblingen mellom statsbankene og statsbudsjettet bør revurderes.

Etter at kronens binding til ECU ble suspendert den 10. desember 1992, normaliserte forholdene i penge- og valutamarkedene seg i løpet av vinteren og våren. Sammen med et fallende rentenivå i resten av Europa la dette grunnlaget for en betydelig nedgang i rentenivået. Sammenlignet med rentenivået i perioden før fjorårets valutauro, har rentene i pengemarkedet falt med om lag 4½ prosentpoeng. Dette har resultert i at de norske pengemarkedsrentene de siste månedene gjennomgående har ligget mer enn ett prosentpoeng lavere enn den teoretiske ECU-renten, og at de norske pengemarkedsrentene dermed er blant de laveste i Europa. Det har vært et tilsvarende fall i rentenivået i kapitalmarkedet. Renten på langsiktige statsobligasjoner har falt med mer enn 3½ prosentpoeng, sammenlignet med gjennomsnittlig rente i første halvår i fjor. Samtidig har kronkursen holdt seg temmelig stabil, og kronen har styrket seg noe i forhold til ECU, sammenlignet med perioden rett etter at bindingen ble suspendert.

Denne utviklingen indikerer at den pengepolitikken som har vært ført inngir troverdighet, og at det er tillit til at myndighetene vil føre en politikk som bidrar til prisstabilisering og at en unngår sterke utslag i kronens verdi.

Årsakene til at det så langt har gått bedre i Norge enn i mange andre europeiske land, er dels at økonomiens «helsetilstand» er sterkere og dels at utsiktene til en moderat økonomisk oppgang er bedre i Norge enn i mange av de øvrige landene. Dette har gjort det mulig å gi pengepolitikken en mer langsiktig innretning i Norge enn i andre land i Norden og på kontinentet.

Retningslinjene for pengepolitikken under det nåværende flytekursregimet er at det skal legges vekt på stabile forhold i valutamarke-

det fram til en igjen kan etablere et fastkurssystem for kronen. Slik situasjonen i dag kan vurderes, må en regne med at det kan ta forholdsvis lang tid før 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.

I Norges Banks brev vedrørende Revidert nasjonalbudsjett ble det understreket at «pengepolitikken bør videre rettes inn mot å etablere et kursleie for kronen som markedene vil ha tillit til. Dette forutsetter en forsvarlig prisstabilitet.» I sentralbanksjefens årstale for 1993 ble det uttrykt slik: «Det er derfor enda viktigere nå enn den gang vi hadde fastkurs at vi både sier og viser at prisstabilitet er pengepolitikkenes langsiktige mål».

Erfaringen fra små land med forholdsvis lang erfaring med flytende valutakurser er at også et flytekursregime kan lede til temmelig høy inflasjon. Ut fra dette har en i andre flytekursland kommet fram til at det er viktig å skape tillit til at den fleksibilitet som ligger i flytende valutakurser ikke blir misbrukt ut fra hva som på kort sikt kan være bekvemt. De har derfor funnet det nødvendig å stille opp klarere mål for pengepolitikken, som skal sikre prisstabilitet også innenfor et flytekursregime. Med prisstabilitet menes imidlertid ikke at den gjennomsnittlige prisstigningen skal være lik null, men at den skal holdes på et så

lavt nivå at den ikke skaper vesentlige vridninger i økonomien og dermed innebærer realøkonomiske kostnader. Den presise definisjonen av dette varierer noe mellom de land som har flytende valutakurser. Noen er mer ambisiøse enn andre, men gjennomgående er målet at inflasjonen målt ved veksten i konsumprisindeksen skal ligge i området 1–3 prosent.

Etter de mislykkede erfaringene med konkurrerende devalueringer på 1930-tallet og delvis også på slutten av 1970-tallet og på begynnelsen av 1980-tallet, legger de fleste land nå vesentlig vekt på at en skal unngå en slik politikk. En har etter hvert erkjent at det ikke er mulig å få en varig lavere arbeidsledighet ved å godta høyere inflasjon. Denne erkjennelsen har fått betydning for hvordan andre land har utformet de langsiktige mål for pengepolitikken. I en internasjonal situasjon hvor det på nytt kan være fare for konkurrerende devalueringer, har en lagt særlig vekt på at målene for pengepolitikken må innenbære en klar forpliktelse til ikke å gå inn på en slik linje.

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.

Med hilsen

Hermod Skånland

Bjarne Gulbrandsen

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, Informasjonskontoret, Bankplassen 2, Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo.

Bjørn Naug og Ragnar Nymoen: «Import Price Formation and Pricing to Market: A Test on Norwegian Data». Arbeidsnotat 1993/9. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-050-4

Vi undersøker bestemmelsen av norske importpriser på industrivarer over perioden 1970(1)–1991(4). Vi estimerer en langsiktig sammenheng mellom importpriser, utenlandske priser, valutakurs og enhetskostnader i norsk industri. Denne kointegrasjonslikningen blir så innarbeidet i en dynamisk modell for importprisene, som blant annet inneholder effekter av innenlandsk ledighet og inflasjon. Samlet sett gir analysen støtte til en antakelse om at importprisene ikke utelukkende blir bestemt av verdensmarkedsprisene, men at de også påvirkes av stramheten i norsk økonomi. Resultatene har relevans for analysen av inflasjonseffektene av for eksempel finans- og pengepolitikken.

Birger Vikøren: «Interest rates, exchange rate expectations and capital flow: Norwegian evidence». Arbeidsnotat 1993/10, 45 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-051-2

Formålet med dette notatet er å studere hvordan kapitalbevegelsene reagerer på endringer i meravkastningen på kroneplasseringer, som er lik rentedifferansen overfor utlandet korrigert for forventet valutakursendring. Valutakursforventningene er kvantifisert

ved å estimere sannsynligheten for devaluering og forventet devalueringstørrelse. En porteføljemodell med gradvis tilpassning estimeres på månedsdata for perioden 1983–1990. Resultatene for den første delen av denne perioden er rimelige, men det viser seg vanskelig å få fornuftige resultater for den siste delperioden (1987–1990). Det kan blant annet skyldes myndighetenes inngripen i markedet ved endringer i valutareguleringen og på annen måte.

Birger Vikøren: «The relationship between Norwegian and foreign money market rates». Arbeidsnotat 1993/11, 37 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-052-0

I dette notatet studeres bindingen mellom de norske og de utenlandske pengemarkedsrentene i perioden 1979–1991. En slik binding kan vi tenke oss henger på to ledd: De innenlandske pengemarkedsrentene følger eurokronerenten (dekket renteparitet). Og eurokronerenten bestemmes av renten på utenlandsk valuta i euromarkedene og forventet endring i kronekursen (udekket renteparitet). Resultatene viser det på kort sikt kan være små avvik fra dekket renteparitet, men at hypotesen i hovedsak holder. Hypotesen om udekket renteparitet er vanskeligere å teste, fordi devalueringene av den norske kronen har gitt kronekursen en spesiell statistisk fordeling. Monte-Carlo simuleringer er derfor brukt for å vurdere om de empiriske resultatene er forenlige med udekket renteparitet. Vi finner at de ikke er det.

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. 26. november 1993.

D-lån (Se rundskriv nr. 5/5. mars 1993)

Periode	Låneramme, % av beregnings- grunnlaget	Gjennom- snittlig lån (mrd.kroner)	Periode	Rente		
				Nominell	Effektiv	
1993			1993			
April	01.-15.	500	6,1	01.01.-06.01.:	11,00%	11,6%
	16.-30.	500	8,1	07.01.-14.01.:	10,50%	11,0%
Mai	01.-15.	300	4,3	15.01.-02.02.:	10,00%	10,5%
	16.-31.	300	3,3	03.02.-07.02.:	9,75%	10,2%
Juni	01.-15.	300	2,8	08.02.-21.02.:	9,50%	9,9%
	16.-30.	300	2,2	22.02.-07.03.:	9,25%	9,7%
Juli	01.-15.	250	0,8	08.03.-11.03.:	9,00%	9,4%
	16.-31.	250	0,9	12.03.-31.03.:	8,75%	9,1%
August	01.-15.	200	1,2	01.04.-19.04.:	8,50%	8,8%
	16.-31.	200	0,7	20.04.-25.04.:	8,25%	8,6%
September	01.-15.	200	0,3	26.04.-28.04.:	8,00%	8,3%
	16.-30.	200	0,7	29.04.-24.05.:	7,75%	8,0%
Oktober	01.-15.	200	0,2	25.05.-25.10.:	7,50%	7,8%
	16.-31.	200	0,1	26.10.-18.11.:	7,00%	7,2%
November	01.-15.	200	0,2	19.11.-	6,75%	7,0%
	16.-30.	200				

F-lån og F-innskudd (-) (Se rundskriv nr. 5/5. mars 1993)

Løpetid	Antall dager	Beløp tildelt (mrd. kr)	Rente (veid gjennomsnitt) Nominell	Netto F-lån/F-innskudd (Pr. første dag av løpetiden)
1993				
01.07.-08.07.	7	7,0	6,28	7,0
19.07.-09.08.	21	14,0	6,25	14,0
20.07.-27.07.	7	4,0	6,18	18,0
09.08.-20.08.	11	7,0	5,58	7,0
12.08.-20.08.	8	5,0	5,90	12,0
16.08.-18.08.	2	4,0	6,38	16,0
20.08.-03.09.	14	8,0	6,35	13,6
20.08.-26.08.	6	5,6	6,40	13,6
26.08.-27.08.	1	3,8	6,32	11,8
27.08.-30.08.	3	2,1	6,35	10,1
10.09.-17.09.	7	-1,4	6,19	-1,4
17.09.-07.10.	21	7	6,41	7,0
20.09.-24.09.	4	3,9	6,35	10,9
24.09.-27.09.	3	4,5	6,26	11,5
27.09.-28.09.	1	5,5	6,23	12,5
28.09.-29.09.	1	3,0	6,27	10,0
29.09.-07.10.	8	1,5	6,46	8,5
01.10.-04.10.	3	9,1	6,53	17,6
04.10.-05.10.	1	4,1	6,35	12,6
07.10.-29.10.	22	6,3	6,21	6,3
20.10.-27.10.	7	5,0	5,92	11,3
27.10.-01.11.	5	4,0	5,41	10,3
05.11.-11.11.	6	-3,6	5,43	-3,6
11.11.-17.11.	6	-7,5	5,34	-7,5
17.11.-09.12.	22	12,1	5,24	12,1
22.11.-14.12.	22	5,2	4,86	17,3

Grunninnskudd (Se rundskriv nr. 13/7. november 1991, nr. 5/26. juni 1992 og nr. 21/24. november 1993)

Lopetid (dager)	Belop (mrd.kroner)	Nominell rente
02.12.91-01.06.92 (182 dgr)	15.1	4,00%
01.06.92-01.12.92 (183 dgr)	15.1	2,00%*
02.12.92-01.06.93 (182 dgr)	15.0	2,00%
01.06.93-01.12.93 (183 dgr)	15.2	2,00%

* Med virkning fra 16. juni 1992 ble renten på grunninnskudd satt ned fra 4 til 2 prosent.

Grunninnskuddsordningen er avviklet 01.12.93

Renten på bankenes foliokonto i Norges Bank (foliorenten) (Se rundskriv nr. 5/5. mars 1993)

Periode	Nominell rente	Effektiv rente
09.11.92-02.02.93	9,00%	9,4%
03.02.93-07.02.93	8,75%	9,1%
08.02.93-21.02.93	8,50%	8,8%
22.02.93-07.03.93	8,25%	8,6%
08.03.93-11.03.93	8,00%	8,3%
12.03.93-31.03.93	7,75%	8,0%
01.04.93-19.04.93	7,50%	7,8%
20.04.93-25.04.93	7,25%	7,5%
26.04.93-28.04.93	7,00%	7,2%
29.04.93-13.06.93	6,75%	7,0%
14.06.93-20.06.93	6,50%	6,7%
21.06.93-27.06.93	6,25%	6,4%
28.06.93-02.08.93	6,00%	6,2%
03.08.93-25.10.93	5,50%	5,6%
26.10.93-18.11.93	5,00%	5,1%
19.11.93-	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.

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 adgang til å ha 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.

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

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. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag
12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
14. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
17. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndmarkedet av obligasjoner registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersktorer. Markedsverdi
18. Beholdning av sertifikater fordelt på eiersektorer. Bokført verdi
19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi
20. Markedslån. Beholdningstill
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde. Mill. kr.
- 23b. Endringer i pengemengden etter kilde. Prosent
- 23c. Sammensetningen av pengemengden
24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter
25. Pengemarkedets likviditet
26. Kortsiktige nominelle rentesatser

- | | |
|--|--|
| <p>27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet</p> <p>28. Effektive renter på norske obligasjoner</p> <p>29. Effektive lange renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer</p> <p>30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner</p> <p>31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner</p> <p>32. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform</p> <p>33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige veide rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum</p> <p>34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker</p> | <p>35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker</p> <p>36. Resultat for sparebanker</p> <p>37. Resultat for finansieringsselskaper</p> <p>38. Resultat for kredittforetak</p> <p>39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser publisert av Norges Bank</p> <p>40. Utenriksregnskap for Norge</p> <p>41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet</p> <p>42. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner</p> <p>43. Valutabanker. Totalposisjon i valuta</p> <p>44. Motpostene til Norges Banks valuta-intervensjoner overfor bankene</p> |
|--|--|

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.

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	31/12 1992	31/6 1993	31/7 1993	31/8 1993	30/9 1993
EIENDELER					
Fordringer på utlandet	90 550	153 449	155 888	153 495	148 948
Internasjonale reserver	84 496	146 733	149 064	146 798	142 357
Andre fordringer på utlandet	6 054	6 716	6 824	6 697	6 591
Fordringer på norske finansinstitusjoner	55 872	27 527	30 974	24 951	26 750
Innskudd i private banker	16 179	15 365	15 238	15 237	15 230
Sertifikater og ihendehaverobligasjoner utstedt av private banker	0	0	0	0	350
Utlån til private banker	39 888	12 496	16 166	10 140	11 640
Andre fordringer i form av innskudd, verdipapirer, utlån og overtrekk	378	239	143	147	103
Avsetning tap på utlån til banker	-573	-573	-573	-573	-573
Fordringer på statsforvaltningen	12 584	18 028	11 492	18 018	26 372
Ihendehaverobligasjoner	6 947	15 399	6 051	5 619	6 144
Andre verdipapirer	5 637	1 707	4 941	11 531	18 885
Andre fordringer	0	922	500	868	1 343
Fordringer på andre norske sektorer	1 880	1 203	1 094	1 170	1 226
Verdipapirer og utlån	655	659	641	648	655
Andre fordringer	1 225	544	453	522	571
Varebeholdning produksjonbedrifter	165	165	165	165	164
Utgifter	0	3 277	3 755	5 077	5 621
SUM EIENDELER	161 051	203 649	203 368	202 876	209 081
GJELD OG EGENKAPITAL					
Gjeld til utlandet	10 932	7 108	7 226	7 077	6 966
NOK-gjeld til IMF	6 029	6 691	6 799	6 672	6 567
Annen gjeld til utlandet	4 903	417	427	405	399
Sedler og mynt i omlop	34 689	33 707	32 917	32 979	34 751
Innenlandske innskudd	71 188	105 553	100 782	97 705	103 925
Statskassen	57 818	94 710	80 231	84 900	91 118
Annen offentlig forvaltning (ekskl. kommuner)	9 502	6 627	11 822	8 704	7 947
Private banker	1 610	1 350	4 232	1 120	1 488
Andre finansinstitusjoner	1 937	2 219	4 174	2 687	2 554
Andre norske sektorer	321	647	323	294	818
Pålopne, ikke forfalte renter til statskassen	0	2 267	2 609	3 788	4 197
Annen innenlandsk gjeld	825	1 100	650	669	854
Motverdi av spesielle trekkrettigheter i IMF	1 597	1 677	1 716	1 711	1 684
Fond	41 820	41 820	41 820	41 820	41 820
Inntekter	0	10 417	15 648	17 127	14 884
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	161 051	203 649	203 368	202 876	209 081

Poster utenom balansen pr. utgangen av siste måned:

Valuta solgt på levering	7 449
Valuta kjøpt på levering	7 449
Tildelte, ikke betalte aksjer i BIS ..	300

Merk:

Verdipapirportefoljen blir hvert kvartal vurdert til laveste verdi av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelsesverdi.

¹⁾ Økningen skyldes kjøp av statssertifikater.

²⁾ Økning i opptjente ikke forfalte renter i forbindelse med kjøp av statssertifikater.

³⁾ Nedgang inntekter skyldes nedskrivning av verdipapirbeholdningen til gjennomsnittsverdi, jfr. «Merk», og kursnedgang i valutasorter hvor Norges Bank har store beholdninger.

Tabell 2. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)

	31/12 1992	30/6 1993	31/7 1993	31/8 1993	30/9 1993
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	1 324	1 492	1 526	2 272	2 210
Reserveposisjon i IMF	4 488	4 352	4 496	4 591	4 523
Lån til IMF	230	242	334	333	384
Bankinnskudd i utlandet	8 351	13 673	21 874	19 621	15 966
Utenlandske statskassveksler	15 643	24 879	24 554	24 975	24 468
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	52 217	93 988	89 268	84 553	83 488
Utlån utenlandske banker	0	4 618	3 829	7 266	8 133
Opptjente, ikke forfalte renter	1 958	3 203	2 898	2 902	2 900
Totalt	84 496	146 733	149 064	146 798	142 357

Kilde: Norges Bank

Tabell 3. Postgiro og Norges Postbank. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	30/4 1993	30/6 1993	31/7 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	576	601	1 149	1 240	2 427
Sertifikater	27 623	26 429	21 602	23 088	21 624
Stats- og statsbankobligasjoner	4 586	5 406	8 114	8 555	8 299
Andre obligasjoner	394	622	1 182	1 804	2 324
Utlån til statsforvaltningen	45 102	32 613	38 939	33 179	45 181
Utlån til publikum	14 488	15 235	16 423	16 674	16 862
Andre aktiva	2 395	3 602	2 709	3 941	3 872
Aktiva i alt	95 164	84 508	90 188	88 481	100 589
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	33 882	21 559	30 834	24 770	38 432
Publikum	51 583	53 160	52 623	53 948	53 235
Andre sektorer	3 644	5 895	2 802	5 073	3 708
Annen gjeld	6 055	3 894	3 859	4 690	5 214
Passiva i alt	95 164	84 508	90 118	88 481	100 589

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	31/7 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 240	4 271	4 828	4 374	6 160
Utlån i alt	185 464	186 803	192 437	190 475	192 731
Herav:					
Til publikum	183 531	185 586	190 114	188 246	187 116
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre aktiva	11 367	10 875	14 153	14 066	14 451
Aktiva i alt	204 612	205 490	214 959	212 456	216 883
Ihendehaverobligasjonslån	25 157	25 427	26 976	24 385	25 065
Herav:					
I norske kroner	20 776	20 814	22 385	20 965	21 611
I utenlandsk valuta	4 381	4 613	4 591	3 420	3 454
Andre lån	159 104	162 731	163 266	165 423	163 683
Herav:					
Statskassen	157 682	162 017	162 656	163 881	162 075
Aksjekapital, fond m.v.	8 474	9 001	10 266	10 649	13 010
Andre passiva	11 877	8 331	14 451	11 999	15 125
Passiva i alt	204 612	205 490	214 959	212 456	216 883

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	31/8 1993
Eiendeler					
Primærlikvider	5 890	5 120	4 024	4 967	4 327
Statssertifikater	2 522	2 231	5 238	14 607	10 016
Andre sertifikater	4 820	3 138	1 834	3 188	3 093
Stats- og statsbankobligasjoner	23 922	22 924	28 243	30 860	30 132
Private og kommunale obligasjoner	17 171	14 654	15 187	15 417	15 279
Innskudd i forretnings- og sparebanker	8 688	5 307	9 032	13 559	13 495
Innskudd i utenlandske banker	27 559	37 420	28 376	22 729	29 890
Lån til utlandet	24 307	26 667	27 060	26 987	27 011
Utlån til publikum	418 614	429 273	417 803	419 784	417 391
Herav:					
I norske kroner	374 507	383 039	373 583	376 284	376 625
I utenlandsk valuta	44 107	46 234	44 220	43 500	40 766
Utlån til private finansinstitusjoner	15 689	18 757	18 882	16 849	15 761
Øvrige eiendeler	49 359	49 421	46 646	44 006	52 574
Forvaltningskapital	598 541	614 912	602 325	612 953	618 969
Gjeld og egenkapital					
Innskudd fra publikum	343 149	374 114	364 574	369 778	370 580
Innlån i form av banksertifikater	12 754	1 210	1 388	1 608	2 206
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	9 315	4 736	7 525	13 483	14 078
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	20 938	18 010	18 572	22 270	18 555
Innskudd fra statsbanker og andre stellige sektorer	7 080	8 045	8 464	5 971	6 851
Lån og innskudd fra Norges Bank	37 004	55 259	31 831	27 478	25 376
Lån og innskudd fra utlandet	76 938	74 817	76 655	76 387	80 156
Skatteinbetalinger	41	36	229	14	14
Annen gjeld	66 088	54 149	68 639	67 056	69 924
Aksjekapital	16 546	11 842	11 094	13 790	13 906
Avsetninger, fond etc.	8 688	12 694	13 354	15 118	17 323
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	56 908	81 721	61 769	55 847	64 335
Gjeld overfor utlandet	80 203	78 353	80 050	79 868	83 717

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån¹⁾ og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	31/8 1993
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	11 699	10 693	10 823	9 368	10 000
Foretak ²⁾	110 656	108 390	108 297	109 550	106 661
Husholdninger ³⁾	252 152	263 956	254 463	257 366	259 964
Utlån til publikum i alt	374 507	383 039	373 583	376 284	376 625
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	20 635	25 413	24 387	27 790	25 181
Foretak ²⁾	97 878	116 480	105 346	104 478	111 358
Husholdninger ³⁾	224 636	231 221	234 841	237 364	234 041
Innskudd fra publikum i alt	343 149	374 114	364 574	369 632	370 580

¹⁾ Utlån i alt i norske kroner.

²⁾ Inkl. sektorene private ikke-personlige foretak og statsforetak.

³⁾ Inkl. sektorene personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnstagere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1992	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993
Sertifikater	11 103	12 238	6 899	10 913	10 389
Innskudd i norske banker	3 713	2 118	3 193	2 452	2 264
Ihendehaverobligasjoner	11 691	10 742	10 597	11 691	13 220
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	264	144	155	381	597
Publikum	111 061	87 519	83 280	78 057	77 157
Andre	9 757	9 318	10 483	10 198	9 670
Andre aktiva	6 686	6 881	5 376	5 978	5 805
Sum eiendeler	154 370	128 960	119 983	119 670	119 102
Kortsiktig gjeld	22 871	18 974	12 456	18 066	18 267
Langsiktig gjeld	120 544	100 894	97 982	90 738	89 057
Herav:					
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	79 485	61 733	55 197	49 678	47 905
Egenkapital	5 158	4 373	7 355	7 670	7 875
Andre passiva	5 797	4 719	2 190	3 196	3 903
Sum gjeld og egenkapital	154 370	128 960	119 983	119 670	119 102

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1992	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993
Bankinnskudd	531	541	637	591	659
Statskasseveksler og sertifikater	35	47	0	0	12
Ihendehaverobligasjoner	5	0	0	5	0
Utlån ¹⁾ (brutto)	24 237	22 843	22 094	22 328	21 961
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	19 416	17 852	17 399	17 741	17 346
Utlån til andre sektorer (netto)	1 166	1 393	1 033	1 004	1 112
Andre aktiva ²⁾	-270	-337	-616	-594	-644
Aktiva i alt	24 538	23 094	22 115	22 330	21 988
Finanssertifikater	320	290	40	5	485
Lån fra andre enn banker	9 693	7 116	6 571	7 300	7 246
Lån fra banker	7 523	8 487	9 355	8 821	8 127
Kapital, fond m.v.	4 665	4 657	3 640	3 591	3 624
Andre passiva	2 337	2 544	2 509	2 613	2 506
Passiva i alt	24 538	23 094	22 115	22 330	21 988

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1992	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	5 785	6 891	4 258	4 039	5 450
Stats- og statsbanksertifikater	3 226	3 272	1 635	6 445	7 245
Andre norske sertifikater	1 718	3 219	1 966	1 575	641
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	5 490	9 186	10 529	1 541	96
Stats- og statsbankobligasjoner	13 180	11 302	13 050	19 193	22 172
Andre norske obligasjoner	42 950	41 614	40 140	36 728	36 093
Utenlandske obligasjoner	6 785	4 915	10 867	12 384	19 326
Norske aksjer	13 801	11 068	11 573	12 963	13 303
Utenlandske aksjer	3 427	2 248	2 589	2 742	2 398
Utlån til publikum	67 809	69 473	73 207	71 202	69 278
Utlån til andre norske sektorer og utlandet	2 651	2 745	2 156	1 867	1 731
Andre spesifiserte aktiva	17 947	17 742	16 521	19 580	18 893
Aktiva i alt	184 769	183 675	188 491	190 259	196 626

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 646	4 032	3 958	4 633	2 806
Norske ihendehaverobligasjoner	18 462	19 200	21 731	23 248	24 879
Utlån	8 042	7 872	8 457	8 213	8 013
Andre spesifiserte aktiva	6 816	6 763	5 218	5 844	6 757
Aktiva i alt	36 966	37 867	39 364	41 938	42 455

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1992	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 874	7 110	8 574	8 589	7 938
Stats- og statsbanksertifikater	953	754	314	1 891	2 946
Andre norske sertifikater	600	857	237	487	806
Utenlandske sertifikater	726	504	1 031	327	144
Stats- og statsbankobligasjoner	2 475	1 980	2 841	3 393	3 985
Andre norske obligasjoner	9 406	8 726	8 776	8 531	9 158
Utenlandske obligasjoner	4 148	4 687	5 155	6 167	6 353
Norske aksjer	3 957	4 198	4 801	5 124	5 722
Utenlandske aksjer	3 945	1 760	1 697	1 828	2 009
Utlån til publikum	4 342	5 713	6 129	5 710	5 017
Utlån til andre norske sektorer og utlandet	1 238	1 156	1 116	1 347	1 114
Andre spesifiserte aktiva	15 868	16 375	14 940	15 590	15 354
Aktiva i alt	54 532	53 820	55 611	58 984	60 546

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	30/9 1993
Stats- og trygdeforvaltningen	19 614	19 486	19 500	21 659	32 655
Statsbanker	27	10	3	8	54
Private banker og sikringsfond	2 232	2 259	1 301	1 537	1 374
Private kredittforetak	655	684	350	228	239
Øvrige finansinstitusjoner	16 298	18 301	17 386	15 589	21 359
Kommuneforvaltning og -foretak	85	62	222	175	53
Statsforetak	3 457	4 184	6 294	7 354	4 229
Verdipapirfond	5 622	5 611	5 642	4 914	8 322
Øvrige private selskaper med begrenset ansvar	52 390	47 185	36 680	30 978	41 508
Husholdninger	28 750	22 907	18 870	16 648	25 010
Utlandet	47 975	45 273	42 156	37 470	58 882
Ufordelt	124	645	315	1	173
I alt	177 228	166 607	148 719	136 561	193 856

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Aksjekapital registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	30/9 1993
Forretningsbanker	8 477	7 286	7 840	6 187	6 465
Private kredittforetak	730	752	925	1 571	1 702
Andre finansinstitusjoner	150	663	847	901	995
Statsforetak	4 528	4 678	4 737	4 737	4 737
Øvrige private aksjeselskaper	17 493	22 478	24 274	21 950	21 850
Utlandet	0	24	24	24	39
I alt	31 378	35 881	38 646	35 370	35 789

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.¹ Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Beregnet markedsverdi (Mill. kroner)

Utstedersektorer	Kjøper -/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Private banker og sikr. fond	Private kreditt foretak	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utllandet	Ufordelt	I alt ²
Forretningsbanker	1 147	-201	-48	-417	0	-123	-136	583	184	990
Private kredittforetak	0	-5	-19	54	-4	19	21	99	3	167
Øvrige finansinstitusjoner	10	6	0	-30	0	-97	89	49	7	33
Statsforetak	335	4	1	399	0	378	-102	-1 028	10	-2
Øvrige private aksjeselskaper	1 541	247	-43	-14	-169	-5 066	-1 191	9 543	488	5 336
Utllandet	0	1	0	30	0	305	16	857	1	1 208
Ufordelt	0	0	0	26	0	15	14	-9	3	49
I alt	3 033	52	-110	48	-174	-4 569	-1 288	10 094	695	7 781

¹) Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²) Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Markedsverdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	30/9 1993
Statsforvaltningen	48	76	1 415	1 409	1 589
Trygdeforvaltningen	43 699	45 752	45 529	48 203	38 739
Norges Bank	14 947	11 422	5 533	7 312	6 317
Postgiro og Postbanken	6 105	5 804	5 324	6 042	11 670
Statsbanker	300	397	125	758	3 488
Private banker og sikringsfond	69 591	59 278	46 799	45 441	60 248
Private kredittforetak	18 303	28 010	26 942	18 128	31 430
Øvrige finansinstitusjoner	79 273	85 882	86 361	87 793	104 241
Kommuneforvaltning og -foretak	1 706	2 458	3 205	4 476	5 499
Statsforetak	2 736	2 725	910	941	2 430
Verdipapirfond	2 613	3 609	5 166	5 680	12 914
Øvrige private selskaper med begrenset ansvar	19 951	20 357	18 538	19 400	26 184
Husholdninger	9 617	9 199	9 277	8 479	9 679
Utllandet	16 093	21 521	24 036	12 903	9 504
Ufordelt	92	30	44	0	2
I alt	285 074	296 520	279 204	266 964	323 933

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS, fordelt på låntakersektor.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1989	31/12 1990	31/12 1991	31/12 1992	30/9 1993
Statsforvaltningen	87 977	77 433	69 759	78 034	90 627
Statsbanker	15 089	18 754	18 306	20 909	22 401
Private banker	2 841	6 297	11 034	37 213	49 040
Private kredittforetak	126 781	135 142	115 768	68 331	66 899
Øvrige finansinstitusjoner	1 851	1 811	1 795	2 055	2 355
Kommuneforvaltning og -foretak	31 376	34 917	38 007	39 545	43 338
Statsforetak	3 505	5 085	6 016	6 453	7 991
Private selskaper med begrenset ansvar	7 865	9 918	10 728	11 156	16 144
Husholdninger	199	310	822	306	276
Utllandet	0	1 229	1 390	1 390	540
I alt	277 484	290 896	273 623	265 390	299 610

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS.¹⁾
Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Markedsverdi (Mill. kroner)

1-3 kvartal 1993	Kjøper-/selgersektor									
	Sentral- myndig- hetene	Private banker og sikr. fond	Private kreditt- foretak	Øvrige finans- inst.	Komm. forv. og -foretak	Øvrige foretak	Hushold- ninger	Utllandet	Ufordelt	I alt ²⁾
Låntakersektor										
Statsforvaltningen	-11 145	8 230	2 120	11 032	295	3 044	-98	-1 426	144	12 196
Statsbanker	1 675	-2 111	167	1 324	-3	707	0	-251	20	1 528
Private banker	2 559	4 965	322	1 766	379	2 337	303	-895	155	11 891
Private kredittforetak	-1 437	-740	8 707	-5 411	129	905	-495	-1 787	126	-3
Øvrige finansinstitusjoner	0	3	-17	320	-8	26	96	-121	6	305
Kommuneforvaltning og -foretak	2 246	500	11	1 018	-195	2 438	-199	94	101	6 014
Statsforetak	314	264	105	110	64	368	220	103	19	1 567
Private selskaper med begrenset ansvar	366	634	100	1 771	110	1 071	386	54	25	4 515
Husholdninger	-5	-36	0	-67	0	-46	137	0	0	-17
Utllandet	0	0	-20	-670	0	-32	-26	-100	0	-848
Ufordelt	-1	-15	0	20	0	4	4	0	0	12
I alt	-5 429	11 693	11 494	11 214	770	10 823	328	-4 330	596	37 160

¹⁾ Emisjoner til emisjonskurs + kjøp til markedsverdi - salg til markedsverdi - innløsninger til innløsningsverdi.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjoner i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer.
Bokført verdi (Mill. kroner)

	30/6 1992	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993
Stats- og trygdeforvaltningen	3 101	5 347	340	320	325
Norges Bank	5 865	15 052	5 587	4 973	1 707
Postgiro og Norges Postbank	27 024	27 623	26 429	23 625	23 088
Statsbanker	95	65	20	20	0
Forretningsbanker	4 699	5 250	3 715	4 013	12 256
Sparebanker	2 420	2 071	1 646	1 225	5 538
Private finansieringsselskaper	35	47	0	0	0
Livsforsikringselskaper	4 944	6 491	3 601	8 020	7 886
Skadeforsikringselskaper	1 550	1 611	551	2 378	3 752
Andre sektorer ¹⁾	11 766	11 833	9 979	14 820	9 787
I alt, pålydende verdi	62 734	75 390	51 868	59 394	64 339

¹⁾ Posten er residualbestemt og inneholder også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

Kilde: Norges Bank

Tabell 19. Utestående sertifikatgjeld. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993
Statssertifikater	44 376	36 798	41 637	44 955	57 610
Banksertifikater	11 070	116	581	1 195	2 660
Kreditsertifikater	9 618	4 670	4 350	4 520	6 200
Finanssertifikater	410	50	50	485	1 195
Lånesertifikater	9 916	10 034	12 776	11 024	9 406
Herav utstedt av:					
Statsbanker	3 200	4 700	5 716	6 951	6 255
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	1 973	2 013	3 532	2 498	1 453
Statsforetak	250	25	55	0	0
Andre foretak ¹⁾	4 293	3 296	3 473	3 735	1 698
Utlandet	200	0	0	0	0
I alt	75 390	51 868	59 394	64 339	77 071

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	30/9 1993 ¹⁾
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	2,8	2,4	2,1	2,0	1,8
Forretningsbanker	0,8	0,9	0,9	0,8	0,5
Sparebanker	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
Lån med garanti	4,2	3,9	3,6	3,2	2,7
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	3,1	3,1	2,8	2,6	2,4
Bank	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Markedslån i alt	7,9	7,5	6,9	6,3	5,5

¹⁾ Foreløpige tall

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1992								
August	820,1	1 068,9	522,2	-2,6	-1,8	12,8	-3,1	15,1
September	817,9	1 070,8	524,1	-2,7	-2,0	5,5	-2,5	11,3
Oktober	813,9	1 075,3	524,2	-3,1	-2,3	7,7	-2,1	6,4
November	817,4	1 085,5	526,9	-2,3	-2,1	6,9	-1,8	4,2
Desember	821,1	1 104,0	535,9	-1,3	-1,3	7,3	-0,7	5,1
1993								
Januar	818,2	1 102,9	533,7	-1,5	-1,7	6,6	0,8	6,8
Februar	818,0	1 102,1	538,2	-1,6	-1,8	5,8	1,3	8,5
Mars	814,4	1 099,0	528,9	-1,6	-1,5	7,0	-0,3	3,5
April	817,0	1 100,3	536,9	-1,1	-0,6	7,1	-1,2	1,9
Mai	818,7	1 102,9	542,6	-0,8	-0,8	6,5	-1,2	0,2
Juni	817,5	1 112,7	544,4	-0,4	-0,2	5,6	0,4	5,9
Juli	817,1	1 116,3	548,7	-0,2	-0,4	5,2	0,6	8,1
Aug.	819,4	1 111,5	543,8	-0,1	-0,7	4,2	0,7	7,2

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 22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1991		1992		1/1-30/9 1992		1/1-30/9 1993 ¹⁾	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Private banker, Postbanken og Postgiro	-8 736	-2,2	12 004	3,1	2 720	0,7	-2 936	-0,7
Statsbanke ²⁾	13 039	8,2	11 105	6,5	8 989	5,2	1 925	1,1
Private finansieringsselskaper	-653	-3,2	-2 218	-11,3	-1 765	-9,0	-252	-1,4
Skadeforsikringselskaper	155	3,7	1 767	40,9	1 394	32,3	-1 109	-18,1
Livsforsikring, pensjonskasser	8 836	13,5	7 317	9,9	3 763	5,1	-5 186	-6,4
Kredittforetak	-24 606	-19,1	-36 522	-35,1	-30 955	-29,7	-7 182	-10,6
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ³⁾	3 692	6,1	-399	-0,6	1 145	1,8	9 169	14,4
Markedslån	-4 900	-30,1	-3 900	-34,2	-3 500	-30,7	-2 000	-26,7
Annen kreditt	-17	-2,6	24	3,8	60	9,5	-3	-0,5
Sum ⁴⁾	-13 190	-1,6	-10 822	-1,3	-18 149	-2,2	-7 574	-0,9

¹⁾ Delvis foreløpige tall, delvis anslag.

²⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

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

⁴⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23a. Endringer i pengemengden etter kilde (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1991	1992	1/1-31/7	
			1992	1993
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	44 812	56 540	19 371	9 150
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾ Herav:	15 496	11 586	10 995	-17 193
Statsbankenes utlånsøking	12 220	10 392	5 853	2 029
III Forretnings- og sparebankenes kredittstilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	-22 273	-26 704	-43 594	-15 473
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	34 793	-266	159	-77
V Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-8 811	-1 086	4 694	-5 400
VI Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	64 017	40 070	-8 375	-28 993
VII Forretnings- og sparebankenes utlån i valuta	-9 203	-13 395	-5 274	-5 866
VIII Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-5 898	10 431	14 255	24 964
IX Endring i pengemengde i alt (VI+VII+VIII+IX) Herav:	48 916	37 106	606	-9 895
Sedler og mynt	1 718	615	-2 508	-1 709
Innskudd på anfordring	17 895	26 709	41	6 069
Ubenyttede kassekreditter og byggeån	1 293	996	5 634	301
Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	28 010	8 786	-2 561	-14 556
X Endring i pengemengden i prosent av likviditetssmassen ved inngangen til perioden	10,6	7,3	0,1	-1,8
Oljeskatter	32 088	25 482	10 970	14 173

Fotnoter står under tabell 23 c.

Tabell 23b. Endringer i pengemengden etter kilde (I prosent av samlet likviditetssmasse ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel fra:	Året			Siste 12 mndr. pr. 31/7		Tall for 1993 fra Revidert nasjonalbudsjett 1993	
	1990	1991	1992	1992	1993	%	Mrd.kr.
A. Sentralmyndighetene	10,7	13,1	13,4	16,1	5,8	12,2	66,7
Ved inntektsoverskudd ³⁾	7,6	9,7	11,1	11,3	9,1	12,2	66,7
Ved lånetransaksjoner	3,1	3,4	2,3	4,8	-3,3	0	0
B. Private banker ⁴⁾	0,4	2,7	-5,6	0	-0,2	-10,3	-56,3
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-4,0	-1,9	0,1	-2,3	-2,2
Innenlandsk likviditetstilførsel (A+B+C)	6,9	13,9	7,9	13,8	3,8	1,9	10,4
Publikums netto valutasalg til private banker ⁵⁾	-0,9	-3,3	-0,6	-1,6	1,4	3,1 ^{h)}	17,0 ^{h)}
Endring i pengemengden	6,0	10,6	7,3	12,2	5,2	5,0	27,4

Fotnote står under tabell 23 c.

Tabell 23 c. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kredittmidler	Sum	Tidsinnskudd ¹⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Belop	%
1992								
August	29 345	236 712	72 089	338 146	181 383	519 529	58 999	12,8
September	31 613	228 869	68 192	328 674	188 976	517 650	26 806	5,5
Oktober	29 832	234 484	69 320	333 636	191 264	524 900	37 581	7,7
November	30 120	230 271	67 614	328 005	190 596	518 601	33 289	6,9
Desember	32 453	255 615	68 089	356 157	190 762	546 919	37 106	7,3
1993								
Januar	31 193	250 334	67 992	349 519	194 024	543 543	33 726	6,6
Februar	30 781	258 618	69 688	359 087	193 768	552 855	30 177	5,8
Mars	29 920	248 530	66 899	345 349	188 502	533 851	34 718	7,0
April	29 777	252 155	66 682	348 614	186 654	535 268	35 404	7,1
Mai	30 005	254 289	67 205	351 499	177 790	529 289	32 231	6,5
Juni	31 380	268 501	68 038	367 919	178 363	546 282	28 866	5,6
Juli	30 744	261 684	68 390	360 818	176 206	537 024	26 605	5,2
August	30 817	266 281	67 590	364 688	176 573	541 261	21 732	4,2

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i innstående 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 stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondsopplegg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

³⁾ Eksklusive oljeskatter.

⁴⁾ Eksklusive valutalån.

⁵⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter, men inklusive valutalån fra forretnings- og sparebanker, statens lån og tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet og bankenes krone-lån til oljevirkosomhet.

⁶⁾ Ekskl. boligsparing for ungdom (BSU), inkl. banksertifikater.

⁷⁾ Inkl. statistiske feil.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

²⁾ Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-). Folke- trygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlans- økning (+), statens spesifiserte utlansøkning og aksjekjøp (+).

Tabell 24. Husholdningenes finansregnskap. Finansinvesteringer og beholdninger etter finansobjekter (Milliarder kroner)

	Finansinvesteringer			Finansinvesteringer		Beholdning pr. 30/6 1993
	Året			1. halvår		
	1990	1991	1992	1992	1993	
Bankinnskudd ¹⁾	13,7	2,5	14,8	4,5	4,4	314,0
Obligasjoner ²⁾	-1,7	-1,4	-1,2	-0,1	0,0	13,0
Aksjer ³⁾	-4,8	-1,3	-5,2	-2,6	1,8	55,7
Forsikringskrav	18,4	15,7	15,8	7,7	10,1	236,2
Utlån og andre fordringer ⁴⁾	-2,6	1,0	-3,3	13,7	15,6	90,3
Fordringer i alt	23,1	16,5	21,0	23,1	32,0	709,1
Lån i forretnings- og sparebanker	16,6	-0,1	3,6	-9,7	-4,4	267,7
Lån i offentlige banker	8,2	10,1	7,8	4,2	-2,4	111,8
Lån i kredittforetak og finansieringsselskaper	-1,1	-11,9	-18,1	-4,6	-2,5	43,4
Lån i forsikring	1,2	9,4	3,0	1,0	-3,2	53,5
Annen gjeld ⁵⁾	-0,2	-7,0	-1,1	2,9	4,5	65,8
Gjeld i alt⁶⁾	24,7	0,5	-4,7	-6,2	-8,0	542,2
Netto	-1,6	16,0	25,7	29,3	39,9	166,9

¹⁾ Sedler og skillemynt, bankinnskudd og innlån til finansieringsselskaper.

²⁾ Ihendehaverobligasjoner, spareobligasjoner, premieobligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

³⁾ VPS-registrerte og ikke VPS-registrerte aksjer, verdipapirfondsandeler og grunnfondsbevis. Finansinvesteringene er fremkommet ved justering av beholdningsendringene med kursomvurderinger.

⁴⁾ Utlån, pålopte, ikke utbetalte renter, feriepengekrav, skattefordringer og leieboerinnskudd.

⁵⁾ Andre lån, obligasjons- og sertifikatgjeld, skattegjeld og pålopte, ikke betalte renter.

⁶⁾ Lånekomponentene under finansinvesteringer er justert for omvurderinger, hovedsaklig finansinstitusjonenes tap overfor husholdningene.

Merk at tallene i kolonnene for husholdningenes finansinvesteringer i 1. kvartal 1992 og 1. kvartal 1993 i tabell 24 i Penger og Kredit 1993/3 var feil.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet.¹⁾ Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/-innndragning-	1/1-31/12		1/1-31/10	
	1991	1992	1992	1993
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	34 088	68 608	55 016	25 198
2. Stats- og statsbankpapirer	368	-9 614	-12 461	-38 653
3. Valutamarkedet	-18 587	-49 736	-7 281	51 547
4. Beholdning av sedler og mynt ¹⁾ (anslag)	-1 436	-182	2 801	925
5. Norges Banks andre transaksjoner ¹⁾ (anslag)	-5 640	-8 729	-4 059	749
6. Sentralbankfinansiering	-10 931	117	-32 196	-39 769
7. Reserver i alt	-2 138	463	1 820	-3
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	345	236	1 578	376
Statskasseveksler	-2 250	0	0	0
Ovrige reserver (anslag)	-233	227	242	-379

¹⁾Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering i forhold til forretnings- og sparebankenes egne oppgaver kan det oppstå avvik fra Statistisk sentralbyrås bankstatistikk.

Kilde: Norges Bank

Tabell 26. Kortsiktige nominelle rentesatser (Prosent p.a.)

	Eurokronerenter ¹⁾ Gjennomsnitt			Renter på bankenes dagslån i Norges Bank. Gjennomsnitt	Renter på bankenes innskudd i Norges Bank. Gjennomsnitt
	Dagslån ²⁾	1 mnd.	3 mnd.		
1992					
Oktober	15,3	13,5	12,5	11,0	10,9
November	22,3	22,3	14,6	14,6	9,2
Desember	22,9	23,1	15,4	12,6	9,0
1993					
Januar	11,8	11,0	10,6	10,3	9,0
Februar	9,7	9,4	9,3	9,5	8,6
Mars	9,0	8,9	8,8	8,9	7,9
April	8,9	8,5	8,4	8,4	7,4
Mai	8,2	7,6	7,3	7,7	6,8
Juni	7,4	7,0	6,8	7,5	6,5
Juli	6,7	6,6	6,5	7,5	6,0
August	6,5	6,2	6,0	7,5	5,5
September	6,3	6,5	6,3	7,5	5,5
Oktober	6,5	6,3	6,2	7,4	5,4

¹⁾ Renter på NOK i valutamarkedet, beregnet på grunnlag av terminkurser.

²⁾ TOM/NEXT.

³⁾ Tall for november 1992 eksisterer ikke pga. valutauro.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser¹⁾ for sentrale valutaer i euromarkedet. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FRF	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM
1992											
Oktober	8,2	11,5	12,8	11,0	8,2	3,8	13,8	3,4	11,0	2,1	3,5
November	8,9	11,3	10,8	9,7	7,1	3,7	13,1	3,7	10,3	3,8	4,7
Desember	8,9	12,1	10,0	11,1	7,1	3,7	10,6	3,6	10,9	4,4	5,6
1993											
Januar	8,4	13,3	10,2	12,0	6,8	3,7	9,8	3,3	10,1	0,6	2,0
Februar	8,3	18,0	9,1	11,9	6,1	3,3	9,4	3,2	9,5	-0,5	0,9
Mars	7,9	14,9	8,8	11,1	5,9	3,3	9,8	3,2	9,1	-0,6	0,8
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

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på norske obligasjoner ¹⁾ (Prosent p.a.)

	3 år	5 år	10 år
1992			
Oktober	11.0	10.4	10.2
November	11.3	10.0	9.6
Desember	11.6	9.8	9.4
1993			
Januar	9.0	9.0	8.9
Februar	8.4	8.4	8.4
Mars	7.6	7.6	7.7
April	7.2	7.3	7.4
Mai	6.8	6.8	7.1
Juni	6.5	6.5	6.8
Juli	6.2	6.3	6.7
August	5.7	5.8	6.2
September	5.7	5.8	6.1
Oktober	5.5	5.6	5.9

¹⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt. Fra 1.1.93 basert på ledende norske statsobligasjoner vektet med gjenstående løpetid.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive lange renter på statsobligasjoner ¹⁾ i sentrale valutaer. Gjennomsnitt pr. måned (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	FIM	FFR	GBP	JPY	SEK	USD	ECU	Rentedifferanse	
										NOK/ECU ²⁾	NOK/DEM ³⁾
1992											
Oktober	7.5	9.4	...	8.4	9.0	4.8	11.1	6.7	9.3	1.6	3.0
November	7.4	8.9	...	8.2	8.5	4.6	10.8	7.0	9.0	1.6	2.7
Desember	7.4	9.1	...	8.3	8.6	4.6	9.9	6.9	9.0	1.3	2.5
1993											
Januar	7.2	8.8	...	7.9	8.5	4.4	10.1	6.7	8.5	0.9	2.1
Februar	7.0	8.7	...	7.8	8.1	4.2	9.8	6.4	8.2	0.6	1.8
Mars	6.7	8.3	...	7.3	7.8	4.0	9.4	6.1	7.9	0.1	1.3
April	6.7	7.9	...	7.1	8.0	4.3	9.4	6.0	7.9	-0.1	0.9
Mai	6.9	7.7	...	7.2	8.2	4.5	9.1	6.1	7.8	-0.5	0.5
Juni	6.9	7.3	9.1	7.0	8.0	4.5	8.7	6.1	7.6	-0.6	0.1
Juli	6.7	7.2	8.6	6.7	7.6	4.3	8.2	5.9	7.5	-0.5	0.2
August	6.4	6.8	7.8	6.3	7.1	4.1	7.6	5.8	7.2	-0.7	-0.1
September	6.2	6.9	7.9	6.1	7.0	3.9	7.8	5.4	6.9	-0.6	0.1
Oktober	6.0	6.5	7.6	6.0	6.9	3.7	7.6	5.4	6.7	-0.6	0.1

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 5 år og teoretisk ECU rente på 5 år.

³⁾ Differansen mellom effektive renter på norske og tyske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 5 år.

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssetser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾			
	Kortsiktige utlån			Utlån i alt	Kortsiktige utlån			Utlån i alt
	I alt	Herav kasse-kreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån		I alt	Herav kasse-kreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån	
2. kvartal 1992								
Forretningsbanker	12,1	15,3	13,0	12,7	15,4	16,3	13,7	14,2
Sparebanker	13,9	15,2	13,2	13,3	15,9	17,1	13,6	13,9
Sum banker	12,7	15,3	13,1	13,0	15,6	16,6	13,7	14,1
3. kvartal 1992								
Forretningsbanker	14,1	16,0	13,8	13,9	16,4	17,1	13,9	14,5
Sparebanker	14,0	15,4	13,1	13,2	15,8	16,9	13,4	13,7
Sum banker	14,1	15,8	13,4	13,6	16,2	17,1	13,6	14,1
4. kvartal 1992								
Forretningsbanker	14,8	16,2	13,9	14,1	16,5	17,7	14,0	14,6
Sparebanker	14,2	15,6	13,3	13,4	15,9	16,9	13,6	13,9
Sum banker	14,6	16,0	13,6	13,8	16,3	17,4	13,8	14,3
1. kvartal 1993								
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
2. kvartal 1993								
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

¹⁾ Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssetser som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner fra publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
2. kvartal 1992				
Forretningsbanker	7,5	9,6	10,0	8,4
Sparebanker	7,4	9,5	9,9	8,3
Sum banker	7,5	9,6	9,9	8,3
3. kvartal 1992				
Forretningsbanker	7,7	11,2	11,8	9,3
Sparebanker	7,5	9,7	10,1	8,4
Sum banker	7,6	10,4	11,0	8,8
4. kvartal 1992				
Forretningsbanker	8,0	11,4	11,8	9,4
Sparebanker	7,9	10,0	10,4	8,7
Sum banker	7,9	10,7	11,2	9,1
1. kvartal 1993				
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
2. kvartal 1993				
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

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
3. kvartal 1992	11,8	11,5	11,7
4. " "	11,8	11,6	11,7
1. kvartal 1993	11,5	11,3	11,4
2. " "	9,9	9,5	9,7
3. " "	8,4	8,4	8,4

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Kredittforetak. Gjennomsnittlige veide rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
2. kvartal 1992	12,5	12,3	12,4
3. " "	12,5	12,4	12,5
4. " "	12,6	12,5	12,5
1. kvartal 1993	12,4	12,4	12,4
2. " "	12,1	11,7	11,9

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Resultat og kapitaldekning for forretningsbanker ¹⁾. Storrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991	1992 ²⁾	1/1-30/9	
			1992	1993
Rente- og provisjonsinntekter	10,7	10,4	10,3	9,1
Rentekostnader	8,2	7,6	7,5	6,1
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,5	2,8	2,8	3,0
Sum andre driftsinntekter	0,9	1,1	0,9	1,5
Andre driftskostnader	2,5	2,3	2,3	2,3
Driftsresultat før tap	-0,0	1,0	1,1	2,0
Bokførte tap på utlån og garantier	4,3	2,3	2,1	1,5
Resultat av ordinær drift	-4,3	-1,3	-1,0	0,5
Kapitaldekning i prosent ²⁾	7,1	8,6	-	-

¹⁾ Foreløpige tall.

²⁾ F.o.m. 1991 beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital.

³⁾ Inklusive Bolig- og Næringsbanken.

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. Resultat og kapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991	1992	1/1-30/9	
			1992	1993
Rente og provisjonsinntekter	12.0	12.2	12.0	10.9
Rentekostnader	8.3	7.8	7.7	6.3
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3.8	4.3	4.3	4.6
Sum andre driftsinntekter	0.6	0.8	0.6	1.5
Andre driftskostnader	3.3	3.2	3.0	3.0
Driftsresultat for tap	0.9	1.9	1.8	3.1
Bokførte tap på utlån og garantier	2.1	1.8	1.7	1.2
Resultat av ordinær drift	-1.2	0.1	0.1	1.9
Kapitaldekning i prosent ²⁾	7.8	10.5	10.1	11.9

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker. Forelopige tall.

²⁾ F.o.m. 1991 beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital.

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat for sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991	1992	1/1-30/9	
			1992	1993
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3.8	4.3	4.3	4.6
Sum andre driftsinntekter	0.6	0.8	0.6	1.5
Andre driftskostnader	3.3	3.2	3.0	3.0
Driftsresultat for tap	0.9	1.9	1.8	3.1
Bokførte tap på utlån og garantier	2.1	1.8	1.7	1.2
Resultat av ordinær drift	-1.2	0.1	0.1	1.9

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker. Forelopige tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat for finansieringsselskaper ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991	1992	1/1-30/9	
			1992	1993
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	5.9	6.1	6.1	8.0
Sum andre driftsinntekter	2.1	2.2	2.1	3.2
Andre driftskostnader	5.4	5.9	5.3	6.5
Driftsresultat for tap	2.5	2.4	2.9	4.7
Bokførte tap på utlån og garantier	2.3	1.8	1.4	1.4
Resultat av ordinær drift	0.2	0.6	1.5	3.3

¹⁾ Basert på et utvalg av finansieringsselskaper med ca. 65 % av den samlede forvaltningskapitalen. Forelopige tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat for kreditforetak¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1991 ²⁾	1992	1/1-30/9	
			1992	1993
Rente og kredittprovisjonsinntekter	11,4	10,1	10,1	9,0
Rentekostnader	10,5	9,0	9,1	7,6
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,0	1,1	1,0	1,5
Sum andre driftsinntekter	0,0	0,0	-0,1	0,4
Andre driftskostnader	0,4	0,5	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,5	0,7	0,5	1,5
Bokført tap på utlan og garantier	0,8	0,9	0,7	0,4
Resultat av ordinær drift	-0,3	-0,2	-0,2	1,1

¹⁾ Forelopige tall.

²⁾ Brutto kursgevinst verdipapirer er ført i andre driftsinntekter.

Brutto kurstap verdipapirer er ført i andre driftskostnader.

³⁾ Inklusive Bolig- og Næringsbanken.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser publisert av Norges Bank

	Industriens effektive kronekurs ¹⁾	1 ECU ²⁾	100 DEM	100 DKK	100 FIM	100 FRF	1 GBP	100 JPY	100 SEK	1 USD
1992										
Oktober	99,82	8,0099	408,05	105,71	128,62	120,27	10,014	4,9832	108,18	6,0371
November	100,48	8,0155	407,64	105,89	128,19	120,50	9,884	5,2240	104,25	6,4680
Desember	102,22	8,2753	422,47	109,21	129,99	123,89	10,360	5,3899	96,87	6,6839
1993										
Januar	102,80	8,3339	425,67	110,29	126,97	125,51	10,536	5,4995	94,89	6,8773
Februar	102,10	8,2599	425,31	110,71	119,55	125,57	10,043	5,7772	92,74	6,9799
Mars	102,13	8,2521	425,22	110,72	117,24	125,16	10,223	5,9860	90,51	7,0042
April	102,19	8,2621	424,19	110,42	121,19	125,44	10,465	6,0279	91,01	6,7650
Mai	102,98	8,2717	423,06	110,12	123,93	125,50	10,530	6,1566	92,71	6,7940
Juni	104,17	8,2710	422,84	110,43	125,65	125,61	10,549	6,5058	93,99	6,9812
Juli	105,37	8,3123	426,04	110,01	126,46	125,14	10,930	6,7860	91,83	7,3077
August	105,98	8,3397	437,07	106,47	126,33	124,04	10,991	7,0971	91,42	7,3648
September	104,20	8,3430	436,37	106,59	122,48	124,73	10,789	6,7164	88,41	7,0818
Oktober	104,58	8,3396	437,54	108,10	124,54	124,68	10,771	6,7003	89,30	7,1642

¹⁾ Kursen på norske kroner mot et veid gjennomsnitt av valutaene til våre 16 viktigste handelspartnere. Basiskursene i denne indeksen er valgt slik at indekserverdien 18. oktober 1990 er lik verdien til den daværende kursindeksen. Stigende verdi angir svakere krone. Den enkelte valutas vekt er fastsatt på grunnlag av de ulike lands betydning som konkurrent til norsk industri. Vektene oppdateres årlig.

²⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykt ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ECU, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ECU (også kalt privat ECU), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørsvaluta.

Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

Tabell 40. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1991	1992	1/1-31/8	
			1992	1993
Varebalansen	53 115	53 308	35 628	38 645
Tjenestebalansen	7 315	-2 022	-1 720	-1 670
Rente- og stonadsbalansen	-27 332	-33 509	-23 275	-21 602
A. Driftsbalansen	33 098	17 777	10 633	15 374
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	19 118	15 477	11 179	11 651
Oljevirkosomhet ¹⁾	74 379	72 623	44 010	50 428
Andre sektorer	-60 399	-70 323	-44 556	-46 705
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	2 324	18 301	15 074	9 664
Herav:				
Statsforvaltningen	8 899	23 742	21 597	11 458
Kommuneforvaltningen ²⁾	-1 137	-1 093	-776	-1 320
Statsbanker	-1 745	-1 429	-517	-766
Forretnings- og sparebanker	-8 762	-2 419	-1 216	-7 957
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	2 181	-6 307	-3 321	2 125
Skipsfart	-179	-808	-2 590	-2 421
Oljevirkosomhet	-2 666	3 298	513	4 109
Andre private og statlige foretak	5 733	3 315	1 385	4 437
C. Grunnbalansen (A+B)	35 421	36 078	25 707	25 038
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-53 615	-44 632	-9 555	32 170
Herav:				
Statsforvaltningen	155	-1 013	-824	-1 046
Kommuneforvaltningen ²⁾	-2
Statsbanker	-316	1 067	62	276
Forretnings- og sparebanker	-36 294	-42 709	-16 024	29 648
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-3 304	-3 432	1 373	5 540
Skipsfart	-2 309	213	797	33
Oljevirkosomhet	7 890	15 321	9 781	1 974
Andre private og statlige foretak	-18 492	6 146	-2 812	1 690
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-943	-20 224	-1 908	-5 944
E. Norges Banks netto kortsiktige kapitaltransaksjoner (C+D)	-18 194	-8 553	16 151	57 208
F. Tildelt SDR
G. Omvurderinger i Norges Banks netto fordringer på utlandet pga. valutakursendringer m.v.	4 786	8 297	-969	8 287
Endring i Norges Banks netto fordringer (E+F+G)	-13 408	-256	15 182	65 495
Herav internasjonale reserver	-12 173	3 815	15 007	61 358

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank

²⁾ For 1991 er kommuneforetak inkludert

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 41. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1991			31/12 1992			31/8 1993		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	5,6	27,8	-22,2	5,3	53,2	-47,9	5,7	70,4	-64,7
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	81,4	3,0	78,4	89,3	11,2	78,1	150,7	7,1	143,6
Postgiro og Postbanken	0,5	0,1	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	0,1	0,4
Statsbanker	2,1	7,1	-5,0	1,3	6,3	-5,0	1,1	6,1	-5,0
Forretnings- og sparebanker	53,5	95,5	-42,0	80,3	76,4	3,9	63,1	81,9	-18,8
Kredittforetak	21,6	43,9	-22,3	22,5	35,1	-12,6	23,7	47,5	-23,8
Finansieringsselskaper	0,2	3,4	-3,2	-0,3	2,4	-2,7	-0,3	2,0	-2,3
Forsikringselskaper	24,2	0,7	23,5	22,8	0,9	21,8	22,7	0,1	22,5
Kommuneforvaltning	0,1	6,2	-6,1	0,1	5,5	-5,4	0,0	4,9	-4,8
Kommuneforetak	0,0	2,4	-2,4	0,0	2,5	-2,5	0,0	2,0	-2,1
Statsforetak	35,4	50,8	-15,4	28,8	56,5	-27,7	25,6	55,8	-30,3
Andre norske sektorer	71,0	128,0	-57,0	68,3	148,6	-80,3	73,2	171,8	-98,6
Uforklart differanse ¹⁾	0,0	0,0	0,0	20,2	0,0	20,2	26,2	0,0	26,2
Alle sektorer	295,5	368,9	-73,4	339,0	398,7	-59,7	392,1	449,8	-57,7

¹⁾ Omfatter nettobeløp som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelhets skyld er nettobeløpet henført til fordringer.

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finanstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet/valutatstatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1991 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Tabell 42. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner pr. utg. av måneden)

	Netto kjøpt fra:					Kjøpt, bto. fra:		Solgt, bto. til:	
	Sentralmyndighetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet	Sum	Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1992									
September	-1,2	14,2	5,8	-29,1	-10,3	35,3	69,1	29,5	98,2
Oktober	-1,2	11,4	6,0	-27,8	-11,6	31,0	71,1	25,0	98,9
November	-2,6	16,1	12,9	-47,5	-21,1	37,9	76,7	25,0	124,2
Desember	3,8	14,7	0,2	-46,6	-27,9	32,4	66,9	32,2	113,2
1993									
Januar	9,9	9,2	-1,8	-38,5	-21,2	37,4	74,2	39,2	112,7
Februar	0,1	7,5	3,2	-27,4	-16,7	41,9	78,5	38,7	105,9
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 ⁴⁾	0,0	14,2	3,7	-26,1	-8,2	33,9	71,7	30,2	97,8

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner.

²⁾ Statsforvaltning, trygdeforvaltning og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

⁴⁾ Foreløpige tall

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 43. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/9 1992	31/12 1992	31/3 1993	30/6 1993	31/8 1993
Valutaaktiva, spot		116 478	138 406	118 203	115 816
Valutapassiva, spot		107 472	110 478	105 689	113 154
1. Spotbalanse, netto		9 006	27 928	12 514	2 662
2. Terminbalanse, netto		-10 255	-27 927	-15 271	-3 720
3. Opsjonsposisjon mot NOK		71	2	-3	9
4. Totalposisjon (1+2+3)		-1 178	3	-2 760	-1 049

Kilde: Norges Bank

Tabell 44. Motpostene til Norges Banks valutaintervensjoner overfor bankene. (Milliarder kroner)

		Uke i 1993															
		1-53	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	1-43
A. Norges Banks netto salg av valuta til bankene		49,17	-0,88	0,90	2,24	0,00	0,85	0,00	0,28	1,11	0,33	0,18	0,00	-1,57	-0,54	0,00	-51,55
1. Spot		39,72	-0,88	0,90	2,24	0,00	0,85	0,00	0,28	1,11	0,33	0,18	0,00	-3,64	-0,54	2,07	-48,82
2. Termin		9,45	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,07	0,00	-2,07	-2,73
Anvendt av bankene til å dekke opp, dvs. motposter:																	
B. Utlendet		31,86	-1,06	0,94	1,76	1,45	-1,95	0,24	-1,15	1,58	1,36	1,88	-2,59	0,38	0,26	0,88	-25,56
1. Spot ¹⁾		4,14	-0,88	-0,78	3,30	-2,02	-0,08	-0,51	1,77	1,12	-0,11	2,14	-1,82	-0,17	0,95	-1,05	-6,43
2. Termin ¹⁾		27,72	-0,18	1,72	-1,54	3,47	-1,87	0,75	-2,92	0,46	1,47	-0,26	-0,77	0,55	-0,69	1,93	-19,13
C. Norske sektorer, utenom bankene		9,16	2,40	-1,24	4,80	-2,84	-3,43	-1,31	6,51	-2,22	-0,95	-1,12	0,50	-2,09	1,00	-1,02	-23,77
1. Spot ¹⁾		-23,65	-0,46	-1,52	5,80	-7,38	1,19	0,84	5,61	-2,78	-1,65	-2,11	-1,70	-1,37	0,41	2,07	-20,79
2. Termin ¹⁾		6,66	2,07	-3,43	-1,64	2,87	-4,82	1,41	1,93	-1,82	-0,12	6,04	-0,46	1,07	0,42	-2,42	-2,04
3. Økning i kundens netto valutafordringer overfor bankene		26,15	0,79	3,71	0,64	1,67	0,20	-3,56	-1,03	2,38	0,82	-5,05	2,66	-1,79	0,17	-0,67	-0,94
D. Annet		8,15	-2,22	1,20	-4,32	1,40	6,23	1,07	-5,07	1,76	-0,07	-0,59	2,09	0,14	-1,80	0,14	-2,23
1. Bankenes inntektsunderskudd i valuta, utlandet		4,30	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	0,70
2. Kursstap spot, utlandet		2,62	0,58	-0,06	0,47	-0,77	0,16	-0,20	-0,31	0,33	0,07	-0,01	-0,03	-0,16	-0,02	0,03	2,49
3. Kursstap ellers, samt korreksjoner		-4,96	-2,89	2,21	-0,89	0,22	1,64	0,27	-2,07	0,03	0,71	-1,35	0,25	-0,15	-0,90	0,26	-4,65
4. Økning i bankenes totalposisjon		6,19	0,07	-0,97	-3,92	1,93	4,41	0,98	-2,71	1,38	-0,87	0,75	1,85	0,43	-0,90	-0,17	-0,77
Spesifikasjon:																	
Utlendets netto salg av NOK-fordringer knyttet til:																	
Netto NOK-fordringer på bankene		0,43	-0,83	-1,14	3,27	-2,12	-0,39	-0,70	1,69	0,22	0,70	2,42	-1,84	-0,46	0,99	-1,51	-0,59
VPS-registrerte aksjer		-3,69	0,10	-0,11	0,13	-0,13	0,10	0,11	0,12	-0,02	-0,20	-0,42	-0,14	0,00	0,06	-0,17	-9,01
VPS-registrerte obligasjoner		6,90	0,10	0,13	-0,05	0,16	0,02	0,02	-0,03	0,31	-0,34	0,01	0,06	0,33	-0,08	0,33	3,98
VPS-registrerte sertifikater		0,50	-0,25	0,34	-0,06	0,07	0,20	0,06	-0,01	0,61	-0,28	0,12	0,10	-0,03	-0,03	0,30	-0,81
Sum (Lik NOK-mønstyket til B1 ovenfor)		4,14	-0,88	-0,78	3,30	-2,02	-0,08	-0,51	1,77	1,12	-0,11	2,14	-1,82	-0,17	0,95	-1,05	-6,43
Memo:																	
Økning i bankenes spotposisjon (netto) overfor utlandet																	
(Svarer til A1-B1-C1-D1-D2)		52,31	-0,14	3,24	-7,35	10,15	-0,44	-0,15	-6,81	2,42	2,00	0,14	3,53	-1,96	-1,90	1,00	-24,79

¹⁾ Positive tall innebærer valutasalgs fra bankene til nevnte sektorer. Negative tall innebærer således at bankene har kjøpt valuta.

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

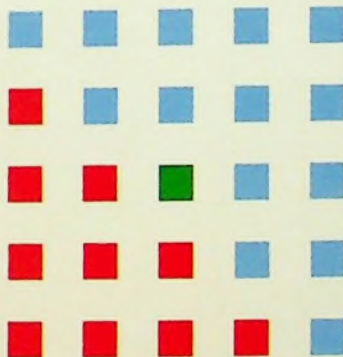
<i>Reg. nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo Postboks 2100, 6501 Kristiansund N.	22 31 60 00 71 58 35 01	71 369 nbank n 71 58 35 02	22 41 31 05 71 58 35 02

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 nblii 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)