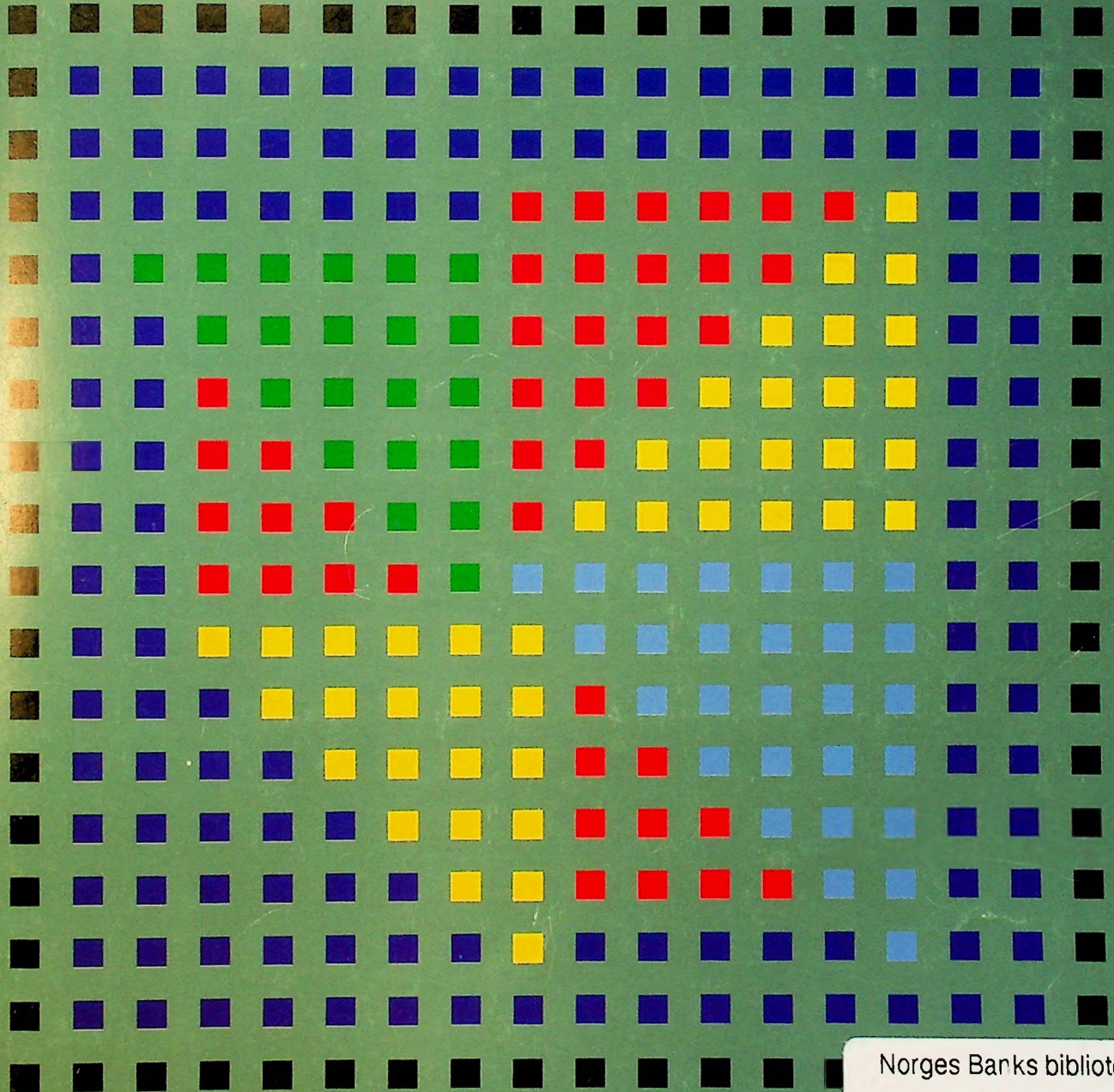


Penger og Kreditt 1992/ 4

NORGES BANK



NORGES BANKS
BIBLIOTEK



Norges Banks bibliotek



013256VPA



Penger og Kreditt

Nr. 4/desember 1992/årg. 20

Norges Bank

NORGES BANKS
BIBLIOTEK

INNHold

Innhold Penger og Kreditt 1992 (årgang 20)

Del A:

- 131* Økonomisk oversikt
- 131* Kap. 1. Den økonomiske situasjonen
- 155* Vedlegg til kap. 1. *Aktuell utdyping:*
Gjennomføringen av likviditetspolitikken høsten 1992 og endringene i de likviditetspolitiske instrumentene
- 165* Kap. 2. *Nytt sidan sist:* Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

Del B:

- 233 Kartlegging av valutamarkedene – en undersøkelse våren 1992
Anders Svor
- 241 Ny giv for statsobligasjoner
Terje Prosch
- 244 OL-myntene – utgave to i salg
- 246 Brev og uttalelser fra Norges Bank
Det økonomiske opplegget for 1993. *Brev av 22. oktober 1992 til Finansdepartementet*
- 252 Nye arbeidsnotater fra Norges Bank
- 253 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 255 Tabeller

Redaksjonen avslutter:

- Del A: 30. november 1992
- Del B: 23. november 1992
- Tabellvedlegget: 18. november 1992

Penger og Kreditt utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Hermod Skånland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastoyl
Redaksjonsutvalg: Asbjørn Fidjestol, Finansmarkedsavdelingen (leder)
Arild J. Lund, Økonomisk avdeling
Toril Syrdahl, Budsjett- og regnskapsavdelingen
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Avd. for kontante betalingsmidler
Liv Kielland, Informasjonskontoret
Brynjolv Vollan, Markedsoperasjonsavdelingen
Bernt Nyhagen, Sekretariatsavdelingen
Knut Tonsberg, informasjonsrådgiver

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonskontoret
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo 1
Telex: 71 369 nbank n
Telefax: (02) 41 31 05
Telefon: (02) 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

Design: Anisdahl/Christensen
Sats og trykk: Norges Banks Seddeltrykkeri, Oslo
Teksten er satt med 11 pkt. Garamond

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 1992
Årgang 20

INNHold

(Tall i parentes angir nummer innenfor årgangen)

DEL A:

Ledere/årstale

Økonomiske perspektiver (*sentralbanksjefens årstale*) s. 3* (1)

Økonomisk oversikt

Kap 1

Den økonomiske situasjonen s. 17* (1), 53* (2), 89* (3), 131* (4)

Vedlegg til kap. 1 - Aktuell utdyping:

Likviditetspolitikken og utviklingen i pengemarkedet s. 33* (1)

Lånekostnader i Norge og i utlandet s. 75* (2)

Utviklingstrekk på internasjonale lånemarkeder s. 110* (3)

Gjennomføringen av likviditetspolitikken høsten 1992 og endringer i de likviditetspolitiske instrumentene s. 155* (4)

Kap 2 - Nytt sidan sist

Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene s. 41* (1), 78* (2), 118* (3), 165* (4)

DEL B:

Signerte artikler: (Alfabetisk etter forfatternavn)

Berg, Sigbjørn Atle: Kapitalkostnader i Norge 1980-92 s. 39 (1)

Danielsen, Rolf: Situasjonen i de baltiske stater s. 113 (2)

Eeg, Knut og Inger Anne Nordal: Finansinstitusjonenes drift i 1991 s. 1 (1)

Eide, Leif T.: Rente, valutakurs og kurspolitisk regime s. 43 (1)

Eika, Kari H. og Ragnar Nymoen: Finansiell konsolidering som en konjunkturfaktor s. 29 (1)

Gleinsvik, Audun og Morten Jonassen: Finansnæringen i krise - hva ble gjort i 1991? s. 20 (1)

Holter, Jon Petter: Statistiksamarbeid innenfor EØS-avtalen s. 49 (1)

Jonassen, Morten og Audun Gleinsvik: Finansnæringen i krise - hva ble gjort i 1991? s. 20 (1)

Karlsen, Harald: Utviklingen i DU-bedriftene i 1991. Trekk fra den foregående femårs-perioden s. 187 (3)

Nordal, Inger Anne og Knut Eeg: Finansinstitusjonenes drift i 1991 s. 1 (1)

Nymoen, Ragnar og Kari H. Eika: Finansiell konsolidering som en konjunkturfaktor s. 29 (1)

Prosch, Terje: Ny giv for statsobligasjoner s. 241 (4)

Skånland, Hermod: Virkninger av oljen i norsk økonomi s. 194 (3)

Spildrejrøde, Trygve: Det norske valutakurssystemet og erfaringene etter ecu-tilknytningen s. 179 (3)

Svor, Anders: Omsetningen i valutamarkedet. Resultater fra undersøkelse våren 1992 s. 233 (4)

Brev og uttalelser fra Norges Bank

Aktuelle problemstillinger i betalingsformidlingen. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 134 (2)
Bakgrunnsinformasjon om bankkrisen i Norge og utlandet. <i>Notat til Stortingets finanskomité</i>	s. 138 (2)
Høring – rapport om eventuell sammenslåing av Kredittilsynet og Norges Bank. <i>Horingsuttalelse til Finansdepartementet</i>	s. 118 (2)
Renten på grunninnskudd. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 132 (2)
Det økonomiske opplegget for 1993. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 246 (4)

Oversikter, kunngjøringer, tabeller mv.

De første OL-myntene er kommet	s. 53 (1)
Doktorgradsavhandlinger fra Norges Bank utgitt i bankens skriftserie	s. 203 (3)
En- og fem-kronen med kong Haralds portrett	s. 52 (1)
Inndragning av ti-øremynten	s. 55 (1)
Kredittoversikt for året 1991	s. 87 (2)
Norges Banks regnskap for 1991	s. 59 (1)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 58 (1), 152 (2), 205 (3), 252 (4)
Nyoppnevninger til Norges Banks hovedstyre og representantskap	s. 56 (1)
OL-myntene - utgave to i salg	s. 244 (4)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 60 (1), 153 (2), 206 (3), 253 (4)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1991	s. 104 (2)
Tabeller	s. 62 (1), 155 (2), 209 (3), 255 (4)

TITTELREGISTER

Aktuelle problemstillinger i betalingsformidlingen. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 134 (2)
Bakgrunnsinformasjon om bankkrisen i Norge og utlandet. <i>Notat til Stortingets finanskomité</i>	s. 138 (2)
De første OL-myntene er kommet	s. 53 (1)
Det norske valutakurssystemet og erfaringene etter ecu-tilknytningen. <i>Trygve Spildrejorde</i>	s. 179 (3)
Doktorgradsavhandlinger fra Norges Bank utgitt i bankens skriftserie	s. 203 (3)
En- og fem-kronen med kong Haralds portrett	s. 52 (1)
Finansiell konsolidering som en konjunkturfaktor. <i>Kari H. Eika og Ragnar Nymo</i>	s. 29 (1)
Finansinstitusjonenes drift i 1991. <i>Knut Eeg og Inger Anne Nordal</i>	s. 1 (1)
Finansnæringen i krise - hva ble gjort i 1991? <i>Morten Jonassen og Audun Gleinsvik</i>	s. 20 (1)
Høring - rapport om eventuell sammenslåing av Kredittilsynet og Norges Bank. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 118 (2)
Inndragning av 10-øremynten	s. 55 (1)
Kapitalkostnader i Norge 1980-92. <i>Sigbjørn Atle Berg</i>	s. 39 (1)
Kredittoversikt for året 1991	s. 87 (2)
Likviditetspolitikken og utviklingen i pengemarkedet <i>(Økonomisk oversikt - vedlegg til kap. 1)</i>	s. 33* (1)
Lånekostnader i Norge og i utlandet <i>(Økonomisk oversikt - vedlegg til kap 1)</i>	s. 75* (2)
Norges Banks regnskap for 1991	s. 59 (1)
Ny giv for statsobligasjoner. <i>Terje Prosch</i>	s. 241 (4)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 58 (1), 152 (2), 205 (3), 252 (4)

Nyoppnevninger til Norges Banks hovedstyre og representantskap	s. 56 (1)
OL-myntene – utgave to i salg	s. 244 (4)
Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992. <i>Anders Svor</i>	s. 233 (4)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 60 (1), 153 (2), 206 (3), 253 (4)
Rente, valutakurs og kurspolitisk regime. <i>Leif T. Eide</i>	s. 43 (1)
Renten på grunninnskudd. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 132 (2)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1991	s. 104 (2)
Situasjonen i de baltiske stater. <i>Rolf Danielsen</i>	s. 113 (2)
Statistikksam arbeid innenfor EØS-avtalen. <i>Jon Petter Holter</i>	s. 49 (1)
Tabeller	s. 62 (1), 155 (2), 209 (3), 255 (4)
Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene (<i>Økonomisk oversikt - kap 2</i>)	s. 41* (1), 78* (2), 118* (3), 165* (4)
Utviklingen i DU-bedriftene i 1991. Trekk fra den foregående femårs-perioden. <i>Harald Karlsen</i>	s. 187 (3)
Utviklingstrekk på internasjonale lånemarkeder (<i>Økonomisk oversikt - vedlegg til kap 1</i>)	s. 110* (3)
Virkninger av oljen i norsk økonomi. <i>Hermod Skånland</i>	s. 194 (3)
Det økonomiske opplegget for 1993. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 246 (4)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 3* (1)
Den økonomiske situasjonen (<i>Økonomisk oversikt - kap 1</i>)	s. 17* (1), 53* (2), 89* (3), 131* (4)

Den økonomiske situasjonen

Valutauroen i Europa blusset opp igjen i november. Denne gangen medførte uroen at også svenske-
ne måtte la kronen flyte, og den falt raskt med over 10 prosent. Den norske kronen kom umiddel-
bart under sterkt press, som ble møtt med store intervensjoner og rekordhøye renter. Samlet sett har
hostens valutakursendringer ikke svekket norsk industris konkurransevne, som er styrket med over
11 prosent fra 1988 til 1992. De langsiktige konsekvensene av uroen blir neppe store, men de land
som har latt sin valuta depresiere, vil nok oppleve noe sterkere inflasjon framover, og over tid høye-
re renter enn de ellers ville hatt.

Norges Bank presenterer i denne kvartaloversikten for første gang framskrivninger fire år fram
i tid. For den nærmeste tiden er anslagene for utviklingen i internasjonal økonomi nedjustert i for-
hold til tidligere. Etter hvert venter vi imidlertid at veksten vil tilta til om lag 3 prosent pr. år. I
Europa er veksten nå svak og vil bli det også neste år. Dette vil gi grunnlag for en mindre stram
pengepolitikk i Tyskland, og vi legger derfor til grunn at det kortsiktige rentenivået vil falle i
Europa.

Norsk økonomi er fortsatt i oppgang, men de siste indikatorene viser at oppgangen ikke er så
sterk som i første halvår. Vi venter i hovedsak en fortsatt moderat vekst i norsk økonomi fram til
1996. Veksten i bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands-Norge er anslått til i gjennomsnitt
1½ prosent pr. år i perioden 1993–96. Selv om en har lagt til grunn en gunstig utvikling i inter-
nasjonal økonomi, og lavere renter, vil ikke oppgangen være sterk nok til å gi noen nedgang i
arbeidsledigheten. Det er privat konsum som vil være hoveddrivkraften bak oppgangen. Eksporten
av tradisjonelle varer vil også ta seg opp. Selv med en årlig styrking av konkurransevnen på ½ pro-
sent vil vi imidlertid fortsatt tape markedsandeler. Veksten i oljeinvesteringene vil etter hvert opp-
høre, og samlet blir investeringsveksten svak i perioden. Overskuddet på driftsbalansen vil, under
forutsetning om uendret realpris på olje, øke til mellom 5½ og 6 prosent av BNP i 1996. Norges
nettofordringer overfor utlandet blir positive i 1994.

Det synes å være bred enighet om at handlefriheten i finanspolitikken nå er strukket så langt at
en ikke kan fortsette å svekke budsjettbalansen. I samsvar med dette har Norges Bank i framskriv-
ningene lagt til grunn at underskuddet på statsbudsjettet, inklusive petroleumsinntekter, men der
kapitalinnskudd i forretningsdriften er holdt utenom, holder seg på 1993-nivået regnet som andel
av BNP. Utgiftsveksten på statsbudsjettet begrenses til om lag ½ prosent pr. år. Når det tas hensyn
til veksten i netto renteutgifter som følge av de lopende underskuddene, innebærer dette en reell
nedgang i de øvrige utgiftene på ½ prosent pr. år. Vi har lagt til grunn bare svak vekst i offentlig
etterspørsel og volumnedgang i overføringene, særlig til næringslivet.

Dersom en legger til grunn en lønnsvekst som ligger 2 prosentpoeng under våre handelspartnere,
vil det kunne bli en viss reduksjon i nivået på arbeidsledigheten fram til 1996. Men en slik
avdempet lønnsvekst kan ikke alene gi noen rask bedring på arbeidsmarkedet. Bare det å hindre
en videre oppgang i ledigheten vil uansett bli en sterk utfordring i årene som ligger foran oss.
Nøkkelene til en bedring ligger i arbeidsmarkedet selv. Ikke bare må en få til en sterk begrensning
av lønnsveksten i forhold til våre handelspartnere, men en må også få til et mer fleksibelt arbeids-
marked der lønnsstrukturen og rammevilkårene tilpasses for å gi bedriftene tilstrekkelig handlefri-
het til å møte økt etterspørsel og til å gi utsatte grupper bedre fotfeste i arbeidslivet.

Valutamarkedet og finansmarkedene

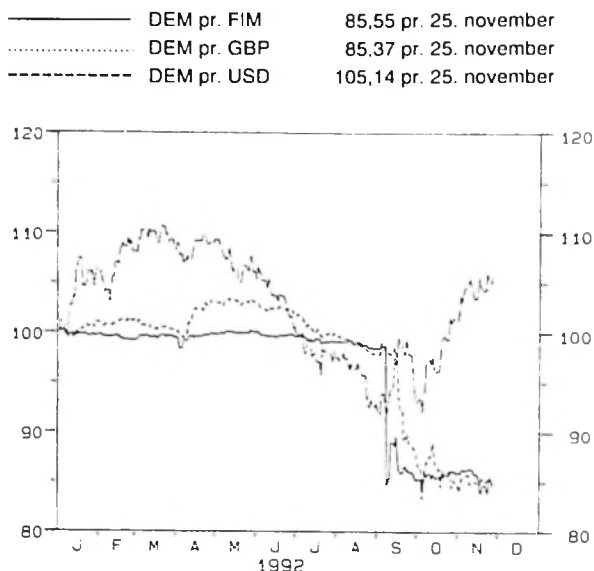
Ny uro på det internasjonale valutamarkedet i november

I løpet av oktober og første del av november normaliserte de europeiske finansmarkedene seg etter uroen i september. I de fleste land falt rentenivået ned til et lavere nivå enn før uroen startet. Uroen blusset imidlertid opp igjen i annen halvdel av november. Denne gangen var særlig Norden utsatt. Etter intervensjoner til støtte for den svenske kronen på hele 158 milliarder kroner i løpet av en seksdagers periode, men denne gangen bare en moderat renteøkning, valgte Sveriges Riksbank å la den svenske kronen flyte den 19. november. Den falt umiddelbart med vel 10 prosent mot ECU.

Det var også ny uro innenfor den europeiske valutakursmekanismen ERM, og 22. november ble både den spanske og den portugisiske valutaen nedskrevet med 6 prosent. Island skrev samtidig ned sin valuta med den samme prosentsatsen. Spanske pesetas ble også nedskrevet i september, da med 5 prosent. Så langt virker det som uroen i ERM var mer omfattende i september. Den gang ble først italienske lire devaluert samtidig som de tyske signalrentene ble noe redusert. Dette var ikke nok til å skape ro om valutaen, og liren ble senere i september suspendert fra intervensjonsforpliktelsene. Med virkning fra 17. september ble videre britiske pund trukket ut av ERM-samarbeidet. Pundet har siden frikoblingen fra ERM depresiert med 13 prosent mot tyske mark. Den franske valutaen var også utsatt for sterkt press i september. For å forsvare sentralkursen ble den franske valutaen støttet med svært store intervensjoner, og en midlertidig renteoppgang fulgte. De «høye» tyske pengemarkedsrentene, som av mange ble utpekt til hovedårsak til problemene innenfor ERM, falt med vel ett prosentpoeng gjennom og etter den turbulente perioden i september. I den aktuelle utdypingen etter dette kapittelet er disse forholdene omtalt nærmere.

Uroen denne høsten har resultert i at Finland, Italia, Storbritannia og nå sist Sverige har endret sin valutakurspolitikk og lar sine valutaer flyte.

Figur 1.1. Utviklingen i forholdet DEM pr. FIM, GBP og USD, siden januar 1992. Indeks. 2. januar 1992=100



Finske mark depresierte med nesten 15 prosent mot tyske mark etter frikoblingen fra ECU. Pundet har depresiert med om lag 13 prosent, mens amerikanske dollar har vist en varierende utvikling mot tyske mark gjennom hele 1992.

Kilde: Norges Bank.

Den nordiske valutakrisen hadde sin egen bakgrunn, men var også påvirket av den europeiske uroen

Vi har denne høsten både hatt en europeisk og en nordisk «valutakrise». Bakgrunnen for den europeiske uroen er nærmere omtalt i egen ramme.

Etter devalueringen av finske mark på vel 12 prosent i november i fjor, ble den finske marken flere ganger gjenstand for spekulasjon. Sentralbanken intervenerte for store beløp, og man økte også renten. Renteøkningene var imidlertid ikke tilstrekkelige til å hindre en gradvis uttapping av valutaeservene, og finske myndigheter vedtok å suspendere den finske marken fra ECU-tilknytningen med virkning fra 7. september. En depresiering på om lag 14 pro-

Den europeiske valutakrisen i august – september

Uroen tidligere i høst innenfor det europeiske valutasamarbeidet kan ikke henføres til en enkelt hendelse, men til en kombinasjon av flere sammenfallende faktorer.

- Grunnleggende økonomiske forhold som inflasjon og offentlige budsjettunderskudd i landene som til slutt måtte foreta en kursjustering, konvergente ikke mot nivåer som ville vært forenlig med en opprettholdelse av de faste kursene. Maastricht-avtalen og andre tiltak som pekte i retning av en rask integrasjon i Europa hadde imidlertid skapt forventninger til at de faste kursene likevel kunne opprettholdes. Resultatet av den danske, og senere uvisshet om utfallet av den franske folkeavstemningen om Maastricht-avtalen, svekket disse forventningene.
- Det europeiske valutasamarbeidet ble utsatt for et «sjokk» som følge av den tyske gjenforeningen. De svært store budsjettunderskuddene som fulgte gjenforeningen, skapte et inflasjonspress i tysk økonomi som kunne vært dempet av en appresiering av DEM innenfor ERM. Dette motsatte de andre landene seg, og Bundesbank måtte føre en stram pengepolitikk for å holde inflasjonen nede. DEM er ankervalutaen innen ERM, og en vesentlig økning av

inflasjonen i Tyskland kunne ført til en oppløsning av hele ERM-samarbeidet. Det økte tyske rentenivået førte imidlertid også til et høyere rentenivå i land der en svak realøkonomisk situasjon isolert sett kunne ha tilsagt et lavere rentenivå.

- Økningen av rentedifferansen mellom amerikanske dollar og tyske mark bidrog til et kraftig appresieringspress mot tyske mark.

Markedsaktørenes tiltro til myndighetenes vilje og evne til å opprettholde intervensjonskursene ble gradvis svekket og skapte valuta-utgang fra de valutaene som ble ansett som svakest. Valutautgangen fra Frankrike er et eksempel på at spekulasjonen ikke alltid hadde basis i mer grunnleggende forhold, ettersom økonomiske indikatorer har vist en god utvikling og Frankrike oppfyller samtlige av Maastricht-avtalens konvergenskriterier. Frankrike er et eksempel på land som valgte å bruke renten sammen med massive valuta-intervensjoner for å forsvare intervensjonsgrensene. I de land der kursjustering kunne fortone seg fornuftig ut fra grunnleggende forhold, så som Italia og Spania, valgte man denne løsningen. Storbritannia trådte ut av valutasamarbeidet og lot pundet flyte etter relativt begrenset renteøkning. Andre land kombinerte renteøkning og intervensjoner med midlertidig å gjeninnføre eller skjerpe eksisterende restriksjoner på kapitalbevegelser.

sent mot ECU fulgte umiddelbart. Etter suspensjonen har finske tre-måneders renter sunket fra 15–16 prosent i september til under 11 prosent i november.

Da finske mark ble suspendert fra ECU-tilknytningen, kom svenske kroner under kraftig press, og valutaintervensjonene var massive. For å signalisere fasthet om kurspolitikken, så den svenske sentralbanken seg nødt til å øke marginalrenten, som etter hvert ble økt til hele 500 prosent den 16. september. Etter annonsering av ulike finanspolitiske tilstramminger med bred tverrpolitisk tilslutning, falt tre-måneders pengemarkedsrentene gradvis tilbake, og lå i begynnelsen av november på om lag samme

nivå som i første halvår. Det vises også her til den aktuelle utdypingen for en mer detaljert framstilling.

Uroen blusset opp igjen midt i november, utløst blant annet av rykter om et enda større budsjettunderskudd i år enn tidligere anslått. Riksbanken valgte denne gangen å møte presset med massive intervensjoner i valutamarkedet. Etter forrige uro var reservene bygd opp til over 200 milliarder kroner ved statlige låneopptak og inngåelse av ulike kredittavtaler. Renten ble ikke presset opp i særlig grad i første omgang. Den 19. november ble marginalrenten på opplåning i Riksbanken satt opp til 20 prosent. Samtidig ble det fra regjeringen lansert en

ny finanspolitisk innstrammingspakke. Den skulle blant annet innebære en reduksjon i arbeidsgiveravgiften med ytterligere 7 prosent. I motsetning til de tidligere pakkene lyktes det denne gangen ikke regjeringen å oppnå enighet med opposisjonen på forhånd. Renteøkningen og den finanspolitiske pakken var ikke tilstrekkelig til å snu valutastrømmene, og om ettermiddagen valgte Riksbanken å la kronen flyte.

Valutauroen i Finland og Sverige kan i stor grad henføres til voksende ubalanser i de to økonomiene. Begge land har hatt kraftige etterspørselsbortfall som følge av et stort behov for finansiell konsolidering i husholdninger og bedrifter og den internasjonale konjunktursituasjonen. Finland har i tillegg «mistet» øst-eksporten. Dette har ført til en dramatisk nedgang i finsk økonomi, illustrert ved at arbeidsledigheten økte fra 3,5 prosent i 1990 til 16,2 prosent i oktober i år. De offentlige budsjettene er med dette blitt dramatisk svekket. Etter om lag balanse i 1990 økte underskuddet på statsbudsjettet til vel 7 prosent av BNP i 1992. Utviklingen i Sverige har ikke gitt like dramatiske utslag i arbeidsledigheten, men ubalansene er betydelige og voksende. Mens statens finanser i Sverige viste et overskudd på 1 prosent av BNP i 1990, viser det siste anslaget et underskudd på vel 9 prosent av BNP i 1992.

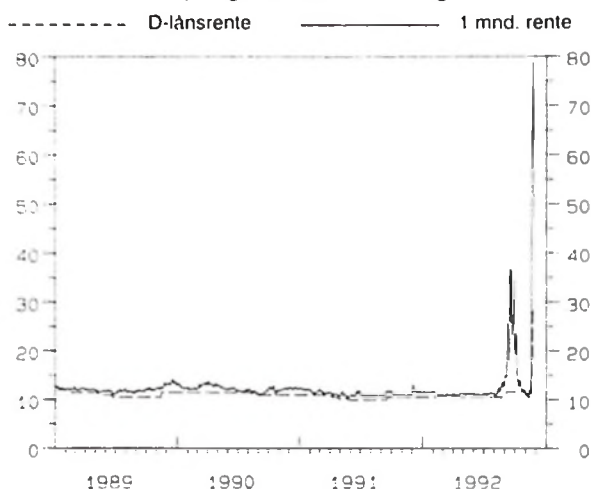
Som ledd i prosessen med å rette opp de store budsjettunderskuddene, har begge land lansert finanspolitiske «pakker» som tar sikte på gradvis å redusere den strukturelle delen av de offentlige underskudd. Tiltakene vil på kort sikt redusere etterspørselen ytterligere.

Uroen i Finland og Sverige smittet over på Norge

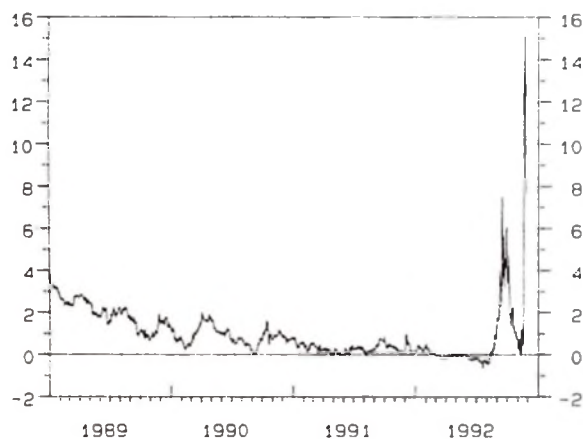
De felles underliggende problemene i våre to naboland er nok noe av årsaken til smitten fra Finland til Sverige. Den tette integrasjonen av de to lands økonomier og en felles forhistorie med nokså hyppig bruk av devalueringer som økonomisk virkemiddel spilte også inn. Dette er også noe av årsaken til at uroen smittet over på Norge. Da Finland lot

Figur 1.2. Renteutviklingen i det norske pengemarkedet

a) En-måneders pengemarkedsrente og D-lånsrente



b) Rentedifferansen for tremånedersplasseringer i norske kroner og ECU



Høstens valutauro har gitt store utslag i det norske pengemarkedet. De norske pengemarkedsrentene har i perioder ligget høyt over både D-lånsrenten og den tilsvarende ECU-renten. I løpet av oktober falt pengemarkedsrentene tilbake, og etter reduksjonene i D-lånsrenten i første del av november falt rentene til et nivå som var lavere enn i første halvår. Den nye uroen etter at svenskene lot kronen flyte, førte imidlertid til enda høyere pengemarkedsrenter i Norge. D-lånsrenten ble også hevet, først til 17, deretter til 25 prosent.

Kilde: Norges Bank.

sin valuta flyte i september, synes det å ha oppstått en utbredt frykt for at dersom Sverige fulgte etter og devaluerte, ville Norge komme til å følge etter Sverige igjen,

til tross for at fundamentale finanspolitiske og utenriksøkonomiske forhold i Norge er nokså forskjellige fra Sverige. I likhet med i Sverige måtte derfor også pengemarkedsrentene hos oss økes i september for å forsvare valutakursen.

Etter hvert som det ble klart at Sverige ville klare å stå imot presset og forsvare kronkursen, gav også presset mot den norske kronen seg, uten at vi behøvde å gå til like drastiske tiltak som Sverige. Tremåneders pengemarkedsrenten i Norge ble på det høyeste notert til 20,7 prosent den 16. september. Rentene for plasseringer med kortere løpetid ble notert på et enda høyere nivå. Flere av landene innenfor EMS opplevde også at de korte rentene steg betydelig, selv om utslagene for de fleste land ikke var så store som i Norge og Sverige. Resultatet ble derfor at rentedifferansen mellom NOK og ECU, som var negativ i betydelige deler av første halvår, i løpet av første halvdel av september steg markert. Den 16. september lå norske tremånedersrenter 7,5 prosentpoeng høyere enn tilsvarende teoretiske ECU-renter.

Denne store rentedifferansen var imidlertid ikke tilstrekkelig til å stabilisere valutamarkedet, og Norges Bank måtte selge valuta for å støtte kronen, spesielt i første halvdel av september. I august og september solgte vi netto valuta for til sammen 16,5 milliarder kroner. I september var det store svingninger fra dag til dag og Norges Bank foretok også store kjøp av valuta. Omfanget av de norske valutaintervensjonene i september var imidlertid beskjedne dersom vi sammenligner oss med Sverige og enkelte EF-land. Ved inngangen til oktober avtok uroen i penge- og valutamarkedene og kronen styrket seg. I begynnelsen av november hadde Norges Bank kjøpt tilbake mer enn den valutaen som gikk ut i august og september, og pengemarkedsrentene hadde falt tilbake til et lavere nivå enn de lå på før uroen startet. Norges Bank senket i to trinn D-lånsrenten tilbake til det nivået den hadde i sommer. I den aktuelle utdypingen er det gjort nærmere rede for Norges Banks likviditetspolitikk under valutauroen i august-september.

Rekordhøye renter og store intervensjoner i valutamarkedet mot slutten av november

Beslutningen om å la den svenske kronen flyte den 19. november førte til at den norske fastkurspolitikken ble satt på en hard prøve. Det ble umiddelbart et voldsomt press mot kronen. Dette ble møtt med begrensninger på bankenes adgang til å trekke på sin låneadgang i sentralbanken, heving av dagslånsrenten først til 17 prosent og senere 25 prosent og store støttekjøp fra Norges Bank sin side. Dette presset igjen markedrentene oppover. I dagene etter 19. november ble det rapportert om dagsrenter oppe i over 1000 prosent og svært stor «spread» mellom de kjøps- og salgsrenter bankene satte. Med slike høye renter og store «spread» blir spekulasjon kostbart, og valutastrømmen snudde i dagene som fulgte. Regjeringen varslet dessuten at den ved salderingen av budsjettet ville søke å gjenopprette budsjettbalansen etter den svekkelsen som fant sted gjennom Stortingets behandling, samtidig som den varslet bortfall og reduksjon av elektrisitetsavgiften til industrien for å styrke dens konkurransesituasjon.

I motsetning til ved den forrige perioden med uro i september var det denne gang norske sektorer utenom bankene som stod bak mesteparten av omvekslingen fra kroner til valuta. I løpet av uken 16.–20. november bidrog disse sektorene til at norske banker ble tappet for valuta tilsvarende 38,8 milliarder kroner. I den samme uken solgte Norges Bank valuta til bankene for 48,6 milliarder kroner. Ved valutauroen i september var det i første rekke utlendinger som skapte valuta-utgangen. Dette er nærmere omtalt i egen ramme i den aktuelle utdypingen.

Depresieringen av den svenske kronen etter at den ble gjort flytende, førte umiddelbart til en svekket konkurransevne for norsk industri med 1,5 prosent. Fra 1988 til 1991 styrket imidlertid norsk industri sin konkurransevne med over 20 prosent i forhold til svensk industri. Den svenske depresieringen på rundt 10 prosent har derfor bare reversert mindre enn halvparten av dette. Til tross for at viktige handelspartnere

som Sverige og Finland har latt sine valutaer depresiere denne høsten, har likevel ikke valutakursendringene bidratt til å svekke norsk industris samlede konkurransevne. Det skyldes først og fremst den kursoppgangen som har funnet sted på amerikanske dollar. Konkurranskursindeksen (figur 1.3) viser hvordan valutakursene bidrar til å påvirke industriens kostnadmessige konkurransevne. Figuren viser at denne indeksen nå er tilbake igjen til nivået fra før ECU-tilknytningen.

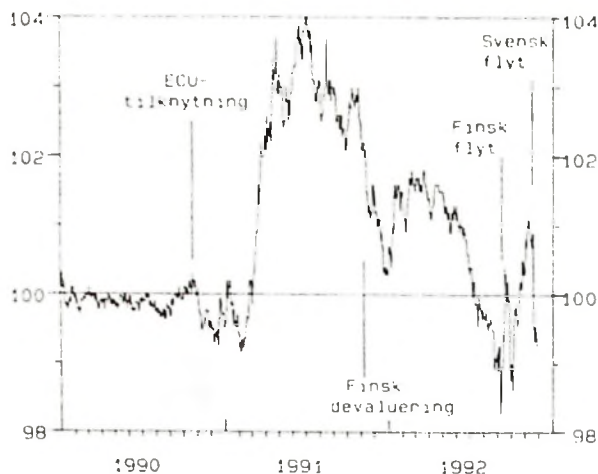
Da redaksjonen for denne rapporten ble avsluttet var pengemarkedsrentene kommet noe ned. D-lånsrenten i Norges Bank ble satt ned til 17 prosent den 30. november og effektiv tremånedersrente var da nede i 18,8 prosent mot 27,2 prosent på det høyeste den 20. november.

Uroen i valutamarkedet i september og november fikk også et visst gjennomslag på rentene i obligasjonsmarkedet. Fra en gjennomsnittlig notering på 9,7 prosent i juli steg renten på statsobligasjoner med 3–6 års gjenstående løpetid gjennom august og september, og nådde en topp på 10,9 prosent den 29. september. Den relativt moderate økningen kan tyde på at uroen ikke skapte noen særlig økning i de langsiktige inflasjonsforventningene. Økningen var enda mer moderat i november, og den første dagen etter Sveriges beslutning om å la kronen flyte, falt faktisk de lange rentene. De steg senere, men foreløpig ikke opp til det nivået de hadde i september.

Valutauro og problemene for UNI-Storebrand og Investa svekket finansinstitusjonenes resultater i tredje kvartal

Effekten på de norske finansmarkedene av valutauroen i august og september ble forsterket av problemene omkring forsikrings-selskapet UNI-Storebrand og investerings-selskapet Investa. Begge selskaper måtte innstille alle utbetalinger som følge av problemer med refinansiering av lån. Problemene for UNI-Storebrand og Investa var nok også en viktig årsak til at fallet i aksjekursene i august og september ble sterkere i Norge enn i de fleste andre europeiske land.

Figur 1.3. Konkurranskursindeksen



Før ECU-tilknytningen samsvarte konkurransekursindeksen i hovedsak med den offisielle norske valutakurven, og den lå derfor meget stabilt. Når konkurransekursindeksen stiger, bedres konkurransevnen, og motsatt når den faller. De fire strekene i figuren markerer henholdsvis:

- den norske ECU-tilknytningen 22. oktober 1990
- den finske devalueringen 14. november 1991
- innføringen av flytende kurser i Finland 8. september 1992
- innføringen av flytende kurser i Sverige 19. november 1992

Den kraftige økningen av konkurransekursindeksen i første del av 1991 skyldes i hovedsak økningen i kursen på amerikanske dollar. Deretter falt dollaren kraftig fram til utgangen av august i år, og dette trakk konkurransekursindeksen ned igjen. Siden begynnelsen av september 1992 har konkurransekursindeksen gått opp igjen til tross for depresiering både av britiske pund, svenske kroner og finske mark. Dette skyldes i første rekke styrking av dollarkursen.

Kilde: Norges Bank.

I tillegg til valutauroen har disse forholdene bidratt til å svekke finansinstitusjonenes resultater i tredje kvartal. Foreløpige tall fram til utgangen av september viser at alle grupper finansinstitusjoner har svekket sine resultater i forhold til kvartalet før. Fram til og med tredje kvartal i år er det bare finansieringsselskapene og sparebankene som kan vise til overskudd av den ordinære driften. Forretningsbanker og kredittforetak gikk med underskudd. De svake resultatene, og

Nye tiltak overfor bankene

Fra 1. januar 1993 skal bankene tilfredsstille lovens krav om 8 prosent kapitaldekning. For de tre forretningsbankene som staten er helt eller delvis eier av gjennom Statens Banksikringsfond, var det klart at verken Fokus Bank eller Kreditkassen ville oppnå 8 prosent kapitaldekning uten ytterligere kapitaltilførsel. Ut fra regnskapet for tredje kvartal måtte en regne med at også Den norske Bank ville falle under 8 prosent ved årsskiftet.

I avtaler av 23. november 1992 med de tre bankene har Statens Banksikringsfond, med forbehold om bevilgning fra Stortinget, tilført bankene ny egenkapital for 4 milliarder kroner og egenkapitalgarantier for 800 millioner kroner.

- Den norske Bank får 1,5 milliarder kroner i preferansekapital og 600 millioner i garanti. Bankenes ordinære aksjekapital og preferansekapital fra Forretningsbankenes Sikringsfond nedskrives.
- Fokus Bank får 600 millioner kroner i aksjekapital og 200 millioner i garanti.
- Kreditkassen får 1 milliard kroner som aksjekapital og 900 millioner som ansvarlig konvertibelt lån.

For at bankene igjen skal kunne reise kapital i det private marked på forretningsmessig basis, må de i en normalisert misligholds- og tapssituasjon kunne gi en egenkapitalavkastning som ligger betydelig over den risikofrie rente. Med dagens rentenivå betyr det et avkastningskrav i størrelsesorden 15-20 prosent. Selv om det på enkelte områder har vært en positiv utvikling blant de tre bankene, viser resultatutviklingen at det fortsatt er nødvendig å styrke inntektene og redusere kostnadene i de enkelte banker gjennom

tilpasning av kapasitet og høyere effektivitet. Bankene har derfor i avtalene med Statens Banksikringsfond forpliktet seg til å treffe vedtak om følgende tiltak:

- Den norske Bank skal over en to-årsperiode redusere driftskostnadene med 14 prosent og redusere det vektete beregningsgrunnlaget med om lag 12 prosent over samme periode. Reduksjonen vil være sterkest i personkundeforholdet.
- Fokus Bank skal foreta en betydelig reduksjon av sin forvaltningskapital og kostnader delvis ved at banken i henhold til sin egen plan konsentrerer virksomheten om de deler av landet hvor den tradisjonelt har stått sterkt. Banken reduserer dermed kostnadene med 40 prosent over to år. Det vektete beregningsgrunnlaget reduseres til om lag 20 milliarder.
- Kreditkassen skal over 2 år redusere kostnadene med 8 prosent. Det innebærer et noe mer grovmasket filialnett.

Reduksjonen i bankenes forvaltningskapital ventes i stor utstrekning å skje ved at filialer og kontorer selges til andre banker, f.eks. sparebanker. Samtidig vil bankene arbeide for en effektivisering og koordinering av betalingsformidlingen i Norge. En slik koordinering bør også omfatte de postale giro- og banktjenester.

Det vil fortsatt være to banker med landsomfattende virksomhet som kan betjene bedriftskunder. I tillegg vil Fokus Bank og de regionale forretningsbanker og sparebanker bidra til konkurranse i de deler av markedet der de har grunnlag for lønnsom drift. På personkundemarkedet vil dessuten lokale sparebanker og Postbanken sikre konkurranse.

spesielt svekkelsen i forhold til første halvår, kan i stor grad tilskrives store kurstap på verdipapirer. Økningen i utlånstapene i tredje kvartal i forhold til første halvår, har også vært markert for alle gruppene.

Selv om resultatene for tredje kvartal viser en svakere utvikling enn i første halvår, er det en markert bedring i forhold til tredje kvartal i fjor. Hittil i år er driftsresultatet for

alle institusjonene med unntak av kredittforetakene markert bedre enn samme periode i fjor. Rentenettoen er klart forbedret. Og det er bare for kredittforetakene utlånstapene har økt, men da fra et relativt lavt nivå.

Bankenes avhengighet av innlån til pengemarkedsvilkår er betydelig redusert, blant annet fordi bankene har redusert sin opplåning i Norges Bank. Så langt i år

utgjør innskudd fra publikum om lag 56 prosent av utlån til publikum. Ved utgangen av 1990 var denne andelen 47 prosent. En slik endring i sammensetningen av bankenes balanse vil bidra til å øke bankenes rentenetto.

Statens Banksikringsfond la den 23. november fram en omfattende plan med sikte på omstrukturering og oppkapitalisering av de tre største forretningsbankene i Norge. Tiltakene er omtalt i egen ramme.

Konjunkturutviklingen

Den internasjonale oppgangen er fortsatt svært moderat

Hovedbildet i internasjonal økonomi er fremdeles preget av at den ventede forsterkningen av oppgangen har uteblitt. USA har hatt seks etterfølgende kvartaler med vekst, men oppgangen sett under ett er uvanlig svak og har ikke vært tilstrekkelig til å stimulere andre økonomier. I tillegg er de seneste årenes vekst-økonomier, som Tyskland og Japan, i en stagnasjonsfase. Dette øker usikkerheten i vurderingen av de internasjonale konjunkturutsiktene ytterligere. Den svake utviklingen i år har ført til at anslagene for økonomisk vekst i de industrialiserte land nok en gang er nedjustert. Det ser nå ut til at BNP-veksten i OECD-landene vil bli om lag 1½ prosent i år, mens det for neste år ventes en BNP-vekst på om lag 2 prosent. I løpet av 1993 ventes imidlertid veksttakten i OECD-området å ta seg opp til om lag 3 prosent, noe vi antar vil holde seg fram til 1996. Svak utvikling hos viktige handelspartnere som Sverige og Storbritannia, bidrar til at veksten for Norges handelspartnere antas å bli beskjedne ½ prosent i år og vel 1¼ prosent i 1993. Også i perioden 1994–96 ventes veksten hos våre handelspartnere å bli svakere enn i hele OECD-området, om lag 2½ prosent.

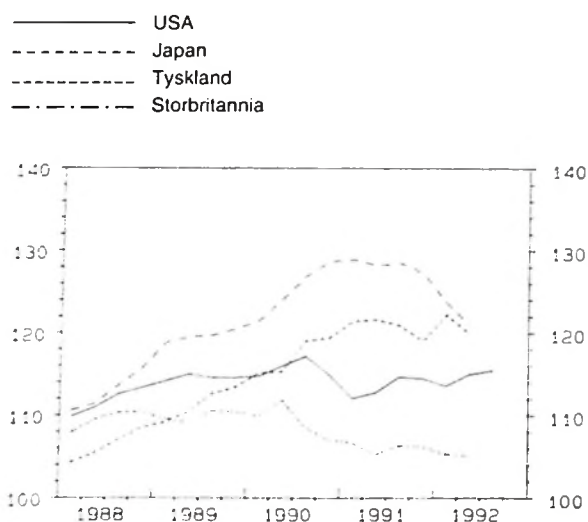
De store industrilandene

I USA viser foreløpige nasjonalregnskapstall at BNP sesongjustert økte med 3,9 prosent i

årlig rate fra andre til tredje kvartal. Dette var sterkere enn ventet. Den langvarige svake realøkonomiske utvikling har ført til betydelige lettelser i pengepolitikken. Vi legger til grunn at presidentskiftet fører til en svakt stimulerende finanspolitisk pakke, som kombinert med en langsiktig strategi for å redusere underskuddet vil øke både næringslivets og husholdningenes tiltro til egne økonomiske utsikter. En moderat oppgang i investeringer, privat konsum, samt noe sterkere eksportvekst, vil bidra til at BNP øker med vel 2½ prosent i 1993.

Den økonomiske utviklingen i Japan er svært forskjellig fra den man så i 1980-årene. Det sterke fallet i formuesverdier, problemer i finansinstitusjonene, betydelig nedgang i industriproduksjonen og politiske og økonomiske skandaler har ført til at næringslivets tiltro til den økonomiske utviklingen er på det laveste siden børsfallet i 1987. Husholdningene, som gjennom 1980-tallet erfarte stabil og høy inntekts-

Figur 1.4. Industriproduksjonen i USA, Japan, Tyskland og Storbritannia. Indeks. 1985=100



Spesielt Japan har opplevd kraftig fall i industriproduksjonen. Fra årsskiftet og fram til august lå industriproduksjonen vel 4½ prosent lavere enn gjennomsnittet for 1991. I USA var industriproduksjonen i de 8 første månedene i år om lag på samme nivå som gjennomsnittet for 1991.

Kilde: OECD.

vekst, opplever nå at realinntekten ikke vokser i samme takt som før. De viktigste etterspørselsimpulsene kommer for tiden fra offentlig sektor, og de finanspolitiske tiltakene som ble annonsert i høst vil bidra til at BNP-veksten neste år kan bli vel 2½ prosent.

I *Europa* er situasjonen preget av utviklingen i tysk økonomi, der den stramme pengepolitikken har ført til høyere rente i andre europeiske land enn det den interne realøkonomiske situasjonen i disse landene isolert sett skulle tilsi. Nå ser det imidlertid ut til at tysk økonomi er på vei inn i en stagnasjonsfase, og det kan bli lite drahjelp å hente fra Tyskland i de kommende tolv måneder. Liten tiltro til de økonomiske fremtidsutsiktene betyr meget moderat utvikling i innenlandsk etterspørsel. Samtidig vil den forverrede konkurransevnen, både som følge av høy lønnsvekst og den sterke tyske marken, samt lavere vekstutsikter internasjonalt begrense potensialet for eksportledet vekst. I det tidligere Øst-Tyskland går omstillingen langsommere enn antatt, selv om privatiseringsprosessen stort sett er i rute. Investeringene i de østlige delstater øker kraftig neste år, i stor grad basert på ulike former for overføringer fra vest. Dette vil bidra til at BNP for det samlede Tyskland vil øke med om lag 1¼ prosent.

Bundesbank har erklært at en forutsetning for rentenedgang er klare tegn til nedgang i inflasjonen, først og fremst som følge av et moderat lønnsoppgjør, og en reduksjon i de offentlige underskudd. Selv om pris- og lønnsveksten så langt har vært sterk, kan det være grunn til å forvente bedring på dette området i 1993, og prisveksten ventes å komme ned i 3½ prosent. Sammen med den relativt svake veksten i økonomien venter vi at det kortsiktige rentenivået i Tyskland gradvis vil falle i årene framover.

Mens det på vårparten så ut til at økonomien i *Storbritannia* var inne i en positiv fase, har det etter hvert blitt stadig klarere at den befinner seg i en langvarig nedgangsperiode. BNP har vist fallende eller flat utvikling i de siste to årene. Økende arbeidsledighet og reduserte formuesverdier, først og fremst som følge av et kraftig fall i boligprisene, har ført til at husholdningene har liten

tro på en bedring i sin privatøkonomi. Britiske produsenter nyter imidlertid nå godt av bedret konkurransevne. Vi legger til grunn en svak eksportledet oppgang i *Storbritannia* til neste år, og antar at BNP vil øke med vel 1 prosent. Depresieringen av pundet vil gi noe sterkere prisimpulser, og myndighetenes erklærte målsetting om at økonomisk vekst har høyere prioritet enn lav inflasjon, bidrar til at prisveksten neste år ventes å bli høyere enn tidligere antatt.

Utviklingen i Norden

Utviklingen i *Sverige* ventes å bli svak de nærmeste årene. Foruten behovet for konsolidering både i offentlig og privat sektor, vil de finanspolitiske pakkene sammen med de økte importprisene som følge av depresieringen, føre til en kraftig reduksjon i husholdningenes disponible realinntekt neste år. Stimulansen fra innenlandsk etterspørsel vil bli negativ i tiden framover og begrense importen. Reduksjonen i arbeidsgiveravgiften og depresieringen av kronen vil umiddelbart styrke konkurransevnen og gi vekst i markedsandeler og eksport. Eksportveksten vil imidlertid ikke være tilstrekkelig til å forhindre at BNP kan falle med 1½ prosent i 1993 etter et tilsvarende fall i år. I *Finland* har det store kursfallet på finske mark det siste året og reduksjon i tallet på ansatte i næringslivet ført til en meget sterk konkurransevneforbedring. Foreløpig ser det ut til at prisveksten er under kontroll, og finske produsenter har allerede klart å øke eksportvolumet så sterkt at det nå er høyere enn i perioden før øst-handelen falt bort. Også i *Finland* ventes de finanspolitiske innstramningene å gi markert nedgang i innenlandsk etterspørsel, og vekstanslaget på 2¼ prosent til neste år er basert på fortsatt eksportoppgang. Dette forutsetter at prisveksten fortsatt vil være moderat, og at det internasjonale oppsvinget kommer som forutsatt.

Internasjonale usikkerhetsfaktorer

Selv om utsiktene for den økonomiske veksten inn i 1993 er mindre optimistisk enn

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

	BNP i faste priser				Konsumpriser			
	1991	1992	1993	1994-96	1991	1992	1993	1994-96
USA	-1,2	1%	2%		4,3	3	2%	
Japan	4,4	1%	2%		2,6	2	1%	
Tyskland	3,7	1%	1%		3,8	4%	3%	
Storbritannia	-2,2	-1	1%		7,5	4	5	
Sverige	-1,8	-1%	-1%		10,2	2%	3%	
Finland	-6,5	-2	2%		5,3	3%	4	
Memo:								
OECD totalt	0,8	1%	2	3	4,7	3%	3%	2%
Norges handelspartnere	0,3	½	1%	2%	5,3	3%	3%	3

Kilde: OECD, IMF og Norges Bank

tidligere, har vi likevel antatt at veksten i industrilandene i løpet av 1993 og inn i 1994 tar seg opp til 3 prosent. For 1993 trekker usikkerheten ved disse anslagene i negativ retning. På den annen side bør man ikke overdrive pessimismen ved å basere et langvarig lav-vekstscenario på den nåværende svake situasjonen. Det skal ikke utelukkes at veksten tar seg opp igjen, som i tidligere oppgangsperioder. De økonomiske utsiktene på kort sikt påvirkes av flere faktorer som alle har strukturelle trekk ved seg.

Det er fortsatt usikkerhet om hvor omfattende og tidsutstrakt privat sektors finansielle tilpasning vil være i de land der det er store ubalanser. I flere land fortsetter formuesverdiene å falle. I USA har privat sektor nå kommet langt i sin konsolidering, og slik sett lagt grunnlaget for et økonomisk oppsving. I flere andre land, blant annet Storbritannia og Japan, har denne tilpasningen ikke kommet så langt og vil således fortsatt kunne hemme etterspørselen.

En viktig problemstilling for Europa er utsiktene for renteutviklingen i Tyskland. I lys av den svake utvikling i tysk økonomi som ventes, kan det være grunn til å anta at lønnsavtalene i tiden framover i større grad vil reflektere situasjonen på arbeidsmarkedet. Det vil i så fall bidra til en avdempning av det tyske inflasjonspresset gjennom 1993, noe som i neste omgang vil legge grunnlaget for en reduksjon av det kortsiktige tyske

rentenivået. Dette kan spre seg til resten av Europa. Vi har lagt til grunn en slik renteutvikling i vår framskrivning. Skulle rentenedgangen utebli, kan det skyldes at konjunkturavmatningen ikke blir tilstrekkelig til å dempe inflasjonen i Tyskland eller at vi får en mer stagflasjonslignende utvikling der konjunkturturene svekkes uten at inflasjonen følger med ned.

Selv om den korte renten i Europa skulle gå ned, er det langt fra sikkert at den langsiktige renten følger med. De store budsjettunderskuddene i mange land skaper frykt for sterkere framtidig inflasjon som kan hindre nedgang i de langsiktige rentene. Et klart bekymringsfullt trekk ved internasjonal økonomi er i denne sammenheng at Japan er det eneste industriland som har handlefrihet til å møte et etterspørselsbortfall med aktiv finanspolitikk. Hvilken realøkonomisk effekt en kan vente av lavere kortsiktige renter er også usikkert. Det vil blant annet avhenge av om det er korte eller lange renter som er viktigst for realetterspørselen. Den finansielle konsolideringsprosessen i mange land og erfaringene fra USA, der de kortsiktige rentene har falt markert de siste årene uten at aktiviteten har blitt særlig sterk, reiser også spørsmålet om hvor mye etterspørselsvirkning vi kan vente fra en mindre stram pengepolitikk i en situasjon der husholdninger og bedrifter ønsker å redusere sin gjeld.

Flere land, blant annet de som har vært sterkt utsatt for valutauro, har blitt tvunget til å stramme til finanspolitikken for å motvirke en ytterligere forverring i statsfinansen. Dersom mange land gjør dette samtidig, vil det på kort sikt kunne ha negative effekter på veksten i Europa. Større innsats for å oppfylle Maastricht-kriteriene kan også bidra til en slik utvikling. På den annen side vil lavere budsjettunderskudd kunne lede til lavere langsiktige renter.

Valutauroen har vist ønskeligheten av tiltak for større stabilitet i valutakursene

Det antas i denne rapporten at utviklingen i de utenriksøkonomiske ubalanser mellom de økonomiske hovedområder USA, Europa og Japan ikke vil være av en slik størrelse at de vil bremse på den økonomiske utviklingen. Selv om forhandlingene i forbindelse med den såkalte Uruguay-runden neppe vil ha avgjørende betydning for den faktiske handelen og de internasjonale ubalansene gjennom 1993 og 1994, vil en vellykket avslutning med enighet om styrking av det multilaterale handelssystemet virke positivt på markedsaktørenes tillit og bedriftenes investeringsplaner. På lang sikt er en vellykket avslutning av Uruguay-runden viktig for fortsatt vekst i verdenshandelen. Et avtaleverk som GATT er generelt svært viktig for små åpne økonomier. For at u-landene og de tidligere sentraldirigerte økonomier skal få mulighet til å lykkes i sitt reformarbeid og oppnå økonomisk vekst, er det en forutsetning at de oppnår markedsadgang i i-landene for sine produkter.

I lys av de senere måneders uro på valutamarkedene vil det være viktig å bedre grunnlaget for kursstabilitet i Europa. Det vil måtte innebære både større grad av økonomisk konvergens og styrking av mekanismene for kurssamarbeidet. Mer generelt er det behov for å styrke den multilaterale økonomiske overvåkingen, slik at det tas tilstrekkelig hensyn til det internasjonale perspektivet av de enkelte lands politikkformulering. En internasjonalt koordinert politikkrespons kan utgjøre et viktig element for

å bedre markedsaktørenes tiltro – og dermed investeringsvilje og vekst framover.

Det er likevel viktig at myndighetene innretter den økonomiske politikken ut fra et mellomlangiktig perspektiv. Dette innebærer særlig at finanspolitikken legges opp med sikte på budsjettmessig konsolidering. Pengepolitikkenes oppgave er først og fremst å ta sikte på å sikre prisstabilitet. På kort sikt kan en finanspolitisk konsolidering få kontraktive effekter, men er på lengre sikt helt nødvendig for å bedre den økonomiske balansen og styrke de økonomiske utsiktene på mellomlang sikt.

Konjunkturutviklingen i Norge

Da Norges Bank sist la fram prognoser om utviklingen i norsk økonomi i juni, ble det lagt til grunn at veksten i økonomien ville ta seg opp gjennom året. Både privat konsum, eksport, oljeinvesteringer og offentlig etterspørsel var ventet å bidra til det. Det kvartalsvise nasjonalregnskapet (KNR) for annet kvartal viste en sterk vekst i økonomien fra første til annet kvartal og en sterkere vekst enn det vi hadde lagt til grunn i våre juni-prognoser. Mye av denne veksten skyldes sterk vekst i privat konsum. De siste måneders løpende indikatorer over utviklingen i realøkonomien viser en mer avdempet utvikling. Varekonsumet var, sesongjustert, om lag uendret fra annet til tredje kvartal, men veksten hittil i år er likevel på 2 prosent.

Det er heller ikke noe klart tegn til vendepunkt i kredittetterspørselen. Foreløpige oppgaver for de tre første kvartalene viser at private og kommuner nedbetaler gjeld i enda større omfang i år enn i 1991 (jf. tabell 1.2.). De månedlige oppgavene over kredittilførsel viser fortsatt fall over de siste tolv måneder, men de siste månedene har fallet vært mindre sterkt. Det er kredittforetak og banker som reduserer sine utlån. Sterk utlånsvækst fra statsbanker og forsikringsselskap er ikke nok til å oppveie det.

Pris- og kostnadsutviklingen er fortsatt svært moderat. Tolv månedersraten for konsumprisene lå i oktober på 2,2 prosent. Også lønnsveksten er beskjeden, og gjen-

Tabell 1.2. Endringer i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld. Milliarder kroner ¹⁾

	1987	1988	1989	1990	1991	1.-3. kvartal	
						1991	1992
1 Økning i fordringer	92	59	61	73	39	32	16
1.1 Innenlandske fordringer (Likvide fordringer, sertifikater, obligasjoner, forsikringskrav mv.)	63	41	41	36	23	3	12
1.2 Fordringer på utlandet	29	18	21	38	16	30	3
2 Økning i gjeld	163	107	96	58	-5	..	..
2.1 Innenlandsk kreditttilførsel	113	65	52	35	-10	-7	-19
2.2 Gjeld til utlandet	31	29	33	17	-4	-3	-3
2.3 Statlig kapitalinnskudd i forretningsdriften	13	9	5	3	4	..	..
2.4 Skattekreditter	6	4	5	3	4	..	..
3 Økning i gjeld eksklusiv kapitalinnskudd og skattekreditter	144	94	85	52	-14	-10	-22
4 Nettogjeldsøkning (2-1)	71	48	34	-15	-45	..	..
5 Nettogjeldsøkning eksklusiv kapitalinnskudd og skattekreditter (3-1)	52	35	24	-22	-54	-43	-38

¹⁾ Omfatter private foretak inklusiv olje og sjøfart, husholdninger, kommuner og kommuneforetak. Anslagene er dels basert på tall fra kredittmarkedsstatistikken, utenriksregnskap mv. og dels på anslag laget i Norges Bank. Både fordringer og gjeld er korrigert for ulike former for utlånsavlastninger. Det må understrekes at anslagene er beheftet med betydelig usikkerhet.

nomsnittlig timefortjeneste for industriarbeidere økte fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år med bare 3,1 prosent.

Overskuddet på driftsbalansen var påfallende lavt i første halvår. Det skyldes ekstraordinær utbetaling av aksjeutbytte fra oljesektoren til utlandet. Mye tyder på at dette var et engangsfenomen som kan tilskrives de nye skattereglene som gjør det mindre gunstig å sitte med store beholdninger av finanskapital. Driftsoverskuddet økte igjen i juli og august og er i årets åtte første måneder kommet opp i 13,1 milliarder kroner. Underskuddet på den tradisjonelle varebalansen har økt, hovedsakelig som følge av det kraftige prisfallet på eksport av tradisjonelle varer. I tredje kvartal var eksportprisene mer enn 8 prosent lavere enn samme kvartal i 1991.

Ifølge Arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) var både sysselsettingen og det sesongjusterte tallet på arbeidssøkere stabilt fra annet til tredje kvartal. De siste tallene for registrerte ledige har vist en viss nedgang. Ved utgangen av oktober var sesongjustert registrert ledighet vel 5 prosent. Dette skyldes imid-

lertid en kraftig opptrapping av arbeidsmarkedstiltakene som nå omfatter hele 75000 personer, eller 3,5 prosent av arbeidsstyrken.

Små endringer i prognosene for 1992

Når det gjelder prognosen for 1992, er den viktigste endringen fra juniprognosen at vi har justert opp veksten i privat konsum fra 1,5 til i underkant av 2 prosent, i tråd med den løpende utviklingen. Investeringene i fastlandsøkonomien er derimot nedjustert. Det skyldes en nedjustering av anslaget for industriinvesteringene. Disse endringene oppveier hverandre slik at etterspørselen fra Fastlands-Norge ventes å øke med 1,3 prosent i år. Anslaget for veksten i BNP for Fastlands-Norge er om lag 1 prosent. Arbeidsledigheten har fortsatt å kripe oppover og ser ut til å bli i gjennomsnitt 6 prosent i år (AKU-definisjon) mot 5,5 prosent i 1991. Inflasjonen blir også noe lavere enn tidligere antatt og vil som gjennomsnitt fra 1991 til 1992 bare øke med vel 2¼ prosent. Driftsoverskuddet ser ut til å bli omkring 23 milliarder kroner i år.

Framskrivninger til 1996

Norges Bank har gjennom noen tid arbeidet med framskrivninger som går lenger fram enn de neste 18 månedene, og legger nå for første gang fram resultatet av slike beregninger. Hensikten med å trekke horisonten fram til 1996 er at et lengre perspektiv gjør det lettere å avdekke mulige ubalanser og å klargjøre viktige usikkerhetsfaktorer som man må ta hensyn til i utforming av den økonomiske politikken. Utviklingen de siste årene har bekreftet at det å lage framskrivninger er svært vanskelig selv for en relativt nær framtid. Det blir ikke lettere når horisonten trekkes lenger ut. Slike framskrivninger er beheftet med stor usikkerhet og må derfor brukes med forsiktighet. Snarere enn å gi uttrykk for vår tro på den mest sannsynlige utviklingen, må de sees som et forsøk på å etablere en referansebane som kan være utgangspunkt for en diskusjon om usikkerheten framover og hvilke problemstillinger en står overfor i den økonomiske politikken.

Moderat drabhjelp fra utlandet – fortsatt vekst i oljevirksomheten

Vi har lagt til grunn at høstens uro i finansmarkedene ikke får særlig varige virkninger verken internasjonalt eller i Norge.

I vår referansebane har vi som beskrevet foran lagt til grunn en BNP-vekst hos våre handelspartnere på 1,3 prosent i 1993, stigende til om lag 2,5 prosent pr. år i perioden 1994 til 1996. Vi legger videre til grunn at konjunktursvekkelsen i Europa vil bidra til at det kortsiktige rentenivået i 1994 vil være kommet ned på et klart lavere nivå enn i 1992. Nedgangen i det langsiktige rentenivået i Europa vil være begrenset.

Norsk industri styrket sin konkurransevne med 10 prosent fra 1988 til 1991 blant annet på grunn av svakere vekst i norsk økonomi enn hos våre handelspartnere, og dermed lavere lønnsvekst. Lønnsveksten i norsk industri er nå kommet ned i om lag 3 prosent. På grunn av den svake konjunkturutviklingen hos våre handelspartnere er imidlertid lønnsveksten også på vei ned der.

Dersom sysselsetting, ledighet og produktivitet utvikling blir som i vår referansebane, viser beregninger med lønnsblokken i Norges Banks modell RIMINI at lønnsveksten i norsk industri kan bli i størrelsesorden 3–3,5 prosent årlig fram til 1996. Vi har lagt en lønnsvekst på 3,5 prosent pr. år til grunn i referansebanen. Med bakgrunn i en noe sterkere økonomisk vekst hos handelspartnerne enn hos oss, regner vi med at lønnsveksten der blir noe høyere, anslagsvis 4 prosent. Under forutsetning om samme produktivitetvekst som handelspartnerne og ingen valutakursjusteringer, innebærer dette at konkurransevnen bedres med ½ prosent pr. år. På grunn av det høye kostnadsnivået og sammensetningen av norsk industriproduksjon, må vi likevel vente svakere vekst i norsk eksport enn veksten på våre markeder. Vi legger til grunn en årlig vekst på mellom 3,5 og 4,0 prosent for eksporten av tradisjonelle varer. Det er da tatt hensyn til at markedsåpningen gjennom EØS-avtalen slår ut både i høyere eksport og høyere import.

Oljevirksomheten vil være en næring i vekst gjennom hele perioden vi ser på. Utvinningen av olje og gass øker fra vel 130 millioner tonn oljeekvivalenter (mtoe) i 1992 til rundt 150 mtoe i 1996. Påløpte oljeinvesteringer, som øker med 10 prosent i år, øker med hele 18 prosent neste år og er deretter forutsatt å holde seg på samme nivå. For 1992 og 1993 innebærer dette en kraftig oppjustering i forhold til tidligere anslag. Som vanlig legger vi til grunn uendret realpris på olje framover.

For finanspolitikken framover legger vi til grunn at et overordnet mål vil være å hindre en ytterligere svekkelse av statsfinansene, og aller helst få til en styrking. For 1993 legger vi til grunn forslaget fra regjeringen i Nasjonalbudsjettet for 1993. Som en teknisk forutsetning har vi lagt til grunn at budsjettunderskuddet eksklusive kapitalinnskudd i oljevirksomheten holdes konstant som andel av BNP årene deretter. Skatte- og avgiftsnivået er holdt uendret. Dette gir rom for en utgiftsvekst på statsbudsjettet på ½ prosent pr. år i perioden 1994–1996. Det er forutsatt betydelige innstramninger og reelle

kutt i overføringsordningene. Næringsstøtten er redusert med 20 prosent i realverdi fra 1993 til 1996, og overføringene til husholdningene blir lavere enn utviklingen i demografiske forhold og oppbyggingen av trygdesystemet skulle tilsi. Realveksten i overføringene til husholdninger utenom arbeidsledighetstrygd begrenses til 1-1½ prosent. Disse betydelige nedskjæringene i overføringsordningene skaper på den annen side rom for en vekst i offentlig etterspørsel etter varer og tjenester på ¼ prosent pr. år i perioden 1994-96. Med gitt nivå på de offentlige utgiftene bidrar denne endringen av sammensetningen av de offentlige utgifter til høyere sysselsetting.

Fortsatt oppgang i norsk økonomi, men ikke tilstrekkelig til å redusere ledigheten

Med disse forutsetningene avtegner det seg et bilde av en fortsatt moderat oppgang i norsk økonomi framover. De viktigste vekstimpulsene kommer fra privat konsum og eksport, men de blir ikke særlig sterke. Husholdningenes finansielle stilling er styrket, men usikre økonomiske utsikter og relativt høy arbeidsledighet vil gjøre dem forsiktige og bidra til å holde sparingen oppe. For å forhindre ytterligere svekkelse av budsjettunderskuddet må nødvendigvis veksten i offentlig etterspørsel bli meget moderat sammenlignet med de foregående årene. Et lavere kortsiktig rentenivå, som vi har lagt til grunn, vil ha en viss, men begrenset positiv effekt på etterspørselen. Oljeinvesteringer og etter hvert bygging av hovedflyplass vil bidra til vekst i investeringene de nærmeste årene. Med den svake utviklingen i våre naboland kan man ikke se bort fra at en økende del av prosjektene vil bli gjennomført av utenlandske selskaper. Investeringer i næringslivet i fastlandsøkonomien forøvrig regner vi med vil bli liggende på et lavt nivå i hele framskrivningsperioden, dels på grunn av overkapasitet og dels på grunn av vårt høye kostnadsnivå. Vi legger til grunn en viss vekst i boliginvesteringene fra og med 1994 etter en nedgang på 20 prosent i år og nullvekst neste år.

BNP for Fastlands-Norge øker med knapt 1 prosent i år, 1 prosent i 1993 og med omkring 2 prosent pr. år i resten av perioden. Produktivitetsveksten for fastlandsøkonomien antas å bli 1 prosent i 1993 og vel 1,5 prosent pr. år i perioden 1994-96, slik at det blir en vekst i utførte timeverk på under 0,5 prosent pr. år fra 1993 til 1996 etter et fall på 0,7 prosent i år. Med en tendens til fortsatt redusert gjennomsnittlig arbeidstid vil veksten i *antall sysselsatte* personer bli noe sterkere, anslagsvis ¼ prosent i 1993 og i overkant av ½ prosent pr. år deretter.

Hvilken ledighetsutvikling dette vil gi er usikkert, og vil avhenge av hvordan arbeidsstyrken utvikler seg. Normalt vil det bli liten

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

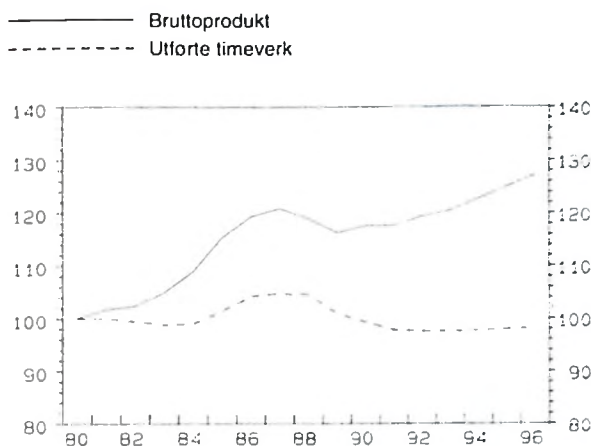
	1987-91	1992	1993	1994-96
Privat konsum	-0,8	1,9	1,5	2,0
Offentlig konsum	2,3	3,0	1,1	0,9
Realinvesteringer,				
Fastlands-Norge	-6,6	-3,8	-0,3	1,6
Påløpte oljeinvesteringer	3,3	10,0	18,2	-0,5
Innenlandsk anvendelse	-1,7	1,2	2,4	1,5
Herav: Fastlands-Norge ¹⁾	-1,9	1,3	1,1	1,7
Eksport	6,3	6,4	0,5	4,1
Olje og gass	13,5	12,6	0,0	4,6
Andre varer	5,8	3,5	3,5	3,8
Import	-1,0	3,6	5,0	2,8
Andre varer	-2,0	4,0	3,6	3,4
BNP	1,1	2,6	0,6	2,3
BNP, Fastlands-Norge	-0,3	0,9	1,0	1,9
Bruttoprodukt industri	-0,9	-0,9	1,4	0,7
Memo:				
Utførte timeverk,				
Fastlands-Norge	-1,3	-0,7	0,0	0,3
Sysselsatte personer	-0,6	-1,0	0,2	0,6
AKU-ledighet	4,2	5,9	6-6½	6-7½ ²⁾
Driftsbalanse, milliarder kroner	1,0	22,6	18,1	46,5 ²⁾
Konsumpriser, årsgjennomsnitt	5,5	2,3	2,2	2,5

¹⁾ Inklusive lagerinvesteringer, men uten lagerinvesteringer i plattformer under arbeid.

²⁾ Utgangen av perioden.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 1.5. Produksjon og sysselsetting i Fastlands-Norge. Volumindekser. 1980 = 100



Den moderate oppgangen i økonomien ventes å fortsette til 1996. Vi venter en produksjonsøkning i Fastlands-Norge på mellom 1 og 2 prosent pr. år fra 1992 til 1996. Veksten vil være svakere enn i første halvdel av 1980-tallet, men sterkere enn i annen halvdel. Med en produktivitetsøkning på om lag 1,5 prosent pr. år, ventes en svært svak vekst i utførte timeverk.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

vekst i arbeidsstyrken når sysselsettingsveksten er såvidt svak som i disse framskrivningene. Fra 1988 til 1991, en periode da sysselsettingen gikk tilbake, ble for eksempel arbeidsstyrken redusert med 0,9 prosent pr. år. Denne nedgangen i arbeidsstyrken hadde i noen grad sitt motstykke i en sterk økning i tallet på personer i utdanningssystemet. Disse vil kunne bidra til høyere vekst i arbeidsstyrken enn vanlig framover. I samme retning trekker det forhold at vi har lagt til grunn at arbeidsmarkedstiltakene ikke øker ytterligere utover det nivået det er lagt opp til at de skal ha ved utgangen av 1993 ifølge Nasjonalbudsjettet. Framskrivninger basert på konstante yrkesfrekvenser gir en årlig vekst i arbeidsstyrken på $\frac{1}{4}$ prosent framover. Skulle veksten i arbeidsstyrken bli like sterk, vil arbeidsledigheten øke til om lag 7 prosent i 1996.

Inflasjonen forblir moderat, omkring 2,5 prosent pr. år, som i de øvrige europeiske land som har klart å unngå depresiering av sine valutaer. Driftsoverskuddet anslås til 18,1 milliarder kroner i 1993 og øker deretter til mellom 45 og 50 milliarder i 1996.

I forhold til denne referansebanen kan naturlig nok utviklingen bli både sterkere og svakere. Det er knyttet betydelig usikkerhet til en rekke av de forutsetninger som er gjort og de årsakssammenhenger som er lagt til grunn. Dette vil bli utdypet nærmere i den mer detaljerte omtalen av henholdsvis husholdningene, investeringene i næringslivet, utenriksøkonomien og penge- og kredittstørrelser. Det vil også bli redegjort for alternative scenarier for utviklingen i enkelte sentrale etterspørselskomponenter.

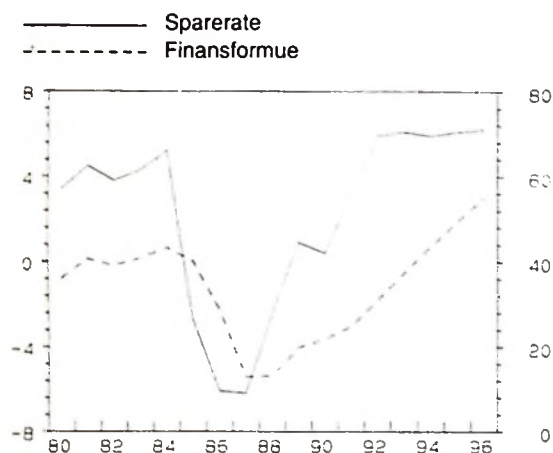
Husholdningenes tilpasning

Fra 1987 til 1992 vil husholdningenes sparerate ha økt fra -6,2 til nesten 6 prosent av disponibel inntekt. Det har vært en relativt sterk vekst i husholdningenes inntekter i denne perioden, men denne har vært brukt til å øke sparingen fra det bunnivået den lå på i 1986-87. Den økte sparingen har bidratt til at det private forbruket fra 1987 til 1992 faktisk er redusert noe.

Det er stor usikkerhet knyttet til utviklingen i det private forbruket og husholdningenes sparerate i årene framover. Følgende momenter kan trekke i retning av at spareraten kanskje vil kunne gå noe ned igjen i årene fram til 1996:

- Boliger utgjør den største delen av husholdningenes formue. Boligprisene har falt med hele 35 prosent i realverdi siden toppen i annet kvartal 1988 og ligger nå 15 prosent lavere enn nybyggingskostnadene i følge Husbankens beregninger. Dette gapet må vi regne med i første rekke vil bli lukket ved økte annenhåndspriser selv om det nok fortsatt er et press i retning av lavere byggekostnader innenfor hele boligbyggingen inklusive utstyrsleverandører. En nedgang i rentenivået vil også stimulere boligetterspørselen. Der-

Figur 1.6. Husholdningenes sparerate og finansformue, målt som andel av disponibel inntekt



Det har vært store endringer i husholdningenes sparerate gjennom det siste tiåret. Fra et kraftig fall midt på 1980-tallet, har den de siste årene steget kraftig. Dette har ført til en betydelig økning i husholdningenes finansformue, som nå igjen nærmer seg nivået fra før dereguleringen av kredittmarkedet.

Vi legger til grunn en fortsatt økning i spareraten inn i 1993, og så en utflating, slik at nivået i perioden 1994-96 blir liggende omtrent på 1993-nivået.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

som boligprisene skulle ta seg opp, vil det gi økt formue og kunne føre til lavere sparing og høyere konsum. Konsumblokken i Norges Banks modell RIMINI gir også en sterk effekt av økt formue på konsumet og sparingen.

- Den finansielle konsolideringen i husholdningssektoren er nå kommet et godt stykke på vei. Nettofinansformuen nærmer seg det nivået den hadde før liberaliseringen av kredittmarkedet. Fortsetter husholdningene å ha så høy finanssparing som de siste årene, vil nettofinansformuen øke svært raskt.

På den annen side kan det også argumenteres for en ytterligere økning i spareraten, blant annet som følge av økt usikkerhet om den framtidige økonomiske situasjonen. Fortsatt høy arbeidsledighet og usikkerhet

Tabell 1.4. Husholdningenes tilpasning

	1990	1991	1992	1993	1994 -96
<i>Prosentvis vekst i:</i>					
Privat konsum	2,9	-0,3	1,9	1,5	2,0
Disponibel realinntekt	3,1	2,5	4,9	1,7	2,0
Bidrag fra:					
- reallønn	-0,0	0,2	0,4	0,3	1,0
- stønader fra det offentlige	1,8	2,0	2,0	1,4	0,5
- skatter	0,0	0,2	0,9	-0,5	-0,3
- netto renteutgifter	0,4	0,4	1,1	0,6	0,3
<i>Andel av disponibel inntekt:</i>					
Netto realinvesteringer	0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-1,0
Netto finansinvesteringer ¹⁾	0,9	4,0	6,9	7,2	7,3
Sparing fra finanssiden	1,5	3,4	6,2	6,5	6,3
Statistiske avvik ²⁾	1,1	0,4	0,4	0,5	0,4
<i>Sparing</i>					
ifølge nasjonalregnskapet	0,4	3,1	5,8	6,0	5,9

¹⁾ Beregnet ut fra kredittmarkedsstatistikken.

²⁾ Avvik mellom finansinvesteringene ifølge kredittmarkedsstatistikken og tall for finansinvesteringene beregnet ut fra inntekt og forbruk i nasjonalregnskapet

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

om offentlige trygdeordninger kan underbygge en slik adferd. Det kan også være at husholdningene, til det nåværende høye realrentenivået etter skatt, ønsker å bringe finansformuen opp på et betydelig høyere nivå enn hva som var vanlig tidligere. Internasjonalt har det vært en fallende trend i husholdningenes sparing fram til slutten på 1980-tallet, men i OECD-Europa var husholdningenes sparerate i gjennomsnitt likevel rundt 10 prosent i 1990. Det norske nivået ligger fortsatt et godt stykke under dette, og finansielle fordringer sett i forhold til inntekten ligger også lavt i internasjonal sammenheng.

Etter en samlet vurdering har vi lagt til grunn at spareraten vil fortsette å øke, fra 5,8 prosent i år til 6,0 prosent neste år. Deretter har vi forutsatt at spareraten blir liggende om lag på det nivået. Virkninger av alternative forutsetninger på dette punktet

er nærmere belyst i et eget punkt om alternative scenarier senere i dette kapittelet. En slik sparerateutvikling gir grunnlag for en vekst i privat forbruk på 1,5 prosent neste år og 2 prosent i årene deretter.

Investeringsutviklingen i næringslivet

Overkapasitet, svake markedsutsikter og høye og til dels økende kapitalavkastningskrav har virket dempende på investeringsutviklingen i flere år. Til tross for en viss bedring de siste årene har et høyt kostnadsnivå trukket i samme retning.

I framskrivningen har vi lagt til grunn økt vekst i internasjonal økonomi, slik at markedsutsiktene internasjonalt etter hvert vil fortone seg lysere. Godkjenningen av EØS-avtalen innebærer også at vår framtidige tilknytning til de internasjonale markedene i større grad er avklart. Med et lavere rentenivå i tillegg skulle forholdene på mange måter ligge til rette for investeringsvekst. Investeringsstillingen antyder vekst i industriinvesteringene til neste år. Det er imidlertid flere forhold som gjør det vanskelig å tro på noen sterk vekst i investeringene i Fastlands-Norge framover:

- Noe av investeringsveksten i industrien er knyttet til utbygging på land i forbindelse med økte oljeinvesteringer. Vi vet ikke hvor mye, men en vekst basert på dette vil ikke kunne opprettholdes særlig lenge.
- Den tradisjonelle råvarebaserte og energiintensive eksportindustrien sliter tungt og har store tap. Dette skyldes både den internasjonale lavkonjunkturen og økt konkurranse fra produsenter i den tidligere østblokken. Det kan være at denne økte konkurransen innebærer en permanent endring på tilbudssiden i disse markedene som vil bety mer varige problemer for denne industrien. Det er en mulighet for at den ikke bare vil skrinlegge eventuelle investeringsplaner, men at den også vil gå til kapasitetsinnskrenkninger. Et mer sammenknyttet internasjonalt energimarked som vil gjøre det lettere å

eksportere elektrisk kraft, vil etter hvert kunne trekke i samme retning.

- Selv om rentene skulle gå ned, vil realrenten etter skatt fortsatt være høy og bidra til et høyt avkastningskrav. Bankenes situasjon må også forventes å føre til at de vil stille krav om høyere egenkapital i investeringsprosjekter i næringslivet enn vi har vært vant til tidligere. Med de svake markedsforholdene skipsfarten nå sliter med, er det også vanskelig å se at den skal kunne bidra med kapitaltilgang til næringslivet på fastlandet, som den normalt har gjort under perioder med høy lønnsomhet.

I tillegg til at veksten i industriinvesteringene blir svak, kan vi også få en meget svak utvikling i investeringene i kraftforsyning. Prisfallet etter liberaliseringen av kraftmarkedet har avdekket en betydelig overka-

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

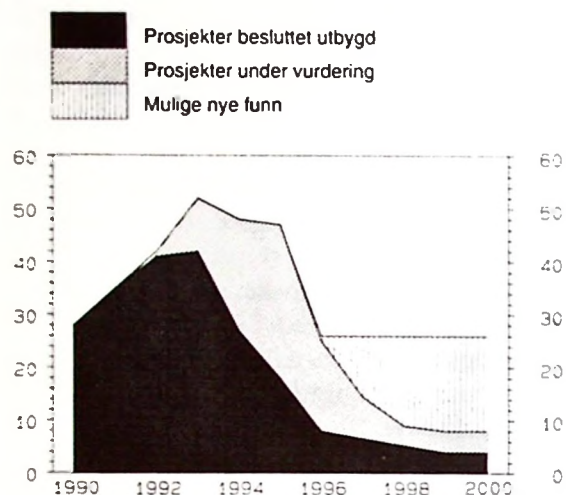
	Milliarder kroner	Prosentvis vekst		Gj.snitt. årlig vekst
		1991	1992	1993	1994-96
Pålopte oljeinvesteringer ¹⁾	40,4	10,0	18,2	-0,5
Oljeboring og utenriks sjofart	4,8	-86,7	100,0	0,0
Fastlands-Norge, fast kapital	92,8	-3,8	-0,3	1,6
Bedrifter	54,8	-3,9	-0,1	1,9
Herav:				
Industri og bergverk	15,5	-10,0	4,0	3,0
Boliger	13,7	-20,0	0,0	3,3
Offentlig forvaltning	24,3	5,4	-0,9	0,0
Varelagre eksklusive plattformer ²⁾	-6,8	0,0	0,0	0,0
Bruttoinvesteringer i alt	131,3	-2,8	6,6	0,9

¹⁾ Investeringer i oljeutvinning og rørtransport og endring i lager av oljeplattformer under arbeid.

²⁾ Disse volumvekstratene gir endring i lagerinvesteringene i prosent av bruttonasjonalproduktet året før.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 1.7. Investeringer i felt og rortransport. Milliarder 1991-kroner



Figuren viser at investeringene i petroleumsvirksomheten vil øke kraftig fram til 1993. Deretter ser en et markert fall i de prosjekter som er besluttet utbygd. Hvis de prosjekter som er under vurdering faktisk blir utbygd, vil nivået holde seg høyt lenger fram i tid. Men for eller senere vil disse investeringene måtte trappes kraftig ned. I våre fremskrivninger har vi lagt til grunn at oljeinvesteringene holdes på samme nivå fra 1993 til 1996.

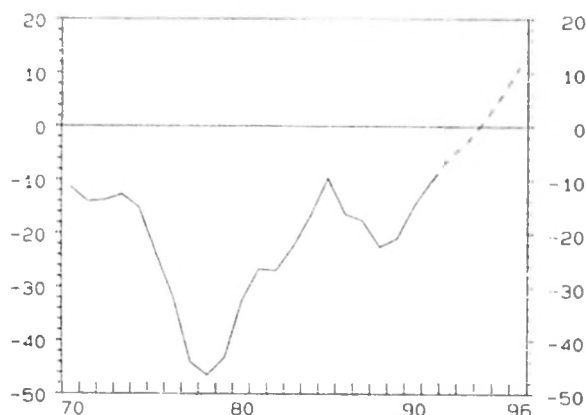
Kilde. NOU 1992:26

pasitet som vil hindre ytterligere kapasitetsutvidelse.

Få, men store investeringsprosjekter

Et spesielt forhold når det gjelder investeringsutviklingen, er vår avhengighet av «store prosjekter». Dette gjelder særlig oljeinvesteringene, men i den nærmeste framtid vil også utbyggingen av hovedflyplassen bli et svært stort prosjekt. Problemet i makro med få og store prosjekter er at dersom de avsluttes samtidig, kan det få relativt kraftige etterspørselsvirkninger. Oljeinvesteringene vil i løpet av neste år bli like store som de samlede investeringene i næringslivet i fastlandsøkonomien. Før eller senere vil disse investeringene måtte trappes kraftig ned. Spørsmålet er når det skjer. Vi har forutsatt at det skjer utenfor horisonten for våre fremskrivninger. Det er i tråd med en ten-

Figur 1.8. Norges netto fordringer overfor utlandet i prosent av BNP



Mens Norge i 1991 hadde en nettogjeld overfor utlandet tilsvarende 9,3 prosent av BNP, viser fremskrivningene i denne rapporten at vi i løpet av 1994 vil være i netto fordringsposisjon overfor utlandet. I 1996 anslås Norges netto fordringer på utlandet å utgjøre over 10 prosent av BNP.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

dens til at denne nedtrappingen stadig er blitt utsatt, men her ligger et problem som vi åpenbart vil møte før eller senere.

Det høye nivået på oljeinvesteringene innebærer at oljeavhengigheten i norsk økonomi har flere dimensjoner. I tillegg til avhengigheten av inntektene oljeaktiviteten gir oss, er vi blitt mer og mer avhengig også av den direkte etterspørselseffekten som følger av en fortsatt oppbygging av oljevirksomheten.

Stigende overskudd i utenriksøkonomien med stabil oljepris

Overskuddet på driftsbalansen blir lavere i år enn i fjor. I år er nedjusteringen delvis forårsaket av de spesielle forhold nevnt tidligere. Men også den svake internasjonale konjunkturutviklingen bidrar til en svekkelse både av den tradisjonelle varebalansen og av netto fraktinntekter fra skipsfarten. Det er verd å merke seg at reduksjonen i driftsoverskuddet i år skjer samtidig med en økning i oljeproduksjonen på 13 prosent.

Fra et overskudd på 23 milliarder kroner i

Tabell 1.6. Komponenter på driftsbalansen.
Milliarder kroner

	1991	1992	1993	1996
Eksport	309	306	315	383
Petroleum	97	99	101	126
Skip og plattformer	14	13	12	13
Tradisjonelle varer	112	110	116	138
Bruttofrakter skipsfart	51	41	41	51
Øvrige	35	44	46	55
Import	249	255	275	319
Skip og plattformer	14	7	9	9
Tradisjonelle varer	152	154	163	191
Skipsfartens utgifter i utlandet	28	25	24	30
Øvrige	55	69	79	89
Eksportoverskudd	60	51	40	63
Tradisjonelle varer	-40	-44	-47	-53
Rente- og stonadsbalansen	-27	-28	-22	-17
Driftsbalansen	32	23	18	47
Nettogjeld til utlandet pr. 31.12 i prosent av BNP ¹⁾	9	6	3	-11

¹⁾ 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 1996.

Kilde Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

år øker overskuddet gradvis fram til 1996, da det kommer opp i mellom 45 og 50 milliarder kroner. Økningen forklares nesten i sin helhet med økt petroleumseksport. Underskuddet utenom oljevirkosomhet og skip reduseres noe fra 1993 til 1996. Driftsoverskuddene medfører at vår nettofordringsposisjon overfor utlandet snur fra -9,3 prosent av BNP i 1991 til over 10 prosent i 1996.

Med bare svak konkurransevneforbedring framover har vi lagt til grunn at vi fortsatt vil tape noe markedsandeler. Målt i volum regner vi med om lag samme vekst i eksport og import av tradisjonelle varer. Vi har også lagt til grunn uendret bytteforhold. Bytteforholdet for tradisjonelle varer er kraftig svekket de siste årene. Den langsiktige trenden er også at bytteforholdet svekkes, men det har alltid vist store konjunktuelle svingninger.

I utenriksøkonomien finnes det også potensiale for en mer gunstig utvikling. Det gjelder både næringer der vi har naturgitte fortrinn, så som fiskeeksport og eksport av elektrisk kraft, men det kan også være at det vil være mulig med en ekspansjon i turistnæringen.

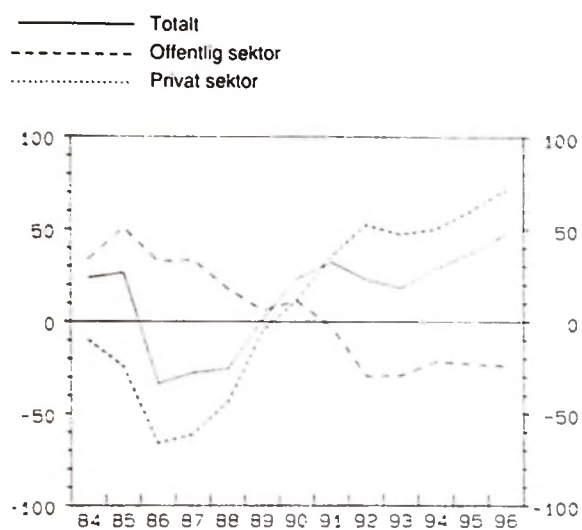
Det største usikkerhetsmomentet med utenriksøkonomien er imidlertid oljeavhengigheten. Vårt driftsbalanseanslag er som nevnt basert på en uendret realpris på olje framover. Med det nivået oljeproduksjonen nå er kommet på, vil en svakere prisutvikling slå sterkt ut på driftsbalansen. Både en svakere internasjonal utvikling enn vi har lagt til grunn og økt innsats med sikte på å redusere CO₂-utslipp internasjonalt vil naturlig redusere energiforbruket, herunder olje og gass, med konsekvenser for prisene på disse to energikildene.

Kapitalutgang fra privat sektor og sterk fordringsvekst

Kombinasjonen av stort overskudd i utenriksøkonomien, dvs. vekst i Norges samlede nettofordringer, samtidig som staten har et betydelig budsjettunderskudd, innebærer at privat sektor øker sine nettofordringer. Samlet har privat sektor i disse framskrivningene finansinvesteringer som øker fra 35 milliarder kroner i 1991 til over 70 milliarder i 1996. Virkningen av omvurderinger, blant annet som følge av tapsavskrivninger, er ikke medregnet i disse tallene. Husholdningene står for den største delen av de private finansinvesteringene. Finansinstitusjonene er forutsatt å ha positive resultater før tap og har dermed også positive finansinvesteringer. For det øvrige næringslivet er det positive finansinvesteringer i sjøfarten og i fastlandsøkonomien, mens oljesektoren har negative finansinvesteringer som følge av det høye realinvesteringsnivået.

Driftsoverskuddet for Norge har i sin helhet sitt motstykke i kapitalutgang fra privat sektor. Utgangen er forutsatt i første rekke å komme fra olje- og sjøfartssektorene og i noen grad som følge av porteføljeomplasse-

Figur 1.9. Finansinvesteringer etter sektor.
Milliarder kroner.



Figuren viser finansinvesteringer (netto fordringsendring) for Norge, totalt og fordelt på offentlig og privat sektor. Offentlig sektor vil i årene fremover bygge ned sin finansformue. Privat sektors sparing er samtidig anslått å øke fram mot 1996. For landet som helhet er finansinvesteringene anslått å vokse til opp mot 50 milliarder kroner i 1996.

Kilde: Norges Bank

ringer i livsforsikringselskapene. På grunn av høye statlige kapitalinnskudd i oljevirk-somheten øker oljesektoren sin innenland-ske gjeld. Samtidig legger vi imidlertid til grunn at den reduserer sin utenlandske gjeld og dermed står for en kapitalutgang. For næringslivet i fastlandsøkonomien er det lagt til grunn forholdsvis små bevegelser i fordrings- og gjeldsforholdene overfor utlan-det. Statlig valutaopplåning forutsettes å slå ut i økte valutareserver i Norges Bank. For staten og Norges Bank sett under ett har en således lagt til grunn null i netto kapitalinn-gang fra utlandet.

Innenlandsk fordringsvekst, som er antatt å bli 7 prosent i 1992, ventes å øke ytterlige-re i perioden fram til 1996. Penge-mengdeveksten blir vesentlig svakere da det særlig vil være beholdningene av statsobliga-sjoner og andre statspapirer som ventes å øke kraftig. Kjøpene av slike papirer vil dels skje direkte og dels via finansinstitusjonene.

På samme måte som i andre land må en reg-ne med at ulike typer av fonds etter hvert vil spille en viktig rolle. En god del av statens opplåning vil ventelig skje i form av langsik-tige obligasjonslån. Husholdningene i Norge har manglet et sparealternativ med langsiktig fast rente, og statsobligasjoner vil derfor kunne få en god mottakelse. Det vil også kunne bidra til å fremme et langsiktig kapitalmarked i Norge, noe som vil kunne ha betydning for investeringene på sikt.

Innenlandsk kreditttilførsel er neste år anslått å øke med om lag 1 prosent etter kraftig fall de foregående årene. Deretter er den antatt å øke gradvis fram til 1996. Bankutlånene er antatt å falle også neste år. Fra 1994 legger vi til grunn en beskjeden vekst.

En utvikling der bankinnskuddene øker vesentlig sterkere enn bankutlånene vil gjøre at bankene gradvis blir mindre avhengig av pengemarkedsfinansiering. Dette kan gjøre det mulig å reversere den særnorske situasjo-nen med at innskudds- og lånerentene i bankene ligger såvidt høyt i forhold til pengemarkedsrentene, jf. omtalen av dette i Penger og Kreditt nr. 2 1992. I andre land er det vanlig at både innskudds- og utlånsren-tenene i bankene ligger vesentlig lavere i for-hold til pengemarkedsrentene enn det som nå er tilfellet i Norge. Før den sterke utlåns-veksten i 1985–87 var dessuten forholdene i Norge mer likt det en ser i andre land. En slik «normalisering» vil kunne innebære en nedgang i bankenes innskudds- og utlåns-renter som kommer i tillegg til en eventuell nedgang i pengemarkedsrentene som følge av lavere europeiske renter.

I tillegg til budsjettunderskuddet må sta-ten også låne for å dekke utlån til statsban-kene. Samlet gir våre beregninger et statlig finansieringsbehov på rundt 60 milliarder kroner pr. år fram til 1996. Vi har forutsatt at lånebehovet i hovedsak dekkes opp med innenlandske kronelån slik at likviditetstil-førselen som følger av budsjettunderskuddet og utlånene fra statsbankene trekkes inn igjen. Fram til bankenes lån i Norges Bank er nedbetalt en gang i løpet av neste år, leg-ger vi i framskrivningen til grunn at finansi-eringsbehovet delvis dekkes opp ved å låne i

Usikkerhet og alternative scenarier

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen både i internasjonal og norsk økonomi i årene framover. Tallanslagene gjengitt i tabell 1.3 viser *ett* mulig forløp for sentrale økonomiske størrelser fram til 1996. Størst usikkerhet knytter det seg kanskje til lønnsveksten, og i tabell 1.8 er det stilt opp et alternativ der en klarer å realisere den konkurranseevneforbedringen sysselsetningsutvalget legger opp til. Men også på en rekke andre områder er det stor usikkerhet – noen trekker i retning av svakere vekst og noen i retning av sterkere. Det er nærmere redegjort for de ulike usikkerhetsmomentene i tekstmotalen i dette kapitlet. I denne rammen skal vi redegjøre for to alternative scenarier for utviklingen i norsk økonomi fram til 1996.

I alternativet med *lavere etterspørsel* er det forutsatt:

- Husholdningenes sparerate fortsetter å øke også etter 1993 og nærmer seg et internasjonalt nivå. Spareraten øker med 1½ prosentpoeng fra 1993 til 1996.
- Mer pessimistiske anslag for investeringsveksten i næringslivet i fastlandsøkonomien.
- Svakere vekst i internasjonal økonomi.

I alternativet med *høyere etterspørsel* er det forutsatt:

- Husholdningenes sparerate går noe ned igjen fra 1993 som følge av at formuen øker kraftig. Formuesøkningen skyldes dels oppgangen i den finansielle formuen som følge av at finanssparingen nå er på et høyt nivå, og dels at boligprisene tar seg opp slik at boligformuen øker i verdi. Spareraten faller med 1½ prosentpoeng fra 1993 til 1996.

utlandet og ved å trekke på kontoen i Norges Bank.

Alternative scenarier for etterspørselen

En rekke usikkerhetsmomenter knyttet til etterspørselsutviklingen i norsk økonomi er berørt i omtalen foran. For å belyse noen av disse momentene har vi foretatt enkelte

- Noe sterkere investeringsvekst i næringslivet i fastlandsøkonomien.
- En raskere oppgang i internasjonal økonomi.

Felles forutsetninger i de ulike scenariene er at lønnsveksten er på linje med våre handelspartnere og balansen i statsbudsjettet er uendret. Disse forutsetningene er drøftet andre steder i dette kapitlet.

Tabellen under gir et intervall for BNP-veksten for Fastlands-Norge på 1,0–2,7 prosent i gjennomsnittlig årlig vekst. Det er kanskje ikke så sannsynlig at vi skal havne i ytterpunktene i dette intervallet – da må alle momentene for henholdsvis svakere eller sterkere vekst slå til samtidig. Likevel avspeiler dette den store usikkerheten i vekstutsiktene for norsk økonomi i årene framover, men også betydningen av at finanspolitikken og strukturpolitikken innrettes mot en gunstig utvikling.

Tabell 1.7. Hovedstørrelser i norsk økonomi. Gjennomsnittlige årlige volumvekstrater over perioden 1993-96

	Basisalternativet	Endring fra basisalternativets vekstrater i prosentpoeng	
		Lav etterspørsel	Høy etterspørsel
Privat konsum	1.9	-0.8	1.0
Realinvesteringer i næringslivet i fastlandsøkonomien	1.5	-3.1	5.0
Tradisjonell vareeksport	3.7	-0.5	0.8
BNP for			
Fastlands-Norge	1.7	-0.7	1.0
AKU-sysselsetting	0.5	-0.4	0.8
AKU-ledighet	6-7½	0,6 ¹⁾	-1,6 ¹⁾

¹⁾ Forskjell i ledighetsnivå ved utgangen av perioden

alternative beregninger. Det må understrekes at disse bare illustrerer noen av de mulige utfall det kan tenkes at vi får. Det er redegjort for beregningene i egen ramme.

Hva kan gi en bedre utvikling?

En vesentlig forutsetning for å få til en sterkere vekst i norsk økonomi, er en raskere omstilling av økonomien. En slik omstilling

er ikke lagt inn i vår referansebane. Det er også vanskelig å se hvilke incentiver som skal forsterke trykket for å overføre ressurser fra skjermet til konkurranseutsatt sektor, utenom en arbeidsledighet som uansett er lavere enn i våre konkurrentland, og uten at de strukturpolitiske tiltakene forsterkes.

Vi tror også det kan være uheldig å ha illusjoner om at det kan gjennomføres tiltak som relativt raskt vil gi en mer positiv utvikling på arbeidsmarkedet. Oljeavhengigheten har vært bygget opp gjennom 20 år, og det vil ta lang tid å omstille økonomien og få til vekst som ikke er basert på formuestapping. Det er viktig i dette arbeidet at man har et langsiktig perspektiv, et perspektiv som går ut over disse framskrivningene.

I vår framskrivning har vi lagt til grunn at renten etter hvert vil gå ned. Man skal imidlertid ikke ha overdrevne forhåpninger til hvilken etterspørselseffekt det vil kunne ha. Det har man sett et eksempel på i USA. Pengepolitikkenes viktigste bidrag er å skape trygghet for en stabil valutakurs og kan i små, åpne økonomier ikke benyttes til aktiv etterspørselsregulering. Det er videre bare en slik trygghet for den faste valutakursen som kan gi grunnlag for at norske renter følger en eventuell europeisk rentenedgang. Belastningen med å opprettholde en stabil valutakurs kan imidlertid ikke over tid bæres av pengepolitikken alene. Det vil stille krav til øvrige deler av den økonomiske politikken og ikke minst til finanspolitikken.

En mer ekspansiv finanspolitikk?

De makroøkonomiske framskrivningene i denne oversikten er basert på en teknisk forutsetning om uendret balanse i statsbudsjettet regnet som andel av BNP (kapitalinnskudd i forretningsdriften er holdt utenom). Med uendret skatte- og avgiftsnivå gir dette grunnlag for en realvekst i de statlige utgiftene (utenom utgifter til petroleumsvirksomhet) på ½ prosent pr. år i perioden 1994–96, mens utgiftene økte med nesten 4 prosent pr. år under perioden med ekspansiv poli-

tikk fra 1988 til 1992. Når det tas hensyn til veksten i netto renteutgifter som følge av underskuddet, innebærer dette en reell nedgang i de øvrige utgiftene på statsbudsjettet på ½ prosent pr. år i perioden 1994–1996. Dette er likevel langt mindre dramatisk enn de finanspolitiske innstrammningene som nå i høst er vedtatt gjennomført i Sverige og Finland.

Et slikt finanspolitisk opplegg, der det oljekorrigerede underskuddet blir liggende på om lag 12½ prosent av BNP, innebærer dessuten at en fortsetter en politikk basert på en rask nedbygging både av statens oljeformue og statens finansielle formue. For å bringe statsbudsjettet tilbake til balanse, måtte utgiftene reelt sett vært redusert betraktelig, selv om dette skjedde innenfor en så lang periode som fram til år 2000.

Det synes å være bred politisk enighet om at handlefriheten i finanspolitikken nå er strukket til et ytterpunkt og at en i hvert fall ikke kan fortsette å svekke budsjettbalansen. Et bredt flertall i Stortingets finanskomite ba under behandlingen av Revidert nasjonalbudsjett i vår om at Regjeringen i budsjettforslaget for 1993 måtte «sette mål for hvordan underskuddet skal reduseres de nærmeste årene, analysere hvordan dette kan skje og fremme forslag til prioriteringer på dette grunnlag».

I Nasjonalbudsjettet sies det imidlertid at en finner det lite hensiktsmessig å ha konkrete, tidsfestede kvantitative mål for utviklingen i statens finansielle stilling, herunder veksten i statens utgifter. Blant annet kan det bli behov for å benytte en handlefrihet i finanspolitikken til å motvirke konjunktursvingninger av den typen Norge har opplevd i de senere årene. I arbeidet med budsjettet for 1993 har Regjeringen lagt til grunn at den underliggende veksten i statens utgifter ikke skal overstige veksten i BNP for Fastlands-Norge på mellomlang sikt, anslått til 2½ prosent. Utgiftsveksten i 1993-budsjettet, korrigert for enkelte konjunkturmessige og regnskapsmessige forhold, anslås til 1½ prosent.

I Nasjonalbudsjettet er det også redegjort for hva som skal til for å bringe budsjettet i balanse fram til år 2000. Uten endringer i

skatte- og avgiftsnivået må utgiftsveksten begrenses til 1 prosent pr. år i resten av 1990-årene. I våre beregninger må utgiftsveksten begrenses til ½ prosent bare for å unngå svekkelse av budsjettet. Denne forskjellen skyldes at Nasjonalbudsjettet har basert seg på en økende realpris på råolje, en lavere lønnsvekst og sterkere aktivitetsvekst i økonomien.

Hva kan oppnås ved lavere lønnsvekst?

En helt sentral forutsetning for å få til vekst i fastlandsøkonomien, er at denne økonomien er konkurransedyktig. I basisalternativet illustrert i tabell 1.3 har vi som nevnt lagt til grunn en noe svakere lønnsvekst enn våre handelspartnere. Dette kan sees på som et resultat av en videreføring av systemet for inntektsoppgjør slik det nå er.

Sysselsettingsutvalget har gitt en bred drøfting av hva som skal til for å øke sysselsettingen på varig basis i Norge. Utvalget understreker at det ikke finnes enkle og kortsiktige løsninger på de problemene en her står overfor. I tillegg til det høye kostnadsnivået og den svake konkurransevnen peker utvalget på mistilpasning i arbeidsmarkedet og utstøting av arbeidskraft til uføretrygd og førtidspensjon som de grunnleggende problemene i arbeidet med å øke sysselsettingen på 90-tallet.

Utvalget foreslår blant annet et inntektspolitisk samarbeid som sikrer 10 prosents bedring i den kostnadsmessige konkurransevnen på fem år, det vil si 2 prosent pr. år. Dette skal oppnås ved lavere lønnsvekst enn hos våre handelspartnere. I utgangspunktet vil lavere timelønn gi små virkninger på total produksjon og sysselsetting, men det vil sette i gang en gradvis omstilling fra skjermet til konkurranseutsatt virksomhet. Lavere lønn bedrer de offentlige finansene. Når den økte finanspolitiske handlefriheten benyttes til enten å redusere skattene eller øke offentlig kjøp av varer og tjenester, får vi en positiv effekt på total produksjon og sysselsetting.

I tabell 1.8 er det illustrert et alternativ hvor en lykkes å begrense lønnsveksten til 2 prosent pr. år, det vil si 2 prosentpoeng lave-

Tabell 1.8 Hovedstørrelser i norsk økonomi. Gjennomsnittlig årlig vekst i årene 1994 til 1996

	Referansebanen	Lavere lønnsvekst
Privat konsum	2,0	1,9
Offentlig konsum	0,9	2,9
Bruttoinvesteringer i privat sektor i Fastlands-Norge	2,2	2,4
Eksport tradisjonelle varer	3,8	3,6
BNP Fastlands-Norge	1,9	2,5
Sysselsetting	0,6	1,2
Memo		
Konsumpriser	2,5	2,0
AKU-ledighetsprosent	6-7% ¹⁾	5-6% ¹⁾

¹⁾ I 1996.

re enn hos våre handelspartnere. Vi har forutsatt samme budsjettunderskudd som i basisalternativet. Illustrasjonsmessig er det da lagt til grunn at bedringen av statsfinansene som følger av den lavere lønnsveksten i sin helhet benyttes til økt offentlig konsum, selv om mye kunne tale for at dette heller burde vært benyttet til å styrke statsbudsjettet. BNP-veksten for Fastlands-Norge over perioden 1994-96 øker da fra 2 prosent pr. år i basisalternativet til 2,5 prosent. Sysselsettingsveksten vil kunne bli vel 1 prosent pr. år, og arbeidsledigheten vil kunne gå ned. En må imidlertid regne med at sterkere sysselsettingsvekst også bidrar til sterkere vekst i arbeidsstyrken, slik at selv med en så vidt sterk sysselsettingsvekst vil en ikke være sikker på at den registrerte ledigheten vil gå ned til 1996. Hadde vi forlenget horisonten for våre framskrivninger, ville vi imidlertid fått klarere fram den positive effekten på arbeidsmarkedet av en lavere lønnsvekst.

Norges Bank har i et eget brev om det økonomiske opplegget for 1993 gitt uttrykk for at det vil stille meget strenge krav til partene i arbeidslivet om en skal få til en slik begrensning i lønnsveksten i Norge. En må regne med at også andre land, med betydelig høyere arbeidsledighet enn oss, vil forsøke å få til lav lønnsvekst for å redusere sine sysselsettingsproblemer. Det kan således bli meget krevende å oppnå sysselsettingsutvalgets målsetting om en bedring av den kostnads-

messige konkurranseevnen på 2 prosent pr. år. Det hadde vært en fordel om tiltakene for å realisere en slik lavere lønnsvekst hadde vært konkretisert.

Våre beregninger illustrerer imidlertid at selv om en klarer å oppnå en lønnsvekst som ligger 2 prosentpoeng under våre handelspartnere, vil det uansett måtte ta tid å få til noen vesentlig reduksjon i nivået på arbeidsledigheten.

Det må videre understrekes at våre beregninger er basert på en omfattende vridning i sammensetningen av de offentlige utgiftene fra overføringer til kjøp av varer og tjenester. En slik vridning vil ha en positiv sysselsettingseffekt. Å få til en slik vridning i sammensetningen av de offentlige utgiftene kan åpenbart også bli en krevende oppgave.

Nå finnes det fortsatt industriland der ledigheten er på det nivået vi tidligere anså som det normale, selv om de landene vi finner det naturlig å sammenligne oss med i andre sammenhenger, fortsatt vil ha en klart høyere ledighet enn oss. Det er altså mulig å oppnå lavere ledighet. I våre framskrivninger har vi belyst at det hjelper med lavere lønnsvekst og endret sammensetning av de offentlige utgiftene. Men selv under gunstige forutsetninger om hva som kan oppnås

på disse feltene, viser beregningene at det vil ta tid å redusere ledigheten. Tiltak på disse områdene alene vil neppe være tilstrekkelig til å bringe den ned på det tidligere normalnivå. For å få til en ytterligere reduksjon av arbeidsledigheten, kommer man imidlertid ikke utenom endringer i selve arbeidsmarkedets funksjonsmåte. Et mer effektivt arbeidsmarked krever at lovreguleringer og tariffavtaler utformes slik at de ikke hindrer opprettelse av nye arbeidsplasser. Lønnsystemet bør ikke være slik at enkelte grupper av arbeidstakere ikke får anledning til å få prøvd seg i arbeidsmarkedet, og trygdesystemet må bygge opp under aktiv deltakelse. I en egen høringsuttalelse til sysselsettingsutvalgets innstilling vil Norges Bank gå nærmere inn på noen av disse problemstillingene.

Å få til endringer på dette feltet vil kunne være vel så krevende som å få redusert lønnsveksten og endret sammensetningen av de offentlige utgiftene. Når de tradisjonelle stabiliseringspolitiske virkemidlene ikke lenger kan brukes til å redusere arbeidsledigheten, må man imidlertid benytte seg av tiltak som erfaringer fra andre land viser kan bidra til å redusere den, selv om disse tiltakene kan fortone seg som vanskelige å gjennomføre.

Gjennomføringen av likviditetspolitikken august–oktober 1992 og endringene i de likviditetspolitiske instrumentene

Det norske rentenivået steg kraftig fra midten av august og fram mot midten av september. En må helt tilbake til valutauroen i 1986 for å finne tilsvarende høye norske pengemarkedsrenter. Renteoppgangen var et resultat både av den likviditetsinndragende virkning av valutaintervensjonene og en aktiv likviditetspolitikk motivert ut fra ønsket om raskere å få hevet rentenivået opp til det nivå som var nødvendig for å sikre balanse i valutamarkedet. Årsaken til presset mot kronen i august og september var i første rekke å finne i forhold utenfor Norges grenser. Kronens stilling i de finansielle markeder ble særlig påvirket av ringvirkninger av uroen i det finske og svenske valutamarkedet, men også av den svekkede tillit til fremtiden for den europeiske valutaenheten ECU, som vi har knyttet kronen til.

Utviklingen i de europeiske valutamarkeder

De europeiske valutamarkedene har denne sommeren vært preget av at flere land har avholdt folkeavstemninger om Maastricht-avtalen. I kjølvannet etter det danske nei i folkeavstemningen den 2. juni, styrket tyske mark seg gjennom sommeren markert i forhold til de fleste andre valutaene i det europeiske valutasamarbeidet. Denne forskyvningen innenfor ERM (European Exchange Rate Mechanism) hang trolig sammen med at troen på gjennomføringen av Maastricht-avtalen var blitt svekket, og de konsekvenser dette kunne få for det europeiske valutasamarbeidet. Betydningen av den tyske marks rolle som anker-valuta ble forsterket. For øvrige valutaer ble en i sterkere grad klar over mangelen på konvergens mot lavere inflasjon og konsolidering av offentlige finanser.

Spenningen mellom de europeiske valutaene ble forsterket av den store renteforskjellen mellom tyske mark og amerikanske dollar. Dette førte til økt etterspørsel etter tyske mark. Utviklingen i valutamarkedene i Europa ble også påvirket av at den tyske sentralbanken, av hensyn til den innenlandske økonomiske utviklingen, den 16. juli besluttet å heve diskontoen med 0,75 prosentpoeng til 8,75 prosent. Denne rentehevingen ble raskt fulgt opp med heving av signalrenter i de fleste andre europeiske sentralbanker.

I august oppstod det også et betydelig press mot finske mark, og etter hvert mot svenske kroner. Finlands Bank økte gjennom måneden sin signalrente («anbudsrenten») fra 14,6 til 17,0 prosent. Denne renten danner basis for renten på bankenes direkte opplåning i sentralbanken. Også den svenske sentralbanken økte renten i august. Sveriges Riksbank har etablert en «rente-trapp» for bankenes opplåning i sentralbanken. Ved operasjoner i pengemarkedet «styrer» Riksbanken bankenes samlede opplåning til et bestemt «trinn» i rente-trappen. Renten på dette siste trinnet som opplåningen skjer til, benevnes marginalrenten. Marginalrenten på bankenes lån i sentralbanken ble hevet til 16,0 prosent 26. august, og lå etter dette 4,0 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til måneden.

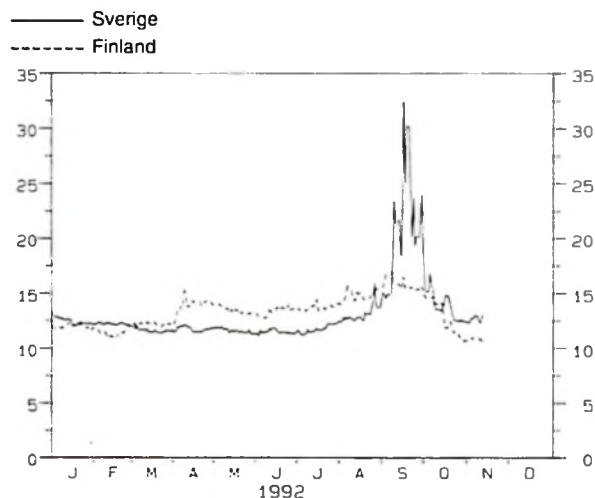
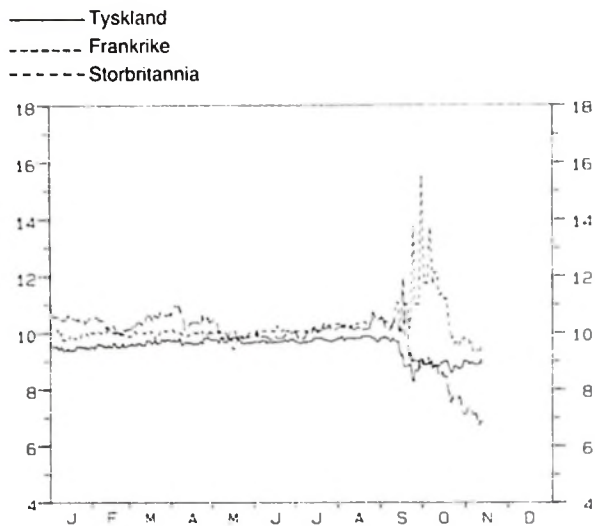
Mot amerikanske dollar ble kursen på tyske mark notert til 1,3860 den 2. september, den sterkeste notering av tyske mark noensinne. Stor usikkerhet foran den franske folkeavstemningen om Maastricht-avtalen den 20. september førte til videre spenninger innenfor det europeiske valutasamarbeidet. Spekulasjoner om koordinerte rentendringer og kursjusteringer førte til stort press på de svakeste valutaene innen samar-

beidet. Den 14. september ble det foretatt en «realignment» innenfor ERM, den første siden januar 1987. Italienske lire ble devaluert med 3,5 prosent, samtidig som de øvrige valutaene ble revaluert med 3,5 prosent. For å dempe uroen i valutamarkedene, senket den tyske sentralbanken samme dag Lombard-renten («taket» for pengemarkedsrenten) med 0,25 prosentpoeng og diskontoen («gulvet») med 0,5 prosentpoeng. Sentralbankene i Belgia og Nederland, samt Østerrike og Sveits, fulgte raskt etter med senkninger av sine signalrenter. Tiltakene var imidlertid ikke tilstrekkelige til å skape ro i valutamarkedene, og etter kort tid kom italienske lire under nytt press sammen med britiske pund og spanske pesetas. Britiske pund hadde lenge vært utsatt for press, men man valgte å ikke justere sine signalrenter før 16. september. Dette var antakelig for sent, og den 17. september trakk Storbritannia pundet ut av den europeiske kursmekanismen etter meget store intervensjoner for å forsvare pundkursen. De italienske intervensjonsforpliktelsene ble midlertidig opphevet, mens spanske pesetas ble devaluert med 5 prosent.

Etter at spenningene rundt de svakeste valutaene i ERM var utløst, var det franske franc som kom under press. Presset fortsatte også etter at det knappe ja-resultatet fra den franske folkeavstemningen forelå. Den franske sentralbanken motstod imidlertid dette presset gjennom betydelige intervensjoner i valutamarkedet og heving av sin signalrente fra 10,5 prosent til 13 prosent. Forsvaret av den rådende paritet mellom franske franc og tyske mark ble markert gjennom en felles fransk-tysk erklæring om at kursen skulle holdes, og Bundesbank intervenerte også til støtte for francen.

Også presset på finske mark fortsatte inn i september. Finlands Bank kunngjorde den 8. september at de ville la den finske mark flyte fritt. Finske mark svekket seg raskt med om lag 16 prosent overfor teoretisk ECU. Senere har marken ligget i området rundt 12 prosent svakere enn den sentralverdien mot teoretisk ECU som gjaldt fram til september.

Figur 1.10. Utviklingen i tre-måneders pengemarkedsrente for DEM, FRF, GBP, SEK og FIM fram til medio november 1992



Renten på tyske mark har falt gjennom den turbulente perioden i det internasjonale valutamarkedet. Renten på franske franc økte i forbindelse med uroen, men falt så tilbake til et lavere nivå. Britiske pengemarkedsrenter har falt etter at pengepolitikken ble lagt om etter frikoplingen fra ERM-samarbeidet. I det nordiske pengemarkedet steg renten på plasseringer i svenske kroner og finske mark gradvis gjennom sommeren. Da finske mark ble frikoblet fra ECU-tilknytningen, falt den finske renten med om lag ett prosentpoeng. Den falt så videre sammen med andre lands renter etter hvert som valutamarkedene stabiliserte seg. Svenske kroner kom under kraftig press da finske mark ble vedtatt frikoblet fra ECU-tilknytningen, og rentene steg markert. Renten på plasseringer i svenske kroner falt så gradvis tilbake, fram mot begynnelsen av november.

Kilde: Norges Bank.

For Sveriges del gav trolig den finske beslutningen om å la marken flyte fritt, økt styrke til presset mot svenske kroner. For å forsvare den svenske fastkurspolitikken, hevet Sveriges Riksbank marginalrenten fra 24 til 75 prosent den 9. september. Etter justeringen innenfor ERM den 14. september, ble markedene noe roligere, og Riksbanken satte marginalrenten ned til 20 prosent. Presset mot svenske kroner tiltok imidlertid igjen i styrke. Marginalrenten ble den 16. september hevet først til 75 prosent, så til hele 500 prosent senere på dagen. Renten ble liggende på dette høye nivået helt fram til 21. september. Valutamarkedet stabiliserte seg imidlertid ikke før den svenske regjering, i samråd med opposisjonen, satte fram forslag om en finanspolitisk innstrammingspakke. Betydelige utgiftskutt og skatteøkninger vil medføre en reduksjon av underskuddet i det svenske statsbudsjett allerede fra neste år. Ved en ny pakke senere i måneden ble det foretatt skatte- og avgifts- endringer som reduserer næringslivets kostnader med om lag 5 prosent. Den svenske kronen ble sterkere mot slutten av september, og rentenivået sank gradvis.

Utviklingen i det norske valutamarkedet

Det norske valutamarkedet var i perioden fra årsskiftet fram til juli måned preget av stabilitet. Utviklingen i det norske markedet tillot også et innenlandsk rentefall, noe som bidrog til en ytterligere redusert avstand til rentene i de øvrige europeiske land. Rentenivået på helt korte plasseringer lå i kortere perioder under selv de tyske rentene, mens renten på tre-måneders plasseringer i lange perioder lå lavere i Norge enn for den teoretiske ECU. Denne utviklingen kan tilskrives tilliten til den norske fastkurspolitikken. En annen viktig faktor er imidlertid også den tillit til etableringen av faste kursforhold mellom EF-valutaene og dermed også mellom den norske kronen og disse valutaene, som rådet gjennom første halvår.

De spenninger som etter hvert oppstod innenfor det europeiske valutasamarbeidet medførte en svekkelse av ECU-markedet.

Kronens stilling forble imidlertid stabil helt fram til begynnelsen av juli. Norges Bank måtte i perioden 1. til 10. juli støtte kronen gjennom salg av valuta tilsvarende 2,3 milliarder kroner. De norske rentene på helt korte plasseringer var på dette tidspunkt falt til et svært lavt nivå, under både det tyske og danske nivået.

Prognosene tilsa at bankenes tilgang på likviditet ville bli svært rommelig i august. Norges Bank reduserte derfor bankenes tilgang på D-lån i første del av august. Gjennom siste del av juli og tidlig i august, ble det også trukket relativt mye likviditet ut av markedet ved at Norges Bank solgte statssertifikater etter å ha økt renten i annenhåndsmarkedet.

På tross av den reduserte D-lånsadgangen og Norges Banks likviditetsinndragende operasjoner i statssertifikatmarkedet, falt de korte norske rentene kraftig i begynnelsen av august. Kronens stilling ble svakere, og Norges Bank måtte fra og med den 6. august daglig intervenere i valutamarkedet for å støtte kronens verdi. De tiltagende spenninger innenfor det europeiske valutasamarbeidet begynte også å gi ringvirkninger i det norske valutamarkedet. Etter en lang periode med små kursbevegelser i EMS og forventninger om fortsatt uendrede kurser innenfor EMS-samarbeidet som følge av avtalen om økonomisk og monetær union (ØMU), hadde det oppstått forventninger om faste pariteter mellom norske kroner og enkeltvalutaene i EMS. Med sin ECU-tilknytning ble den norske kronen berørt av usikkerheten om ECU-ens stilling i fremtiden. En kursjustering ville bety nedskrivning av sentralverdien til de svakeste valutaene mot de sterkeste valutaene. Således ville et press mot norske kroner kunne oppstå som følge av forventninger om en depresiering av norske kroner overfor de sterkeste valutaene i ERM. Disse valutaene, i første rekke tyske mark, har fått en stadig sterkere rolle i det norske valutamarkedet. Presset mot kronen ville i så fall ikke skyldes svekket tillit til den norske fastkurspolitikken, men være en følge av forventninger om kursjusteringer *innenfor* det europeiske valutasamarbeidet.

Norges Bank møtte den svakere kronen gjennom intervensjoner i valutamarkedet. Valutaintervensjonene ville etter hvert gi en knapphet på likviditet i markedet, noe som igjen ville medføre en renteoppgang. I tillegg foretok Norges Bank direkte rentepåvirkende operasjoner ved bruk av valutaswapper. For å unngå en *for* kraftig rentestigning, tilførte Norges Bank noe likviditet til bankene gjennom kjøp av banksertifikater. Tremånedersrenten, som ved inngangen til måneden var 10,5 prosent, ble notert til 12,3 prosent den 31. august. Den norske renten lå ved utgangen av august 1,3 prosentpoeng over renten på teoretisk ECU, mot 0,3 prosentpoeng under ved inngangen til måneden. På tross av den relativt kraftige stigningen i det norske rentenivået, forble kronen svak i et ustabilt valutamarked. Norges Bank måtte gjennom august støtte kronens verdi med salg av valuta tilsvarende 8,2 milliarder kroner. Intervensjoner ble foretatt i 16 av de 21 virkedagene i måneden.

Valutauroen i Finland, og kanskje spesielt i Sverige, smittet også over på det norske valutamarkedet, blant annet som følge av at de nordiske land i mange henseender blir betraktet under ett. Flere forventet at dersom Sverige devaluerte, så ville Norge følge etter. For det andre ble det svenske rentenivået etter hvert presset uvanlig høyt, noe som gjorde denne valutaen til et gunstig plasseringsalternativ til norske kroner.

For å lette rente- og valutakursstyringen, ble bankenes tilgang på D-lån i første halvdel av september ytterligere redusert. Etter at rentenivået var steget kraftig gjennom august og tidlig i september, ble både renten på bankenes dagslånsadgang i Norges Bank og renten på bankenes innskudd i Norges Bank hevet til 11 prosent med virkning fra og med den 7. september. Renten på eventuelle overtrekk ble ved en forskriftsendring 23. september hevet fra D-lånsrenten tillagt 10 prosentpoeng til D-lånsrenten tillagt 40 prosentpoeng. Videre ble det presisert at overtrekk på dagslånsadgangen ikke var tillatt, og at overtrekk kunne medføre suspensjon av den enkelte banks låneadgang. En sikret seg således at pengemarkedsrentene

kunne presses opp til det nivå som var nødvendig for å stabilisere valutamarkedet.

Norges Bank fortsatte å selge valuta daglig helt fram til og med den 11. september. Totalt ble det i denne perioden solgt valuta tilsvarende 12,3 milliarder kroner. Den norske tremånedersrenten var nær 16 prosent, mens de korteste rentene lå i området mellom 30 og 40 prosent. Norges Bank hadde de siste dagene i denne perioden gjort ytterligere bruk av valutaswapper for å heve de kortsiktige rentene i pengemarkedet. Videre tilførte Norges Bank på samme tid bankene den likviditet som var nødvendig for å hindre at bankene kom i en overtrekksposisjon mot slutten av D-lånsperioden. Likviditet ble tilført med en ukens løpetid til en rente som avspeilet nivået på innlånsrentene («tagerrentene») i swap-markedet. Denne renten lå betydelig under de renter bankene selv var villige til å gi ut penger på i swap-markedet for tilsvarende løpetid. «Giverrentene», NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate), var om lag 23 prosent den 14. september, og hele 32 prosent den 15. september.

Kronens stilling i valutamarkedet styrket seg markert midt i måneden. Tilsynelatende var en nå kommet fram til en avklaring i ERM, og Sveriges Riksbank hadde redusert marginalrenten. Norges Bank stod den 14. og 15. september som kjøper av valuta. Totalt ble det disse to dagene intervenert ved kjøp av valuta tilsvarende 6,3 milliarder kroner, og pengemarkedsrentene falt noe tilbake. Stabiliteten i valutamarkedet var imidlertid kortvarig, og Norges Bank måtte de nærmeste tre dagene støtte kronekursen ved salg av valuta tilsvarende 7,4 milliarder kroner. Denne svekkelsen hang sammen med den forsterkede uroen innen ERM og den kraftige rentehevingen i Sverige. Uroen i de internasjonale valutamarkedene gjorde at Norges Bank så seg nødt til aktivt å stille toveis priser i valutamarkedet i dagene 17. og 18. september. På dette tidspunktet var netto støttekjøp av norske kroner så langt i 1992 kommet opp i nær 26 milliarder kroner.

Også andre deler av det norske pengemarkedet fungerte etter hvert svært dårlig.

Norges Bank tilførte enkelte dager likviditet gjennom kjøp av banksertifikater fra bankene, samtidig som sentralbanken kortsiktig trakk ut likviditet ved valutaswapper. Videre stilte bankene priser i valutaswapmarkedet som gav svært stort sprang mellom de rentene som bankene var villige til å gi ut penger på, og de rentene bankene var interessert i å ta inn penger til. Dette medførte at de rentene som en normalt fokuserer på, det vil si giverrentene i valutaswapmarkedet (NIBOR), lå langt over det rentenivå som det normalt ble handlet på i det norske markedet. En årsak til den store avstanden var trolig at bankene forsøkte å demme opp mot at innenlandske investorer benyttet valutaswapmarkedet til plasseringer av norske kroner. Samtidig som en høy giverrente ville gjøre det kostbart å låne kroner for å spekulere mot valutakursen, ville en «lav» innlånsrente gjøre det mindre lønnsomt å omplassere midler fra særinnskudd i bank til swapmarkedet.

Den norske kronens stilling ble markert sterkere etter at avstemningsresultatet fra Frankrike forelå 20. september. Forklaringen på styrkingen av den norske kronen er trolig å finne i vedvarende høye norske renter, samt at myndighetene hadde klart å holde kronen stabil gjennom en svært turbulent tid. I denne sammenhengen var det også av betydning at markedet gradvis fikk større tiltro til utviklingen i Sverige, noe som muliggjorde senkningen av den svenske marginalrenten den 21. september.

Norges Bank begynte den 21. september å tilføre likviditet gjennom kjøp av banksertifikater med en ukes løpetid; først til en rente på 35 prosent, så gradvis nedtrappet til 18 prosent ved utgangen av måneden. Bankenes egne giverrenter for ukespenger i swapmarkedet beveget seg i samme periode ned fra om lag 64 prosent til om lag 28 prosent. Totalt kjøpte Norges Bank banksertifikater i denne perioden for 27 milliarder kroner.

Pengemarkedsrentene lå ved utgangen av september fortsatt på et høyt nivå, og rentedifferansen mot tremåneders teoretisk ECU var hele 4,4 prosentpoeng. Norges Bank kjøpte i perioden fram til månedsskiftet

valuta netto tilsvarende 5,1 milliarder kroner. På tross av de høye rentene måtte kronens stilling flere dager styrkes gjennom intervensjoner i valutamarkedet. Det syntes således ikke å være rom for et raskt rentefall, i hvert fall ikke så lenge det svenske rentenivået fortsatt ble holdt høyt.

Utviklingen i oktober befestet kronens stilling. Norges Bank kjøpte i perioden 1. til 13. oktober valuta tilsvarende 8,7 milliarder kroner. Situasjonen i valutamarkedet muliggjorde nå et rentefall. Bankene ble tidlig i måneden tilført likviditet i form av banksertifikater, først med en rente på 17 prosent på ukebasis, deretter gradvis nedjustert til 14,25 prosent den 7. oktober.

Norges Banks kjøp av banksertifikater, sammen med den likviditet som bankene fikk som en følge av Norges Banks kjøp av valuta i markedet, gjorde at markedets behov for likviditet i D-lånsperioden fram til og med 15. oktober nå var dekket. Situasjonen i markedet var nær normal, men dog med et langt høyere rentenivå enn før valutauroen satte inn. Med virkning fra 28. oktober ble renten på bankenes innskudd i Norges Bank – kreditrenten – redusert med ett prosentpoeng til 10,0 prosent. Dette ble gjort primært for å stimulere til utveksling av likviditet mellom bankene, samtidig som kronens stilling nå tillot et noe lavere rentenivå. I tråd med fallet i pengemarkedsrentene ble både kreditrenten og D-lånsrenten satt ned med 0,5 prosentpoeng den 2. november. Med virkning fra og med den 9. november ble begge renter satt ned med ytterligere 0,5 prosentpoeng. D-lånsrenten ble etter dette 10,0 prosent. Den var dermed nede på samme nivå som før valutauroen satte inn.

Avveininger i likviditetspolitikken

Likviditetspolitikken er rettet mot forsvaret av valutakursen. Dette skal skje slik at rentenivået av innenlandske hensyn holdes så lavt som mulig. Under perioder med sterk valuta- og renteuro i europeiske og nordiske finansmarkeder vil nødvendigvis renten i pengemarkedet måtte justeres opp. I Norge

valgte man gjennomgående å la markedsrentene bli drevet oppover gjennom å begrense tilførselen av likviditet gjennom de tradisjonelle ordningene. I første omgang ble D-lånsordningen redusert, og deretter ble banksertifikater benyttet i lys av den løpende utviklingen i valuta- og pengemarkedene. Signalrentene, det vil si D-lånsrenten og kreditrenten, ble justert opp én gang, og markerte at balansen i valutamarkedet var endret. Utover dette lå disse rentene fast. Rentene på banksertifikatene var tilpasset det rådende markedsleiet.

En slik bruk av sentralbankens rente sto i motsetning til den linjen som ble fulgt i en rekke andre land. Mest utpreget av disse er Sverige, med en rekke klart annonserte endringer i sine signalrenter. Også Finlands Bank foretok en rekke endringer i sin signalrente før en måtte la marken flyte.

Forskjellen i virkemiddelbruk reflekterer forskjeller i valutauroens karakter mellom land. Valutautgangen fra Norge var moderat i forhold til hva andre land opplevde. Dette gjenspeiler nok i første rekke at Norge skiller seg ut i gunstig retning i forhold til andre land når det gjelder mer fundamentale forhold i økonomien. Pris- og kostnadsveksten er lav, utenriksøkonomien viser solide overskudd, og den norske stat har opparbeidet seg omfattende finansielle aktiva i tillegg til statens eierandeler i oljevirkomheten. Valutauroen i Norge skyldtes ringvirkninger fra uroen i andre land. På dette grunnlag ble det vurdert slik at en kraftig økning i signalrentene i den situasjon som rådet, ville gi signaler om en ubalanse i norsk økonomi og i det norske valutamarkedet som ikke var til stede.

Formålet med bruken av sentralbankens virkemidler, volum og rente på de likviditetstilførende og -inndragende instrumenter, er å sikre et bredest mulig gjennomslag i de rentene i finansmarkedene som påvirker kapitalbevegelsene til og fra Norge. I første rekke er dette rentene på kortsiktige plasseringer. Gjennom økningen i pengemarkedsrentene påvirker en de vilkår bankene står overfor i sin kortsiktige opplåning. Et gjennomslag på øvrige renter er avhengig av at bankene overvelter sine økte kostnader i

rentene på sine utlån, i første rekke på kortsiktige utlån som kassekreditt til næringslivet. Økningen i pengemarkedsrentene vil også smitte over på de vilkår bankene må tilby sine særvilkårskunder. I forbindelse med valutauroen som førte fram til devalueringen i 1986, ble det klart at bankene ikke var i stand til på kort sikt å velte økte innlånskostnader over i sine utlån. Deres inntjening ble derfor alvorlig presset, og satte en grense for hvor lenge og hvor høyt Norges Bank kunne presse opp pengemarkedsrentene.

Bankene tok lærdom av erfaringene i 1986 og har i dag større mulighet til å endre sine utlånsrenter på relativt kort varsel, selv om en for flere typer lån har en viss varslingsfrist for rentejusteringer. Vurderingene av når og hvor sterkt en vil velte økte kostnader over i lånerentene, er derfor i stor grad et strategisk spørsmål der vurderinger av konkurransesituasjonen og varigheten av renteuroen er avgjørende. Begge disse forholdene bidrog antakelig til at det tok noe tid før bankene hevet sine renter. Når det først skjedde, kom renteøkningen nettopp på den type lån og innskudd (kassekreditt/særvilkår) som er viktige for bedriftene i deres kortsiktige likviditetsstyring og der kortsiktige valutaplasseringer er et alternativ.

I en situasjon der renteuroen har sitt opphav utenfor norsk økonomi og der etterspørsel og produksjon innenlands utvikler seg svakt, er det isolert sett uheldig med en renteøkning som på kort sikt presser finansinstitusjonenes inntjening, og som fører til økte renter for næringslivet. Mot dette står hensynet til å sikre en raskest mulig stabilisering av balansen i valutamarkedet. Om en for langt søker å skjerme det innenlandske markedet for renteøkningen, kan en få så begrenset gjennomslag på relevante pengemarkedsrenter at en ikke klarer å stoppe utgangen av valuta. I rentetrappen som angir vilkårene for bankenes opplåning i Sveriges Riksbank, har en mulighet for å skjerme bankenes inntjening i noen grad. Den rente som har blitt løpende justert, har vært den såkalte marginalrenten. Øvrige rentetrinn lå lenge fast, men ble senere justert blant annet ut fra hensynet til bankenes

samlede innlånskostnader. Pengemarkedsrentene lå derfor under marginalrenten. Kostnaden ved dette kan ha vært at valuta-utgangen pågikk lenger og fikk et vesentlig større omfang enn i Norge.

Det er likevel grunn til å peke på at vilkårene for store deler av sentralbankfinansieringen i Norge lå fast eller endret seg lite under uroen. Av en samlet tilførsel på 37 milliarder kroner i september ble 19 milliarder kroner tilført gjennom grunninnskudd og F-lån, der vilkårene lå fast. Utover dette ble 6,5 milliarder kroner tilført gjennom D-lån, der renten ble hevet med 1 prosentpoeng 7. september. Kun på den gjestående tilførselen, banksertifikater og lån på særvilkår (S-lån) (i alt vel 10 milliarder kroner), ble rentene justert ut fra rentene i pengemarkedet. Gjennomsnittrenten på sentralbanktilførselen i annen halvdel av september var vel 13 prosent. Holder en grunninnskuddene utenfor var renten 19 prosent. For den samlede sentralbanktilførselen ble *renteøkningen* fra august til annen låneperiode i september begrenset til om lag 6½ prosentpoeng. En motpost til dette begrensede renteutslaget var en relativt stor nedgang i valutareservene i forhold til hva en tidligere hadde opplevd. I lys av de omfattende intervensjoner andre land måtte gjennomføre, anså en dette som akseptabelt. Senere ble da også valutautgangen i perioden august-september mer enn reversert, før valutauro i andre land, denne gang Sverige alene, førte

til ny uro i det norske valutamarkedet i annen halvdel av november.

Endring i forskriftene om bankenes låneadgang i Norges Bank

Inneværende år har vært preget av en sterk reduksjon i bankenes lån fra Norges Bank. Ved årsskiftet hadde bankene til sammen lån på 60 milliarder kroner i sentralbanken, ved utgangen av oktober var dette redusert til 28 milliarder kroner. Bakgrunnen for denne nedgangen har vært den sterke likviditetstilførselen gjennom statens transaksjoner etter at statsbudsjettet nå gjøres opp med store underskudd. Fram til utgangen av oktober i år utgjorde denne tilførselen 55 milliarder kroner. Likviditetstilførselen over statsbudsjettet motvirkes bare i liten grad ved at staten låner direkte i det norske obligasjonsmarkedet. Hittil i år er det lagt ut to statsobligasjonslån på i alt 14 milliarder kroner. I en slik situasjon har det vært nødvendig å motvirke likviditetstilførselen gjennom statens transaksjoner ved en reduksjon i Norges Banks tilførsel av likviditet gjennom lån til banksystemet.

Norges Banks lån til bankene var fremdeles så stor i perioden august-oktober at en kunne håndtere valutauroen gjennom de instrumenter en til nå har hatt til rådighet. Gjennom grunninnskuddsordningen tilføres løpende 15 milliarder kroner. For å sikre den nødvendige stramhet i pengemarkedet,

Tabell 1.9 Sammensetning av sentralbankfinansieringen

		D-lån	F-lån og G-innskudd	Annen tilførsel ¹⁾	Total Finansiering	Gjennomsnittrente (effektiv)	
						Total	Uten grunninnskudd
Desember -91	1.-15.	10,4	33,1	15,4	58,9		
	16.-31.	10,7	33,1	14,7	58,5		
August -92	1.-15.	7,5	19,1	4,7	31,3	6,4	10,6
	16.-31.	7,1	19,1	6,4	32,6	6,6	10,6
September-92	1.-15.	4,8	19,1	6,0	29,9	6,5	11,2
	16.-30.	8,4	19,1	17,0	44,5	13,2	19,0
Oktober -92	1.-15.	8,8	15,1	7,0	36,5	10,0	15,6
	16.-31.	8,2	15,1	7,1	30,4	7,0	11,9

¹⁾ Valutaswapper, banksertifikater og S-lån

ble D-lånsadgangen satt relativt lav. Utover dette ble likviditeten tilført på kortvarig basis gjennom banksertifikater med 1 ukes løpetid. På denne måten var det stadig et relativt stort volum av sertifikater som forfalt. En hadde derfor den nødvendige handlefrihet til raskt å kunne stramme inn likviditeten dersom balansen i valutamarke- det tilsa dette.

De instrumenter en til nå har brukt i pengepolitikken, har vært tilpasset en situa- sjon med behov for stor tilførsel av likviditet til banksystemet. Dette har i første rekke skjedd gjennom D-lån, F-lån, banksertifika- ter og valutaswapper. I tillegg ble grunninn- skuddsordningen iverksatt 2. desember 1991.

Med en fortsatt sterk likviditetstilførsel over statsbudsjettet slik det legges opp til for 1993, vil bankenes lån i Norges Bank måtte trappes ytterligere ned. Noe avhengig av omfanget av nye statslån kan en regne med at banksystemet vil ha overskudd av likvidi- tet fra annet halvår 1993. Det vil derfor være nødvendig å ha instrumenter i penge- politikken som er tilpasset en situasjon med behov for inndragning av likviditet. Inndragningsbehovet blir forsterket av den store faste tilførselen av midler gjennom grunninnskuddsordningen, som er utformet for å gi bankene subsidierte innskudd fra Norges Bank. Bankene har også behov for å ha en D-lånsadgang av en viss størrelse, slik at en kan håndtere likviditetssvingninger i den enkelte bank, for eksempel i forbindelse med deres deltakelse i betalingsformidling- en.

Prognosene for likviditetsutviklingen vis- te at en allerede i inneværende halvår ville ha behov for å ha effektive likviditetsinndra- gende instrumenter tilgjengelig. Etter en høringsrunde med berørte institusjoner offentliggjorde Norges Bank 29. oktober 1992 nye forskrifter om bankenes adgang til lån og innskudd i Norges Bank.

Den sentrale endringen i forskriften gjel- der bestemmelsene om F-lån og F-inn- skudd. Det er ikke lenger nødvendig med en permanent finansiering av bankene i form av F-lån med lang løpetid. Det kan imidler- tid fortsatt være behov for et instrument

som kan ivareta mer kortsiktige tilfeldige likviditetssvingninger og som gir Norges Bank mulighet til å tilføre likviditet med virkning samme dag. På denne bakgrunn har en beholdt en F-lånsordning, men noe forenklet i forhold til i dag. For å gi Norges Bank mulighet til å gjennomføre tildeling/auksjoner på kort tid, vil Norges Bank ha mulighet til å begrense antall bud gjennom å sette en minstegrense for budets størrelse. Utleggelsen av slike lån kunngjø- res bare på skjermbaserte informasjonssyste- mer. Den enkelte banks adgang til å ta opp F-lån er også redusert, siden det i en nor- malsituasjon i pengemarkedet ikke lenger vil bli behov for permanent finansiering av bankene i form av F-lån. Samtidig er anled- ningen til å legge inn ikke-konkurrerende bud falt bort.

For å ivareta behovet for å inndra likvidi- tet for kortere perioder som resultat av sesongsvingninger og andre mer tilfeldige svingninger i likviditetstilførselen, har en innført fastrenteinnskudd eller F-innskudd som en parallell til F-lånene. Dette ligner på systemet med anbudsinnlåning som brukes i Sverige. På samme måte som for F-lån kan renten enten fastsettes av Norges Bank eller ved auksjon. F-innskudd kan både få helt korte løpetider, men også noe lengre løpeti- der (for eksempel opp til en måned).

Forskriftene trådte i kraft 1. november 1992, og allerede 5. november ble et F-inn- skudd på 8 milliarder kroner og løpetid 13 dager lagt ut. 18. november ble så et F-lån på 6 milliarder kroner og løpetid 7 dager lagt ut.

Dersom bankene og andre aktører i pengemarkedet etter hvert bygger opp sine beholdninger av statspapirer, vil det kunne dannes grunnlag for bruk av gjenkjøpsavta- ler i statspapirer som et virkemiddel i likvi- ditetsstyringen. Dette vil gi Norges Bank sikkerhet ved tilførsel av likviditet og være på linje med hva som er vanlig internasjon- alt. En kan også tenke seg inndragning av likviditet ved omvendte gjenkjøpsavtaler. Det vil imidlertid ta en viss tid før statspa- pirkarkedene er utviklet og aktørene i mar- kedet har bygget opp tilstrekkelige behold- ninger. Gjennom F-lån og F-innskudd har

En analyse av valutastrømmene i perioden august til oktober 1992

Uroen i valutamarkedet i høst førte til at Norges Bank i løpet av august og fram til og med den 18. september *solgte* valuta til bankene (interverte til støtte for kronen) tilsvarende 21,1 milliarder kroner. I den etterfølgende periode fram til 23. oktober *kjøpte* Norges Bank valuta «tilbake» for 18,3 milliarder kroner.

På grunnlag av ukentlig valutastatistikk som Norges Bank utarbeider, kan en si noe om hvilke aktører som var drivkrefter i valutamarkedet i disse periodene. Tabell 1.10 gir en oversikt over de viktigste motpostene til Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet i perioden 3. august til 23. oktober.

I perioden 3. august til 4. september (ukene 32-36) solgte Norges Bank valuta til bankene tilsvarende 10,0 milliarder kroner. Valutautgangen fra bankene i denne perioden hadde bakgrunn i salg av valuta for 6,5 milliarder kroner til deres utenlandske kunder og 12,2 milliarder kroner til norske kunder.

Salgspresset mot norske kroner var størst i perioden 7. til 18. september (ukene 37 og 38). Norges Bank solgte i denne perioden valuta til bankene tilsvarende 11,1 milliarder kroner. Utgangen var i disse ukene helt konsentrert om utenlandske kunder. Denne utgangen skjedde over valutaterminmarkedet, det vil si at utlendinger kjøpte valuta (solgte kroner) for levering på et bestemt fremtidig tidspunkt.

Gjennom norske kunder var det i denne perioden en netto valutainngang til bankene. Det viser seg imidlertid at innenlandske aktører i denne perioden både kjøpte og solgte valuta. De solgte valuta (kjøpte kroner) på termin, men de kjøpte valuta (solgte kroner) spot, jf. tabell 1.11. Bakgrunnen for dette er at rentenivået i valutaterminmarkedet i denne perioden var svært høyt, noe som ikke helt slo igjennom i rentenivået på rene kroneplasseringer, spesielt i markedet for særinnskudd i norske banker. Store investorer kunne imidlertid oppnå den høye avkastningen i valutaterminmarkedet, uten å påta seg valutakursusikkerhet, ved å selge kroner spot samtidig som en kjøpte kronene tilbake i terminmarkedet «for fremtidig levering».

I perioden 21. september til 23. oktober (ukene 39-43) kjøpte Norges Bank tilbake valuta fra bankene for 18,3 milliarder kroner. Valutainngangen fra utlandet tilsvarte 5,3 milliarder. Inngangen gjennom norske kunder var hele 16,1 milliarder kroner. For perioden under ett var det altså uten-

landske kunder som stod for valutautgangen, mens norske kunder bidrog til en valutainngang til det norske markedet.

Ved valutauroen i uke 47 avtegnet det seg et vesentlig annet bilde. Norges Bank solgte i denne uken valuta til bankene for 48,6 milliarder kroner. Av dette ble 38,8 milliarder brukt til å dekke opp salg av valuta til innenlandske kunder og 10,8 milliarder til å dekke opp salg av valuta til utenlandske kunder. Transaksjonene skjedde i det alt vesentlige over spotmarkedet, der norske kunder direkte vekslet om disponible kronemidler til valuta. I denne perioden var det altså norske kunder som forårsaket uroen i valutamarkedet.

*Tabell 1.10 Motpostene til Norges Banks valutaintervensjoner overfor bankene.
Milliarder kroner*

	Ukene 32-36	Ukene 37-38	Ukene 39-43
Norges Banks netto salg			
av valuta til bankene	10,0	11,1	-18,3
Anvendt av bankene til å dekke opp:			
Salg av valuta til utlendinger	6,5	10,0	-5,3
Salg av valuta til innlendinger	12,2	-3,2	-16,1
Annet *)	-8,7	4,3	3,1
herav:			
Endring i bankenes totale valutaposisjon	-4,4	0,6	3,1

*) Inkluderer bankenes inntektsunderskudd i valuta, kursreguleringer, samt korreksjoner.

Tabell 1.11 Utlendingers og innlendingers valutatransaksjoner fordelt på type transaksjon

	Ukene 32-36	Ukene 37-38	Ukene 39-43
Utlendingers valutakjøp	6,5	10,0	-5,3
Spot	3,0	-0,5	-0,1
Termin	3,5	10,5	-5,2
Innlendingers valutakjøp	12,2	-3,2	-16,1
Spot	1,5	5,6	-16,1
Termin	4,4	-7,7	1,4
Reduksjon i kunders netto valutagjeld overfor banker	6,3	-1,1	-1,4

Renteutviklinga. Sidan byrjinga av september har skilnaden mellom europeiske renter og dollar-renta blitt redusert. Det gjeld både pengemarknadsrentene og obligasjonsrentene. Frå 1. september til slutten av november steig tremånaders pengemarknadsrente i USA med 0,4 prosentteiningar, medan dei same rentene i Tyskland fall med 1,0 prosentteiningar. Skilnaden mellom desse rentene fall frå 6,4 prosentteiningar til 5,0 prosentteiningar. Dei korte britiske rentene fall med heile 3,4 prosentteiningar i perioden. Britiske pengemarknadsrenter låg omkring 1,7 prosentteiningar under tyske renter mot slutten av november, mot 0,8 prosentteiningar over tyske renter den 1. september. Dei japanske pengemarknadsrentene har falle svakt sidan byrjinga av september, og dei var til dels lågare enn amerikanske korte renter i november.

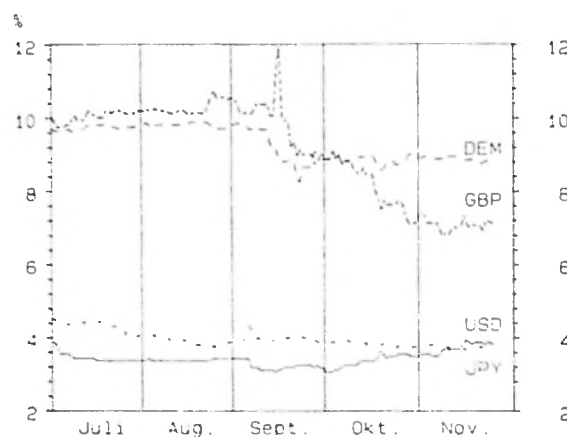
Rentene på statsobligasjonar med 10 års rentebinding har auka med 0,2 prosentteiningar i USA, medan dei har falle med 0,7 prosentteiningar i Tyskland sidan 1. september. Det har ført til at differansen mellom amerikanske og tyske lange renter har falle frå 1,4 prosentteiningar den 1. september til 0,5 prosentteiningar mot slutten av november. Dei lange britiske rentene har falle med heile 1,7 prosentteiningar sidan byrjinga av september, men dei låg framleis 1,1 prosentteiningar over dei tyske lange rentene mot slutten av november. I Japan har dei lange rentene falle med 0,3 prosentteiningar i denne perioden.

Tabell 2.1. Internasjonale aksjemarknader

	Indeks	Prosentvis endring pr. 25.11.92 frå utgangen av	
		25.11.92	2.kv.1992	3.kv.1992
<i>Børs:</i>			
Dow Jones Industr., New York	3 268,4	-1,7	0,0
Nikkei, Tokyo	17 302,0	8,5	-0,6
Commerzbank, Frankfurt	1 695,7	-13,5	3,0
FT-SE100, London	2 709,6	7,5	6,1

Kjelde: Financial Times.

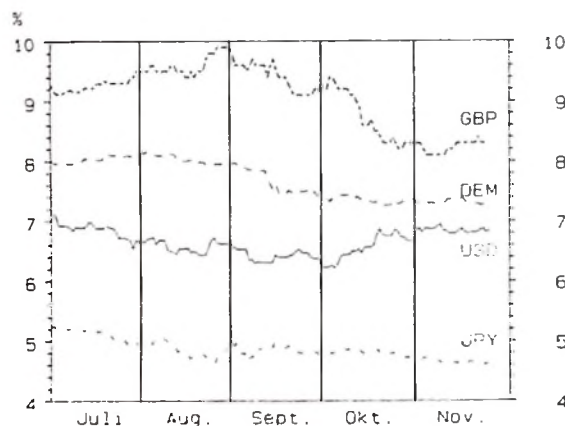
Figur 2.2. Internasjonale rentesatsar for kort-siktige plasseringar (3-månaders eurorente). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1992 – 26. nov. 1992¹⁾



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

Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.3. Internasjonale rentesatsar for lang-siktige plasseringar (10 års statsobligasjonar). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1992 – 26. nov. 1992¹⁾



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

Kjelde: Noregs Bank

Internasjonale aksjemarknader. Kursane på dei britiske og amerikanske aksjemarknadene, representerte ved indeksane FT-SE100 London og Dow Jones, nådde botn-nivå til

Tabell 2.2. Endringar i bankane sine internasjonale fordringar¹⁾. Milliardar USD

	1989	1990	1991	1991 2.kv.	1992 2.kv.	Ute- stående 30. juni 1992
Total	685	608	-54	-108	-17	6 160
- Av dette vis-a-vis:						
ikkje-bankar	144	224	97	22	36	1 721
bankar (og ufordelt)	541	384	-151	-130	-53	4 439

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

Kjelde: BIS.

no i år den 5. oktober. Då hadde indeksane fall høvesvis 10 prosent og 8 prosent frå toppnivået i mai. Den tyske aksjeindeksen (Commerzbank, Frankfurt) nådde rekordlåg nivå for i år like etter dei to andre, og hadde då falle med 22 prosent sidan mai. Den siste månaden har den britiske indeksen auka med om lag 9 prosent til nær same nivå som i mai. Den tyske indeksen har ikkje endra seg vesentleg, medan den amerikanske indeksen har auka noko. Den japanske Nikkei-indeksen var om lag 21 prosent høgare i slutten av november i høve til botnivået i august.

Internasjonale kapitalmarknader. Bankane sine internasjonale fordringar vis-a-vis ikkje-bankar heldt fram med å auke i andre kvartal i år, medan nedgangen fortsatte vis-a-vis bankar. Totalt fall dei internasjonale fordringane, men fallet var ikkje like stort som i andre kvartal i fjor. Andelen av fordringane denominert i ECU og tyske mark auka noko frå andre kvartal i fjor til i år. Samstundes fall andelen av fordringane denominert i japanske yen og amerikanske dollar.

Volumet av samla internasjonal opplåning (brutto) var om lag uendra frå tredje kvartal i fjor til i år. Auken i obligasjonsopplåninga som vi har sett dei siste kvartala, heldt ikkje fram, medan bankutlåna i staden auka noko. OECD-landa sin andel av opplåninga var større i tredje kvartal i år enn i fjor. Urviklingslanda sin andel fall frå 9,9 prosent til 8,8 prosent.

Tabell 2.3. Bankane sine internasjonale fordringar, valutafordelt. Prosent av samla internasjonale fordringar

	Desember				
	1989	1990	1991	1991 2.kv.	1992 2.kv.
Amerikanske					
dollar (USD)	39,2	35,7	34,6	36,6	34,4
Tyske mark (DEM)	10,4	11,3	10,7	9,9	10,3
Sveitsiske					
franc (CHF)	3,8	4,2	3,9	3,8	3,8
Japanske yen (JPY)	10,4	10,1	10,6	10,3	9,7
Britiske pund (GBP)	3,2	3,9	3,3	3,3	3,6
ECU	2,2	2,5	2,8	2,6	2,9
Ufordelt ¹⁾	30,8	32,3	34,1	33,5	35,3
Totalt i mrd. USD	5 355	6 272	6 222	5 758	6 160

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.

Tabell 2.4. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliardar USD

	1990	1991	3.kv.1991	3.kv.1992
Obligasjons- utskrivningar	230	298	78	77
- Av dette med				
flytande rente	37	17	4	19
Bankutlån	125	116	26	29
Anna inter- nasjonal opplåning	7	6	1	1
Samla opplåning	361	420	105	107

Kjelde: OECD.

Tabell 2.5. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakarland. Prosent av samla opplåning

	1990	1991	3.kv.1991	3.kv.1992
OECD	83,0	81,3	81,9	85,6
Utviklingsland	7,3	9,0	7,5	5,4
Aust-Europa	1,3	0,4	0,7	0,2
Internasjonale institusjonar og andre land	8,4	9,3	9,9	8,8

Kjelde: OECD.

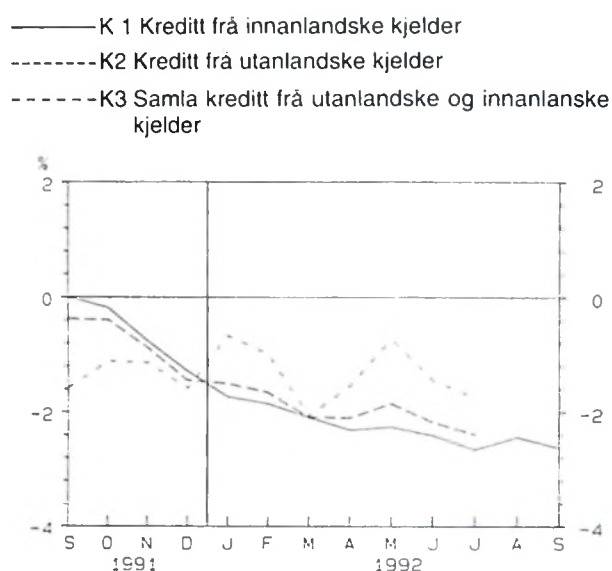
Penge-, kreditt- og valutatilhova i Noreg

Kreditttilførsel. Volumet av kreditt til publikum (næringsliv, hushald og kommunar) frå *innanlandske* kjelder var 2,6 prosent lågare ved utgangen av september i år enn i fjor. Volumet har falle kvar måned sidan april i fjor, med unntak av august i år. Den underliggjande veksttakten i publikum si bruttogjeld var -2,1 prosent ved utgangen av september. Månaden før var den underliggjande veksten -2,5 prosent. Underliggjande vekst er definert som gjennomsnittleg utestående kreditt siste tremånadersperiode i høve til førre tremånadersperiode, omrekna til årleg rate. Dei siste tolv månedene fram til utgangen av august vart publikum si bruttogjeld til *utlandet* redusert med 0,8 prosent, mot ein nedgang på 1,7 prosent i perioden juli 1991 til juli 1992. Publikum si *samla* bruttogjeld vart redusert med 2,0 prosent dei siste tolv månedene til august, mot 2,4 prosent nedgang frå juli 1991 til juli 1992.

Veksten i kreditt frå forretnings- og sparebankane, finansieringsselskapa og kredittføretaka under eitt var -8,0 prosent ved utgangen av september, mot -7,7 prosent ved utgangen av august. Annan kreditt voks med 5,6 prosent dei siste tolv månedene fram til utgangen av september, mot 5,7 prosent ved utgangen av månaden før. «Annan kreditt» omfattar mellom anna kreditt frå statsbankane og forsikringsselskapa.

Publikums likviditet. Tolv månadersveksten i pengemengda (beholdninga publikum har av bankinnskot, setlar og mynt) fall frå 12,3 prosent i august til 4,8 prosent i september.

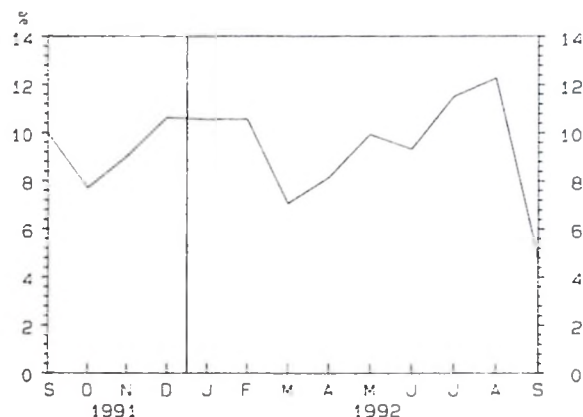
Figur 2.4. Vekst i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar. September 1991 – september 1992. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)¹⁾



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

Kjelde: Noregs Bank

Figur 2.5. Vekst i publikums likviditet. Sesongjustert. September 1991 – september 1992¹⁾.



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

Kjelde: Noregs Bank

Tolv månadersveksten fram til august i år var spesielt høg fordi den inkluderte vekstbidraget av at innskot på SMS-konti kom med i pengemengda frå september 1991. Frå september i år fell denne effekten bort.

Tabell 2.6. Effektive renter: Kortsiktige rentesatsar og rentesatsar i obligasjonsmarknaden
Gjennomsnitt pr. måned

	1992				
	juli	aug.	sept.	okt.	nov. ¹⁾
Eurokronerenter ²⁾					
1 mnd.	11,2	12,0	23,8	14,6	24,3
3 mnd.	11,1	11,8	16,3	13,3	14,8
12 mnd.	10,7	11,2	12,5	11,6	11,0
D-lånsrente	10,5	10,5	11,4	11,6	13,8
Statsobligasjonar ³⁾					
attstående løpetid: 0-3 år	10,2	10,7	11,6	11,0	11,0
3-6 år	9,7	10,1	10,5	10,4	9,9
over 6 år	9,6	9,9	10,2	10,2	9,6
Private obligasjonar					
attstående løpetid: 1 år	10,9	11,5	14,6	13,3	12,6
5 år	10,7	11,1	12,5	12,2	11,9
Rentedifferansar:					
Korte renter. Kroner mot ECU ⁴⁾	-0,3	0,2	3,6	2,1	3,2
Lange renter. Kroner mot ECU ⁵⁾	0,1	0,3	1,1	1,6	1,6

¹⁾ Gjennomsnitt for perioden 1.-25. nov.

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 3-6 år og teoretisk ECU-rente på 5 år. For lengre tidsseriar sjå tabell 29.

Rentene. Valutauroa i Europa og særskild i Sverige i september smitta over på den norske marknaden. Norske ein- og tremånadersrenter nådde sitt høgste nivå for månaden med høvesvis 37,3 prosent og 20,7 prosent den 16. september, same dag som Sveriges Riksbank sette opp marginalrenta til 500 prosent. Den 30. september var 3-månadersrenta 3,7 prosentteiningar over nivået i byrjinga av månaden, medan einmånadsrenta låg 12,2 prosentteiningar over nivået den 1. september. Samstundes fall rentenivået innanfor ERM, slik at skilnaden mellom norsk tremånadersrente og teoretisk ECU-rente auka frå 1,3 prosentteiningar den 1. september til 4,4 prosentteiningar den 30. september. I oktober fall rentene markert, til dømes fall tremånadersrenta med 4,7 prosentteiningar gjennom månaden. Rentefallet i pengemarknaden heldt fram i byrjinga av november, og rentedifferansen mot ECU var nær null den 11. november. Signalrentene til Noregs Bank vart sette ned i fleire etappar i slutten av oktober og byrjinga av november. Dei første dagane etter at den svenske krona byrja å flyte den 19. november var tremånadersrenta i den

norske pengemarknaden 25-30 prosent. Einmånadsrenta var mellom 60 og 80 prosent i desse dagane.

Også obligasjonsrentene auka markert gjennom september. Til dømes steig 3-6 års statsobligasjonsrente med 0,5 prosentteiningar, medan 5 års rente på private obligasjonar auka med 1,4 prosentteiningar. Differansen mellom avkastning på 5-års teoretisk ECU og 3-6 års norske statsobligasjonsrenter auka frå 0,4 prosentteiningar i byrjinga av månaden til 1,6 prosentteiningar ved utgangen av september. Denne differansen vart noko redusert gjennom oktober. Ved utgangen av oktober var 5 års private obligasjonsrenter nede på same nivå som i byrjinga av september, medan statsobligasjonsrentene var komne 0,4 prosentteiningar under nivået frå 1. september. Obligasjonsrentene heldt fram med å falle også i byrjinga av november, men auka etter 19. november. Rentene på statsobligasjonar med rentebindingstid 0-3 år auka med vel 3 prosentteiningar dei første dagane, medan dei lengre rentene auka med 0,2-0,4 prosentteiningar.

Tabell 2.7. Sentralbanktilførsel¹⁾

	juni	juli	aug.	sept.	okt.
Gjennomsnitt pr. dag (mrd. kr.)	41,1	33,8	32,0	37,1	33,2
av dette D-lån	7,9	8,5	7,3	6,6	8,5
F-lån	8,0	4,0	4,0	4,0	—
grunninnskot	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
anna finansiering	10,1	6,2	5,6	11,4	9,7
D-lånstilgang	13,3	12,7	9,1	7,5	10,9
<i>Utlagte F-lån 1992:</i>					
Likviditetsverknad frå:	løpetid (dgr.)	storleik (mrd.kr.)	gjennomsnittleg rente nominell effektiv		
18. november	7	6,0	10,46	11,02	
24. november	1	17,0	25,00	28,39	
24. november	3	20,0	20,00	22,12	
25. november	1	10,0	20,00	22,13	
26. november	1	6,0	20,00	22,13	
27. november	3	20,0	20,0	22,12	
30. november	1	25,0	18,0	19,72	

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

Verkemiddelbruken. Bankane si samla sentralbankfinansiering auka med gjennomsnittleg 5,2 milliardar kroner frå august til september. D-lånsadgangen vart heva frå 300 til 500 prosent av berekningsgrunnlaget i andre låneperiode i september. Det auka finansieringsbehovet til bankane hang saman med valutaintervensjonane. I oktober fall bankane si samla sentralbankfinansiering med 4 milliardar att, mellom anna som følge av at valutaen som gjekk ut i september, vart kjøpt tilbake.

Kreditrenta vart sett ned frå 11 til 10 prosent den 28. oktober. Både D-lånsrenta og kreditrenta vart sette ned med ein halv prosentening den 2. november, og vidare med ein halv prosentening til den 9. november. Med den siste rentenedsetjinga var nivået på signalrentene det same som i byrjinga av september att. Under valutauroa i samband med at den svenske krona byrja flyte, vart D-lånsrenta sett opp først til 17 prosent den 20. november og vidare til 25 prosent den 23. november.

Frå 1. november er forskriftene for bankane sin låneadgang i Noregs Bank endra. Den viktigaste endringa er innføring av F-innskot, som skal brukast i situasjonar med likviditetsoverskot. F-innskota skal auksjo-

nerast bort ved ordinær eller hollandsk auksjon. F-innskot med løpetid 5.–18. november vart auksjonert bort til ei gjennomsnittsrente på 11,7 prosent. Den 18. november vart det for første gong i år lagt ut eit F-lån. Løpetida var 7 dagar og gjennomsnittsrenta vart etter auksjonen 11,0 prosent effektivt. Fleire F-lån med løpetid på 1–3 dagar følgde i dagane 24.–30. november. Den 20. november vart det innført ei endring i D-lånsadgangen. Bankane vart då pålagde ei ramme for det daglege trekket under ordninga. Vidare vart D-lånsramma for siste låneperiode i november endra frå 500 prosent til 750 prosent den 24. november. Den 30. november vart D-lånsrenta sett ned frå 25 til 17 prosent.

Valutamarknaden. Kronekursen var på det svakaste 0,6 prosent lågare enn sentralverdien i september. Frå 8. september, då finske mark byrja å flyte fritt, til 18. september selde Noregs Bank valuta for motverdien av 9,6 milliardar kroner. I resten av september kjøpte Noregs Bank attende valuta for 5,1 milliardar kroner. Gjennom oktober og fram til den 18. november vart det kjøpt valuta motsvarande 18,8 milliardar kroner. Valutareservane auka frå 88,1 milliardar

kroner ved utgangen av september til 107,5 milliardar kroner ved utgangen av oktober. Kronekursen heldt seg stabil rundt 0,2 prosenteningar svakare enn sentralverdien i oktober. Frå 1. november til 26. november varierte kronekursen mellom 8,0355 og 8,0074 mot teoretisk ECU. Det vil seie at kursen var mellom 0,5 og 0,2 prosent svakare enn sentralverdien. I dagane etter at den svenske krona byrja å flyte vart det intervert kraftig i valutamarknaden. Frå 18. til 20. november vart det netto seld valuta for 50,8 milliardar. Mandag 23. november vart det kjøpt tilbake valuta for 13,9 milliardar kroner.

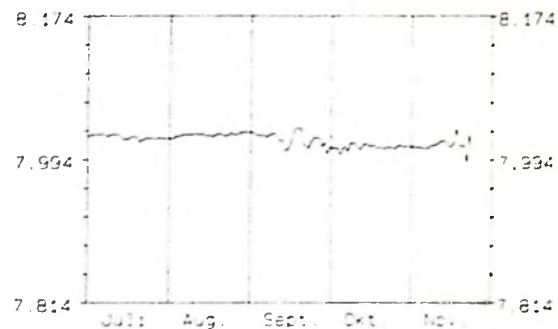
Verdipapirmarknaden i Noreg

Sertifikat. Bruttoemisjonar av sertifikat var 30,2 milliardar høgare dei første ti månadene i år i høve til i fjor. Det er ein auke på knapt 20 prosent. Det er emisjonane av banksertifikat og statssertifikat som har auka, medan emisjonane av kredittsertifikat og lånesertifikat er redusert. Auken i emisjonar av statssertifikat var nær 40 prosent, medan emisjonane av banksertifikat har auka med knapt 30 prosent. Staten la ut eit nytt tolv-månaders sertifikatlån med effektiv rente på 10,3 prosent i slutten av oktober. Private teikna seg for 0,1 milliardar av det totale emisjonsbeløpet på 5,4 milliardar kroner.

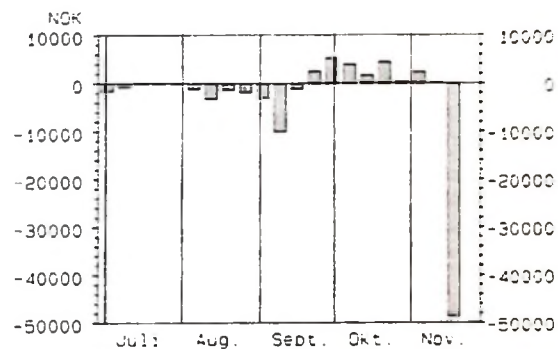
Obligasjonar. Bruttoemisjonane av obligasjonar var 1,2 milliardar kroner lågare dei første ti månadene i år i høve til i fjor. Emisjonane av obligasjonar frå statsforvaltninga, statsbankane og statsforetak har auka med totalt 5,4 milliardar kroner, medan emisjonane frå dei private bankane og forsikringsselskapa har auka med 5,9 milliardar kroner. For den siste gruppa svarer det til meir enn ei tredobling av emisjonsbeløpet i høve til same periode i fjor. Emisjonane frå kredittforetaka er på den andre sida kraftig redusert. Emisjonsvolumet for denne gruppa har gått ned med 10,3 milliardar eller over 40 prosent i høve til dei første ti månadene i fjor. Staten la ut eit nytt ti-årslån i slutten av oktober. 5 milliardar av lånet vart

Figur 2.6. Kronekursen¹⁾ og Noregs Banks intervensjonar. 1. juli 1992 – 26. nov. 1992.

Kroner pr. ecu



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



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

Kjelde: Noregs Bank

lagt ut til hollandsk auksjon, og klareringsprisen svarte til ei rente på 9,6 prosent. Lånet har fast forfall.

Aksjeindeksen. Etter botn-nivået den 25. august i år styrkte totalindeksen på Oslo Børs seg noko igjen i oktober. I slutten av oktober var indeksen 18 prosent over botn-nivået i august. Dei første dagane av november fall indeksen noko igjen, men steig noko etter at den svenske krona byrja å flyte. Den 25. november var totalindeksen om lag på same nivå som ein måned tidlegare. Over same tidsrom fall skipsindeksen og bank-

indeksen med høvesvis 4,8 prosent og 9,2 prosent, medan industriindeksen var om lag uendra og forsikringsindeksen auka med 1,3 prosent.

Omsetnad av verdipapir: Omsetnaden på Oslo Børs auka med 8,6 prosent dei første ti månadene i år i høve til i fjor. Volumet av handelen i sertifikat er tredobla i denne perioden. Noregs Bank sin handel i statssertifikat utgjorde nær 80 prosent av omsetnaden i sertifikatmarknaden dei første ti månadene i år, og auken i Noregs Bank sin statssertifikathandel var like stor som heile auken i omsetnaden på Oslo Børs. Omsetnadsauken heng saman med ein meir aktiv bruk av ser-

Tabell 2.8. *Sertifikatmarknaden¹⁾.
Bruttoemisjonar av sertifikat etter låntakarsektor.
(Milliardar kroner)*

	1990	1991	1991	1992
	jan.-okt.			
Statssertifikat	31,5	38,4	37,4	52,3
Banksertifikat	61,9	107,8	78,9	102,1
Kreditsertifikat	17,9	17,0	16,3	13,8
Lånesertifikat	30,3	30,0	26,0	21,1
Finanssertifikat	1,8	2,0	1,8	1,3
I alt	143,4	195,3	160,4	190,6

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.

Tabell 2.11. *Omsetnad av verdipapir (marknadsverdi, milliardar kroner)*

	1990	1991	1991	1992
			jan.-okt.	jan.-okt.
<i>Omsetnad på Oslo Børs</i>				
Obligasjonar	296,8	424,5	369,4	401,0
- statsobligasjonar	39,6	109,8	92,9	117,1
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statsobligasjonar ¹⁾	2,1	20,6	16,7	27,6
Sertifikat	22,0	26,1	21,5	65,6
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statssertifikat ¹⁾	21,9	24,0	20,2	52,1
Aksjar og teikningsrettar	88,4	75,7	60,1	51,8
Totalomsetnad Oslo Børs	407,2	526,3	451,0	518,4

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

Kjelde: Noregs Bank og Oslo Børs.

Tabell 2.9. *Obligasjonsmarknaden¹⁾.
Bruttoemisjonar av ibendehavarobligasjonar etter låntakarsektor.
(Milliardar kroner)*

	1990	1991	1991	1992
	jan.-okt.			
Statsforvaltninga	0,0	12,0	12,0	14,0
Statsbankar og statsforetak	8,4	3,2	3,0	6,6
Private bankar og forsikringsselskap	3,0	3,1	2,6	8,6
Kreditsforetak	38,4	25,7	23,7	13,4
Private og kommunar	6,5	8,6	7,4	5,3
Utanlandske låntakarar	1,4	0,3	0,3	0,0
I alt	57,7	52,8	48,9	47,8

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

Kjelde: Noregs Bank.

Tabell 2.10. *Aksjemarknaden. Oslo Børs.*

	Indeks	Prosentvis endring pr.	
		25.11.92	2.kv. 1992
Totalindeksen	354,7	-12,0	10,7
Bank	20,9	-27,2	-7,9
Forsikring	136,4	-29,0	15,1
Industri	628,9	-9,4	6,8
Skip	307,8	-16,3	13,4

Kjelde: Oslo Børs.

tifikatmarknaden i likviditetspolitikken. Noregs Bank sin handel i statsobligasjonar auka med 165 prosent i same periode, medan totalomsetnaden i obligasjonsmarknaden auka med 26 prosent. I aksjemarknaden fall omsetnaden med nær 14 prosent fram til og med oktober i år i høve til i fjor. Omsetnaden i aksjer tok seg likevel noko opp frå september til oktober.

Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga. Det ligg foreløpig ikkje føre nye tal for renteutviklinga i finansinstitusjonane. Tabell 2.12 er dermed uendra frå førre nummer.

Resultata til finansinstitusjonane. Fram til og med 3. kvartal i år var det berre finansieringsselskapa som hadde positivt driftsresultat etter tap. Dei største sparebankane hadde eit resultat like over null i perioden, medan kredittføretaka og forretningsbankane gjekk med underskot. Alle gruppene utanom kredittføretaka synte likevel betring i resultatutviklinga i høve til same periode i fjor. Rentenettoen auka og tapa vart reduserte i både forretningsbankane, sparebankane og finansieringsselskapa. Kredittføretaka sin rentenetto sett i høve til gjennomsnittleg forvaltningskapital var om lag uendra, medan tapa auka. Likevel er tap i høve til forvaltningskapital lågare i kredittføretaka

enn i dei andre gruppene av finansinstitusjonar. Frå og med 3. kvartal i år er Bolig- og Næringskreditt AS ikkje lenger med i statistikken for kredittføretaka. Føretaket er gjort om til bank, og Bolig- og Næringsbanken AS er tatt med blant forretningsbankane i statistikken.

Tabell 2.12. Renter på innskot og utlån i norske finansinstitusjonar¹⁾)

	Utgangen av			
	3.kv. 1991	4.kv. 1991	1..kv. 1992	2.kv. 1992 ²⁾
Forretningsbankar				
Bankinnskot i alt	8,60	8,70	8,75	8,38
Utlån i alt	14,42	14,24	14,24	14,19
Rentemargin	5,82	5,54	5,49	5,81
Sparebankar				
Bankinnskot i alt	8,43	8,66	8,56	8,25
Utlån i alt	14,29	14,14	14,10	13,92
Rentemargin	5,86	5,48	5,54	5,67
Livsforsikringselskap				
Utlån i alt	11,85	11,71	11,68	11,63
Kredittføretak				
Utlån i alt	12,60	12,52	12,45	12,39

¹⁾ Tabellen viser vegde gjennomsnittlege 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 innskot i forretnings- og sparebankane. Tabell 34 og 35 viser gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringselskapa og kredittføretaka splitta på ulike typar utlån. Tabellane har tal for dei siste fem kvartala.

³⁾ Foreløpige tal.

Tabell 2.13. Hovudtal for resultata til forretnings- og sparebankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital omrekna til årleg rate¹⁾)

	Sparebankar ²⁾)			Forretningsbankar		
	1991	fram til 30.09 1991	fram til 30.09 1992 ³⁾)	1991	fram til 30.09 1991	fram til 30.09 1992 ³⁾)
Netto rente- og kred.inntekter	3,85	3,87	4,28	2,45	2,42	2,75
Andre driftsinntekter	0,65	0,70	0,57	0,91	0,94	0,78
Andre driftskostnader	3,49	3,19	3,06	3,37	2,44	2,28
Driftsresultat før tap	1,01	1,20	1,77	-0,00	0,25	1,13
Bokførte tap på utlån og garantiar	2,11	1,97	1,72	3,92	3,93	2,08
Driftsresultat etter realisert tap	-1,10	-0,77	0,05	-3,92	-3,68	-0,95

¹⁾ Sjå tabellvedlegg, tabell 36-38, for lengre tidsseriar. Tabellane 39 og 40 i tabellvedlegget viser resultatutviklinga for kredittføretaka og finansieringsselskapa.

²⁾ Utval på 23 bankar.

³⁾ Foreløpige tal.

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

Kjelde: Noregs Bank.

Tabell 2.14. Månadlege konjunktural, sesongjustert

	1991	1992							Prosentvis endring				
		1. kv.	2. kv.	3. kv.	juli	aug.	sept.	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 nivå siste 3 mndr ut året	
Privat varekonsum	100,1	99,7	102,6	102,4	105,9	97,4	103,9	...	3,6	-0,2	2,0	1,6	
Sal av nye bilar	4 594	5 360	4 858	5 187	5 816	4 500	5 245	5 121	2,1	-6,2	10,7	11,1	
Bygg igangsett													
Totalt	3 770,1	885,1	898,9	761,0	241,9	278,1	240,9	274,4	-24,6	-12,3	-12,6	-11,2	
Bustader, kvm.	2 044,1	472,7	410,9	429,0	134,0	158,2	136,8	120,6	-30,9	2,2	-17,5	-16,3	
Andre bygg, kvm.	1 726,0	418,9	502,1	332,4	107,7	121,4	103,4	153,7	-18,6	-25,1	-6,9	-3,9	
Industriproduksjon	98,5	99,0	101,1	100,1	99,4	101,6	99,4	...	3,8	-0,9	1,1	1,6	
Import trad.varer	153 067	39 533	38 071	39 665	12 753	13 463	13 449	12 528	-6,0	2,6	2,1	2,0	
Eksport trad. varer	109 583	26 880	26 949	27 175	8 879	9 337	8 959	9 270	-0,1	2,0	-2,6	-0,8	
Eksport olje og gass	96 912	23 619	24 880	23 771	8 077	7 649	8 045	8 716	-0,9	-0,9	1,5	0,4	
Registrerte ledige	100 726	109 177	115 838	118 921	129 414	115 951	111 398	111 314	8,1	-5,4	14,7	13,3	
Sum ledige og tiltak	157 809	169 222	175 057	177 899	179 408	176 668	177 623	179 449	9,3	1,7	11,8	11,0	
Tilgang ledige plassar	19 786	21 733	21 469	19 268	16 153	20 807	20 844	16 971	-5,5	-2,5	3,1	2,5	
Konsumprisindeksen	239,1	242,4	244,0	245,6	245,4	246,0	245,3	246,3	2,2	0,5	2,4	2,3	

Tabell 2.15. Kvartalsvise konjunktural, sesongjustert

	1990							1991							Prosentvis endring				
	1990			1991				1991			1992				Siste kv. mot same kv. året før	Siste to kv. mot foregående to kv. år	Hittil i år mot same periode året før	Årsanslag	
	1990	1991	1992	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	Med nivå siste kv. ut året	Med nivå siste to kv. ut året						
Sysselsette personar ¹⁾	2 030	2 010	2 013	1 999	1 989	2 018	-0,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4								
Arbeidsstyrken ¹⁾	2 142	2 126	2 135	2 123	2 117	2 146	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1								
Arbeidsledige ¹⁾	112	116	122	123	128	128	6,7	4,1	10,4	9,0	9,0								
Utförde timeverk ¹⁾	1 723	1 693	1 690	1 690	1 682	1 673	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7								
Eksportprisar trad. varer	101,6	100,3	98,2	92,0	94,4	92,1	-8,2	-1,9	-8,2	-7,7	-7,4								
Eksportvolum trad. varer	120,3	118,7	117,9	126,9	124,4	127,1	8,8	2,7	4,7	6,4	6,1								
Importprisar trad. varer	106,7	104,8	105,9	105,6	103,1	99,7	-6,0	-4,2	-1,6	-2,7	-2,3								
Importvolum trad. varer	104,6	106,9	110,7	108,7	106,9	117,5	12,3	2,3	4,0	5,3	4,1								
Industriinvesteringar	189,4	191,7	173,0	185,6	...	...	-10,6	-9,0	-10,6	-3,2	-5,6						
Eksportordretilgang industri ²⁾	347,0	324,9	329,1	298,3	333,1	313,5	-2,2	3,0	-2,9	-3,2	-2,4								
Innanlandsk ordretilgang industri ²⁾	177,5	163,9	179,0	179,7	192,7	140,5	-0,2	-7,1	8,6	-0,4	3,6								
Ordretilgang bygg og anlegg	83,3	78,3	85,0	103,1	83,6	...	6,6	16,9	21,8	13,1	19,3								
Timeløn industriarbeidarar ³⁾	92,15	96,97	98,35	98,23	100,19	...	3,1	1,3	3,3	2,8	2,3								

¹⁾ Tal frå arbeidskraftundersøkinga til Statistisk sentralbyrå (AKU)

²⁾ For metall og verkstadprodukt ekskl. transportmiddel og boreriggjar

³⁾ Ukorrigert

Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992

Anders Svor, kontorsjef i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Omsetningen i det norske valutamarkedet har økt med om lag 20 prosent de siste tre årene. I april i år var den gjennomsnittlige omsetningen pr. bankdag 6,5 milliarder amerikanske dollar eller 42 milliarder kroner. Samtidig har det foregått store endringer når det gjelder hvilke valutaer som handles og typen av forretninger som inngås. Det norske valutamarkedet er likevel blant de minste i Europa. De siste tre årene har også veksten i omsetningen i de fleste europeiske land vært langt større enn i Norge.

Bakgrunn

I april 1992 gjennomførte Norges Bank en større undersøkelse av omsetningen i det norske valutamarkedet. Foruten å kartlegge omsetningsvolumet, tok undersøkelsen sikte på å avdekke hvilke valutaslag som ble handlet og hvilke typer av forretninger som ble inngått. På samme tid ble det gjennomført tilsvarende undersøkelser i 25 andre land, blant disse alle de vest-europeiske, USA, Japan, Australia, Hong Kong og Singapore.

Denne typen undersøkelser har vært gjennomført hvert tredje år, og av et økende antall land for hver gang. Den amerikanske sentralbanken begynte i midten av 1970-årene å kartlegge virksomheten i det amerikanske markedet. I forbindelse med undersøkelsen i 1986 ble tilsvarende datainnsamling også foretatt i Storbritannia, Japan og Canada. I 1989 var det i alt 21 land som gjennomførte undersøkelser om virksomheten i sine valutamarkeder. Den gang påtok Bank for International Settlements (BIS) seg oppgaven å bearbeide dataene fra de enkelte land. Resultatene ble i februar 1990 presentert i rapporten «Survey of Foreign Exchange Market Activity».

I 1989 utformet den enkelte sentralbank selv undersøkelsen med utgangspunkt i sitt eget lands finansielle struktur og antatte handlemønstre i valutamarkedet. Fordi det ble benyttet ulike definisjoner og beregningsmåter, ble resultatene ikke direkte sammenlignbare over landegrensene. I tillegg var det en viss forskjell landene imellom når det gjaldt typer av finansinstitusjoner som deltok i undersøkelsen.

Fremgangsmåte ved undersøkelsen

I lys av erfaringen fra undersøkelsen i 1989 ble sentralbankene enige om at undersøkelsen i 1992 i størst mulig grad burde gjennomføres over samme lest i de enkelte land. For det første ville dette medføre at det ble mulig å foreta sammenligninger av valutamarkedene mellom de enkelte land når det gjaldt valutaer som ble handlet, instrumenter som ble benyttet m.v. Dessuten ville en lettere få et bilde av strukturen og størrelsen på det internasjonale valutamarkedet som sådan.

BIS har igjen påtatt seg oppgaven med å bearbeide dataene fra de enkelte land og samlet presentere dem i en rapport. Denne rapporten vil ventelig foreligge tidlig i 1993. I denne artikkelen skal vi se på det norske valutamarkedet og trekke visse sammenligninger med Sverige og Danmark.

I samarbeid med de største valutabankene søkte Norges Bank å tilpasse undersøkelsen til spesielle norske forhold, dog slik at den ikke skulle avvike for meget fra det internasjonale opplegget. Det ble utarbeidet et detaljert spørreskjema som ble sendt ut til de 15 største valutabankene. Disse bankene står for så godt som all valutaomsetning i Norge. Deltagerne ble bedt om å rapportere bruttoomsetningen i valuta for april måned. Hvert enkelt kjøp og salg av valuta skulle summeres og ikke netto regnes mot hverandre. Alle transaksjoner og kontrakter inngått i løpet av måneden skulle rapporteres, uansett når levering fant sted, og beløpene skulle være omregnet til amerikanske dollar.

Undersøkelsen i år var langt mer omfat-

Definisjoner

I undersøkelsen ble følgende definisjoner benyttet:

Transaksjonstyper:

«Spot». Avtale om kjøp eller salg av valuta med «øyeblikkelig» levering, det vil si ikke senere enn to virkedager (bankdager) etter kontraktsinngåelse.

Termin. Avtale om kjøp eller salg av valuta med levering mer enn to dager etter kontraktsinngåelse. Terminforretninger omfatter såkalte «outright»-forretninger og «swap»-avtaler.

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

«Swap». Avtale om kjøp (salg) av valuta med «øyeblikkelig» levering, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. En «swap»-avtale består således av en «spot»-transaksjon og en «outright»-transaksjon. For å unngå dobbelttelling, ble kun «spot»-delen av en «swap»-avtale rapportert

Opsjoner. Avtale som gir innehaveren en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe («call-option») eller selge («put-option») en viss mengde valuta på eller innen et bestemt tidspunkt til en allerede avtalt kurs.

«Futures». Avtale for et standardisert beløp valuta levert til en spesifisert kurs på en bestemt dag.

Motpart

«Motparten» er betegnelsen for hvem den rapporterende banken har avtalt handel med. I den norske undersøkelsen ble det skilt mellom følgende motparter:

- banker i Norge (omfatter forretnings- og sparebanker)
- andre finansinstitusjoner i Norge (omfatter blant andre Norges Bank)
- kunder i Norge (alle andre innenlandske motparter enn de to ovennevnte)
- banker i utlandet
- andre finansinstitusjoner i utlandet
- kunder i utlandet

tende enn undersøkelsen i 1989. Bankene ble bedt om å spesifisere omsetningen på en rekke forskjellige valutaslag, samtidig som tallene skulle brytes ned på transaksjonstype og motparter. Når det gjaldt typer av transaksjoner ble det skilt mellom «spot»-, «outright»- og «swap»-transaksjoner, samt opsjoner og «futures» (se egen ramme for nærmere definisjon).

April var en rolig måned i det norske valutamarkedet. Kronen holdt seg meget stabil, omkring 0,3-0,4 prosent svakere enn den fastsatte sentralverdien mot ECU, og Norges Banks intervensjonsaktivitet var beskjeden. I de internasjonale markedene styrket britiske pund seg mot de fleste valutaer, mens dollarkursen fluktuerte noe mot de andre hovedvalutaene. De kortsiktige rentene var stort sett stabile, men med et visst fall i pund-renten etter som pundet styrket seg.

Aktiviteten i det norske markedet er trolig blitt påvirket av at påsken i 1992 falt i april. Tradisjonelt er det liten omsetning i dagene før påske.

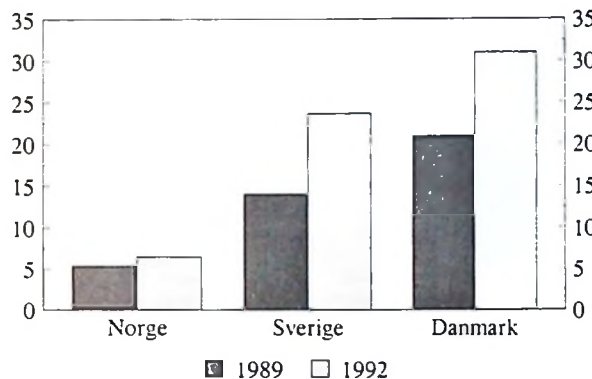
Størrelsen på markedet

Den rapporterte omsetningen i det norske valutamarkedet i april 1992 beløp seg til 124 milliarder amerikanske dollar, eller 6,5 milliarder dollar pr. dag fordelt over månedens 19 virkedager. Det tilsvarende tallet i 1989 var 5,4 milliarder dollar pr. dag. Regnet i norske kroner økte omsetningen fra 36,7 milliarder kroner i gjennomsnitt pr. dag i april 1989 til 42 milliarder i april 1992, eller med om lag 14 prosent. Tallene er som nevnt foran regnet brutto, det vil si at det ikke er korrigert for dobbelttelling som følge av at en transaksjon mellom to

norske banker er blitt registrert av begge banker.

Selv om det regnet i dollar har vært en økning i det norske markedet på om lag 20 prosent i løpet av disse tre årene, har veksten både i Sverige og Danmark vært langt større. Omsetningen i det svenske markedet har i denne perioden økt med over 50 prosent til nær 24 milliarder dollar pr. dag, mens det danske markedet har økt fra 21 milliarder dollar til 31 milliarder dollar pr. dag. De fleste europeiske land har hatt en vesentlig større vekst i omsetningen enn Norge.

Figur 1. Valutaomsetningen i de skandinaviske land i 1989 og 1992. Milliarder USD pr. dag



Kilde: Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank og Norges Bank.

Undersøkelsen viser at det norske valuta-markedet er blant de mindre i Europa. Det er trolig flere årsaker til dette. Den langvarige krisen de norske bankene har vært igjennom har bidratt til at de har redusert sin valutahandel. Dette gjelder både den rene arbitrasjehandelen, der bankene kjøper og selger valuta for å utnytte kursforskjeller, og innlånsvirksomhet i valuta som i første rekke danner grunnlag for utlån i valuta. Fra mars 1990 til april 1991 reduserte bankene sin spot valutagjeld fra 160 milliarder kroner til knapt 100 milliarder kroner. I samme periode gikk deres spot valutafordringer ned fra 125 milliarder kroner til 115 milliarder kroner.

Avviklingen av valutareguleringen fra 1. juli 1990 innebærer at det ikke lenger er noen restriksjoner for norske bedrifters låneopptak og plasseringer i utlandet. Sett i sammenheng med bankkrisen, kan dette ha hatt som resultat at norske foretak i de senere år i større grad har henvendt seg direkte til utenlandske finansinstitusjoner når det gjelder transaksjoner i valuta. Avviklingen av valutareguleringen i flere andre land har også gjort det lettere å handle valuta på tvers av landegrensene. Særlig gjelder dette transaksjoner i terminmarkedet.

Både Norge og de øvrige europeiske land har i perioden ført en valutakurspolitikk som har bidratt til en mer stabil kursutvikling. I større grad enn tidligere har kortsiktige kursbevegelser blitt dempet, både ved en aktiv intervensjonspolitikk fra sentralbankene og en rentepolitikk med den hensikt å underbygge målet om mer stabile valutakurser. For Norges vedkommende har vi særlig oppnådd mer stabile kurser mot EMS-valutaene etter den norske kronens tilknytning til ECU i oktober 1990. Den økte stabiliteten for norske kroner har medført at det nå er mindre å «hente» ved transaksjoner mot norske kroner enn tidligere. Aktører som ikke har et kommersielt behov for å veksle

Tabell 1. Kronekursen under «kurvindeks» og «ECU-tilknytning»

	Kronekurs (NOK) 18.10.1990 ¹⁾	Kurssvingninger i prosent ²⁾	
		1.juli. 1989- 18.okt. 1990	22.okt. 1990- 25.aug. 1992
DKK	101,9389	8,8	1,5
DEM	388,8400	7,1	1,9
NLG	345.100	7,3	1,9
BEF	18.8524	8,1	1,6
FRF	115,938	7,3	1,5
ITL	5,19685	5,2	1,6
IEP	10,4168	5,4	1,6
ESP	5,98214	9,3	3,6
GBP	11,4707	10,4	5,2
USD	5,8620	23,7	27,6
JPY	4,690	20,2	17,8

1) De sentrale kronekurser for EF-valutaene som gir ECU lik NOK 7,9940 (sentralkursen). For USD og JPY midtkursen 18.10.90.

2) Kurssvingninger definert som depresiering pluss appresiering i forhold til kursene i kolonne 1.

til seg norske kroner, har derfor trolig redusert sin aktivitet i det norske valutamarkedet. Tabell 1 viser variasjonene i kronkursen før og etter tilknytningen til ECU. De periodene som sammenlignes, er tidsrommene 1. juli 1989-18. oktober 1990 og 22. oktober 1990-25. august 1992. Den siste perioden er valgt slik at den ikke omfatter denne høstens turbulente måneder i valutamarkedet. Selv om Norge i disse periodene hadde ulike kursregimer, har målet for kurspolitikken vært det samme: kronen skulle holdes stabil i forhold til det til enhver tid gjeldende kurssystem.

Tabell 1 viser ikke bare at den norske kronens fluktasjoner mot de enkelte europeiske valutaene er blitt redusert. Også mellom de europeiske valutaene er kursbevegelsene blitt mindre.

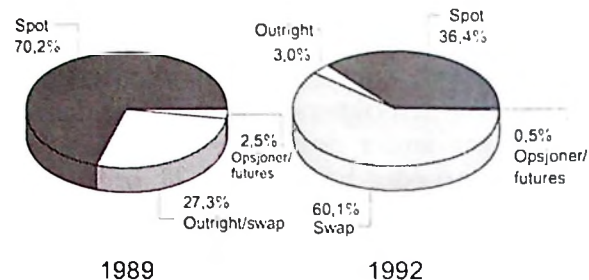
Endret struktur

Strukturen i det norske valutamarkedet har endret seg vesentlig de tre siste årene. Figur 2 viser omsetningen fordelt på transaksjonstyper. Mens spothandelen i 1989 stod for vel 70 prosent av omsetningen, var andelen i april 1992 falt til 36 prosent. Samtidig økte terminhandelen fra vel 27 prosent til over 60 prosent. «Futures» og opsjoner har ytterligere redusert sin betydning i det norske valutamarkedet. Mens andelen i 1989 var 2,5 prosent, var den falt til 0,5 prosent i 1992. Endringen i handlemønsteret fra spot- til termintransaksjoner synes å være et internasjonalt fenomen. En forklaring kan være at den økte kursstabiliteten har bidratt til å redusere den rene arbitrasjehandelen. Bankene har i stedet rettet mer av handelen mot terminmarkedet, et marked der man i større grad handler på forventninger om renteutviklingen og renteforskjeller mellom valutaene.

Spotmarkedet

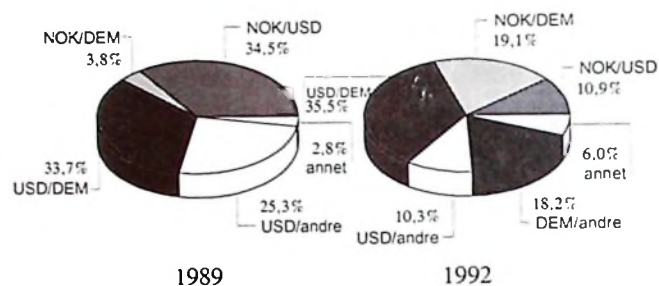
I absolutte tall falt spot-handelen fra knapt 3,7 milliarder dollar pr. dag til bare 1,6 milliarder dollar. Det har også skjedd store endringer i hvilke valutaer som handles i spot-markedet, jf. figur 3. Mens handelen

Figur 2. Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank.

Figur 3. «Spot»-omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt etter valutaslag. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank.

mellom norske kroner og amerikanske dollar i 1989 stod for nær 35 prosent av samlet spot-omsetning, var andelen i 1992 falt til 11 prosent. Samtidig økte handelen mellom norske kroner og tyske mark fra en andel på under 4 prosent til nær 20 prosent. Andelen av transaksjoner mellom tyske mark og amerikanske dollar økte svakt til vel 35 prosent.

Endringen i mønsteret for «spot»-transaksjoner henger i første rekke sammen med den norske kronens tilknytning til ECU. Når vi ser bort fra tiden etter august i år, har det i den perioden kronen har vært knyttet til ECU, vært meget stabile kursforhold innenfor det europeiske valutakurssamarbeidet (ERM). Dette innebærer at ECU, som er en «kurv» av EF-valutaene, også har hatt en stabil kursutvikling. Tyske mark er den

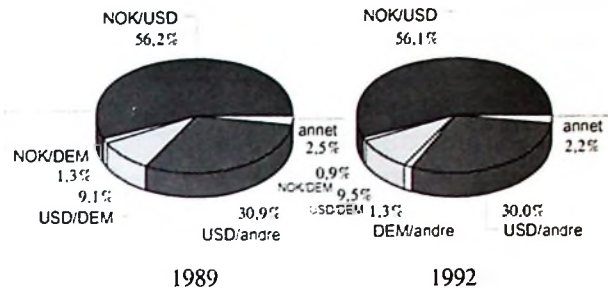
ledende valutaen innenfor dette samarbeidet. Når norske kroner er stabil overfor ECU, viser kronen også som oftest en stabil kursutvikling overfor tyske mark. Tyske mark er derfor blitt en «nøkkelvaluta» i det norske valutamarkedet. Dette gjenspeiles også i Norges Banks intervensjonspolitik. Tidligere ble hovedsakelig amerikanske dollar benyttet som intervensjonsvaluta. Siden tilknytningen til ECU blir intervensjonene i det alt vesentlige utført i tyske mark eller private ECU.

Terminmarkedet

Handelen i terminmarkedet har økt betydelig de tre siste årene. Mens den daglige omsetningen i terminmarkedet i april 1989 var vel 1,5 milliarder dollar, var transaksjonsvolumet i 1992 over 4 milliarder dollar. Målt som andel av den totale omsetningen økte terminhandelen fra under 30 prosent til over 60 prosent. I terminmarkedet inngås to typer forretninger, kjøp og salg av valuta med fremtidig levering («outright»-forretninger) og valutabytteavtaler («swap»-forretninger). I 1992 tok den alt vesentlige del av omsetningen i terminmarkedet form av swap-forretninger. Dette gjelder for alle valutaer som ble handlet i det norske markedet. Det var kun for transaksjoner mellom amerikanske dollar og norske kroner at outright-forretninger fikk et visst omfang, men også her var andelen svært beskjeden sett i forhold til swap-forretningene. I 1989 ble det ikke skilt mellom disse to transaksjonstypene i den norske undersøkelsen, men trolig var swap-forretninger dominerende også på det tidspunktet. Swap-forretningenes store andel skyldes den rolle swap-markedet tradisjonelt har spilt i det norske pengemarkedet.

Figur 4 viser at det ikke er foregått vesentlige endringer i terminmarkedet når det gjelder hvilke valutaer som handles. Som i 1989, var amerikanske dollar kontraktvaluta for over 95 prosent av transaksjonsvolumet. Vel 56 prosent av terminkontraktene var knyttet til forretninger mellom dollar og norske kroner. Kontrakter mellom dollar og

Figur 4. Terminomsetningen i det norske markedet fordelt etter valutaslag. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank.

svenske kroner og mellom dollar og tyske mark utgjorde begge knapt 10 prosent av volumet i terminmarkedet. Deretter fulgte kontrakter mellom dollar og henholdsvis japanske yen, britiske pund og sveitsiske franc.

Det store volumet mellom dollar og norske kroner kan dels forklares ved at de norske bankene aktivt har benyttet swap-markedet i sin innlånsvirksomhet, både overfor innenlandske og utenlandske banker. Ved å benytte swap-markedet kan en bank som har god tilgang på kronefinansiering, midlertidig bytte disse kronene mot for eksempel dollar. Disse dollarene kan banken så benytte i sin utlånsvirksomhet. Omvendt kan en bank som har tilgang på dollar skaffe seg kronelikviditet ved å benytte swap-markedet. Undersøkelsen viser at det største transaksjonsvolumet i det norske valutamarkedet finner sted ved swap-avtaler mellom norske kroner og dollar. Den viser også at disse transaksjonene hovedsakelig foregår mellom norske banker. Swap-markedet har tradisjonelt utgjort en betydelig del av det norske interbankmarkedet. Også Norges Bank har i perioder aktivt benyttet swap-markedet mellom norske kroner og dollar for å tilføre eller inndra likviditet fra banksystemet. Når Norges Bank benytter begrepet *pengemarkedsrentene*, er det i første rekke renten på norske kroner i swap-markedet (eurokrone-rentene) det refereres til.

Ved utgangen av april 1989 beløp norske valutabankers utestående valutaterminfor-

retninger med utlandet mot oppgjør i norske kroner seg til brutto 134 milliarder kroner. Nettotallene viste at utlendinger på dette tidspunkt hadde kjøpt norske kroner på termin for 32 milliarder kroner. De tilsvarende tallene for forretninger med norsk publikum (hovedsakelig foretak) var 36 milliarder og et nettokjøp på 13 milliarder kroner. Ved utgangen av april 1992 hadde utlendingene netto solgt kroner på termin for 16 milliarder kroner, mens norsk publikums terminposisjon viste et nettokjøp av kroner for 7 milliarder.

I løpet av disse tre årene hadde utlendinger altså bygget ned sin terminposisjon i norske kroner med nær 50 milliarder kroner. Det er flere årsaker til dette. Den viktigste er trolig at den norske renten relativt sett er gått ned sammenlignet med øvrige europeiske renter og at myndighetene har ført en fast valutakurspolitikk. Når man kjøper norske kroner på termin, får man en fordring i norske kroner som forrentes til det norske rentenivået. Tidlig i 1989 lå den norske renten 3-4 prosentpoeng over det gjennomsnittlige rentenivået i Europa, målt ved renten på teoretisk ECU. I april 1992 var denne renteforskjellen svakt negativ. Samtidig har kurssvingningene for den norske kronen blitt redusert, jf. tabell 1. Alt i alt har dette medført at den forventede avkastningen på norske kroner er blitt redusert og at det ikke lenger er så attraktivt å plassere midler kort-siktig i norske kroner gjennom terminmarkedet.

Løpetiden i terminmarkedet

I undersøkelsen ble det også spurt om løpetiden for de inngåtte terminkontraktene. Fra 1989 til 1992 har det vært en vesentlig reduksjon av løpetiden. Av de kontraktene som ble inngått i april 1989, hadde vel 50 prosent av kontraktvolumet forfall innen én måned. I 1992 hadde $\frac{1}{3}$ av volumet forfall innen én uke. Også i flere andre land synes løpetiden å ha blitt kortere. Internasjonalt er løpetiden på bankinnskudd i valuta blitt redusert, noe som også har fått følger for løpetiden på terminkontraktene. Et tilleggsmoment for Norge kan være å finne i bank-

krisen. På grunn av den forverrede egenkapitalsituasjonen i bankene kan utenlandske aktører finne det mer risikofylt å handle med norske banker. De ønsker derfor ikke å «binde» seg for lengre perioder overfor norske banker.

Den kortere løpetiden i terminmarkedet gir også noe av forklaringen på det økte transaksjonsvolumet. Hvis en bank i april 1989 inngikk en swap-avtale for 100 millioner dollar med én måneds løpetid, ville dette i undersøkelsen bli registrert som et transaksjonsvolum på 100 millioner dollar. Hvis banken i 1992 for å dekke samme behov måtte inngå fire på hverandre følgende swap-avtaler, hver med én ukes løpetid og hver gang med et beløp på 100 millioner dollar, ville dette i årets undersøkelse bli meldt som et transaksjonsvolum på 400 millioner dollar.

Endringer i Norges Banks likviditetsstyring kan også ha påvirket løpetiden for terminforretningene. D-lånsadgangen utgjør en «sikker» finansieringskilde for bankene. Med én gang lånerammen er fastsatt, vet den enkelte bank hvor store D-lån den kan trekke i sentralbanken for en gitt periode. Med god kjennskap til sin egen likviditets-situasjon kan banken foreta vurderinger om hvor mye den vil låne ut i interbankmarkedet for eksempel ved å gjøre bruk av swapper. Vurderingshorisonten vil vanligvis ligge innenfor D-lånsperiodens lengde, fordi banken ikke kan være helt sikker på hvor stor D-lånsrammen blir i neste periode. Med virkning fra 1. januar 1991 endret Norges Bank D-lånsperioden fra én måned til en halv måned. Dette kan ha redusert bankenes vurderingshorisont for likviditetsstyringen og dermed bidratt til at de bankene som låner ut kroner via swap-markedet nå ønsker å inngå kortere kontrakter enn tidligere. Som nevnt utgjør innenlandske interbankforretninger mellom norske kroner og dollar hovedtyngden av volumet i swap-markedet.

Kundeandelen i det norske markedet har økt

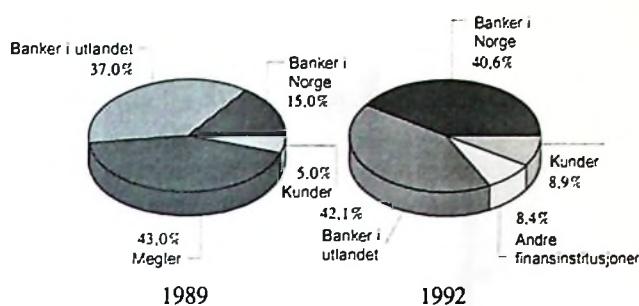
I overkant av 80 prosent av valutahandelen i Norge foretas med andre banker som mot-

parter, om lag likelig fordelt mellom norske banker og utenlandske banker (se figur 5). Handelen direkte med kunder står for bare 9 prosent av transaksjonsvolumet. Selv om dette tallet kan virke lavt, er det nær en doubling av andelen fra 1989. Kundehandelen står for over 11 prosent av spot-handelen, 5 prosent av swap-forretningene, men hele 55 prosent av forretninger med fremtidig levering (outright-terminforretninger). Av dette står *norske* kunder for det alt vesentlige av handelen.

Motivet for deltagelsen i terminmarkedet vil være forskjellig for de ulike aktørene. Terminmarkedet representerer et instrument for sikring mot valutakursbevegelser. For eksempel kan eksportører kurssikre fremtidige valutainntekter ved å selge valuta på termin, det vil at eksportøren «i dag» inngår en avtale om å selge et bestemt valutabeløp til en kurs som bestemmes «i dag», men med levering på et avtalt tidspunkt i fremtiden. Tilsvarende kan importører kurssikre sine fremtidige utgifter i valuta ved å kjøpe valuta på termin. På samme måte kan bankene benytte terminmarkedet seg imellom for å avdekke de kursrisiki de pådrar seg ved å innta fordrings- og gjeldsposisjoner i valuta.

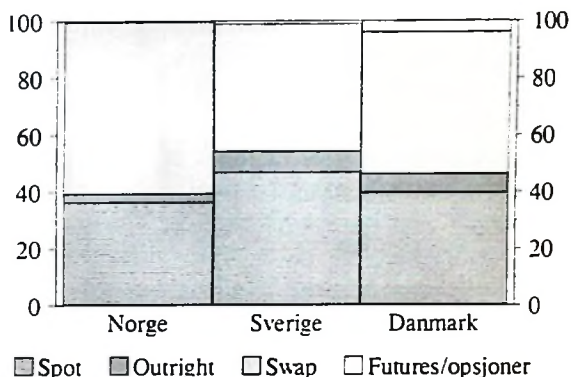
Når terminmarkedet kan benyttes til å sikre valutaposisjoner, kan det også benyttes til å ta valutaposisjoner. Hvis det forventes en stigning i kursen på en valuta, kan en «i dag» inngå kontrakt om terminkjøp av valuta til en fast kurs. Når kontrakten forfaller, kan så valutaen selges videre med fortjeneste dersom kursen er steget. En terminkontrakt kan ikke oppløses før ved forfall. Hvis en som har inngått en terminkontrakt «angrer» seg og ønsker å reversere virkningen av den inngåtte kontrakten, må han inngå en ny, motgående terminkontrakt. Ved store bevegelser i valutakursene eller forventninger om slike bevegelser, benyttes terminmarkedet aktivt både for å ta og for å sikre valutaposisjoner. Dette er med på å forklare den høye kundeandelen for valutahandler med levering på termin.

Figur 5. Bruttoomsetningen i det norske markedet etter kundetype. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank.

Figur 6. Aktiviteten i Norge, Sverige og Danmark fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank og Norges Bank.

Swap-andelen i Norge er høyere enn i Sverige og Danmark

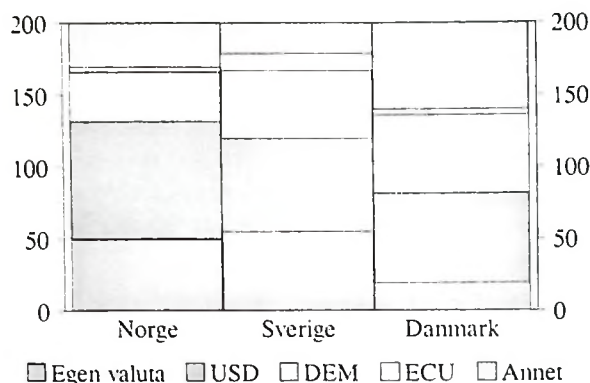
Om lag 60 prosent av aktiviteten i det norske valutamarkedet er knyttet til swap-forretninger. De tilsvarende tallene i Sverige og Danmark var henholdsvis 45 prosent og 50 prosent (se figur 6). Den viktigste årsaken til denne forskjellen er trolig å finne i den rollen swap-markedet spiller i det norske pengemarkedet. Det innenlandske pengemarkedet er dårligere utviklet i Norge enn i Sverige og Danmark. Grunnen til dette kan være å finne i at bankene siden 1986 har vært avhengige av å låne store beløp i Norges Bank. Denne avhengigheten av sen-

tralbankfinansiering er et speilbilde av at privat sektor netto har vært i en gjeldsposisjon, mens offentlig sektor har vært i en fordringsposisjon. Dermed er det blitt vanskeligere å utvikle et marked for kortsiktige kroneplasseringer i Norge. Etter hvert som bankene bygger ned sine lån i Norges Bank, vil pengemarkedet utvikle seg. Dette kan føre til endringer i aktiviteten i swap-markedet mellom norske banker.

Også når vi ser på de mest handlede valutaene, er det forskjeller mellom de skandinaviske landene (se figur 7). Amerikanske dollar spiller en relativt større rolle i det norske markedet enn i Sverige og Danmark. Grunnen er å finne i swap-aktivitetenes større andel i Norge. Som tidligere omtalt, er dollar den dominerende valutaen i det norske terminmarkedet. En medvirkende forklaring til dette kan være næringsstrukturen i Norge, med mye olje, skipsfart og råvarebasert industri der dollar er hovedvalutaen. Ellers ser vi av figur 7 at andelen av transaksjoner som involverer egen valuta er relativt lav i Danmark (knapt 20 prosent), mot om lag 50 prosent både i Sverige og Norge. I så henseende kan vi si at valutamarkedet i Danmark er mer «internasjonalt rettet» enn i de øvrige skandinaviske land. Dette kan ha sammenheng med at Danmarks deltagelse i ERM genererer flere transaksjoner i disse valutaene. Sverige har den høyeste andel for ECU, med om lag 12 prosent av transaksjonsvolumet. Det tilsvarende tallet både i Danmark og Norge er 3–4 prosent.

Figur 8 viser at det er store forskjeller mellom de skandinaviske land også når det gjelder motparter. Innenlandske banker er motpart i en langt større andel i Norge enn i Sverige og Danmark. Dette henger igjen sammen med swap-aktivitetenes dominerende stilling i det norske valutamarkedet. Vi ser ellers at kundeandelen er større i Sverige (20 prosent) og Danmark (18 prosent) enn i Norge (9 prosent).

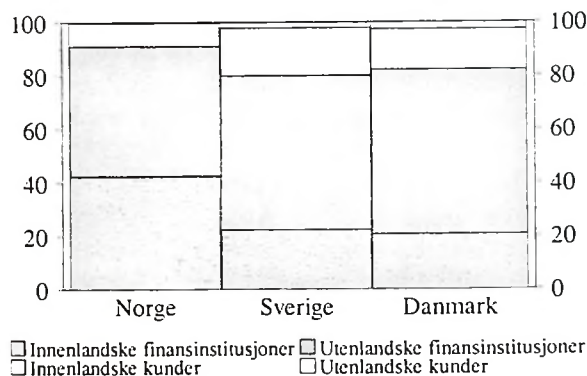
Figur 7. Aktiviteten i Norge, Sverige og Danmark fordelt på valutaslag. Prosentandeler



Prosentandelen summerer seg til 200, ettersom beregningene er gjort under hensyn til at det i enhver valutaforretning inngår to valutaer.

Kilde: Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank og Norges Bank.

Figur 8. Aktiviteten i Norge, Sverige og Danmark fordelt på motparter. Prosentandeler



Kilde: Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank og Norges Bank.

Ny giv for statsobligasjoner

Terje Prösch, spesialrådgiver i Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank

Etter vel fire år uten utleggelse av statsobligasjoner, er det siden februar 1991 auksjonert ut tre innenlandske statslån med forskjellig løpetid. I tillegg til å dekke inn statens budsjettunderskudd, bør statslånene kunne bidra til et bedre fungerende obligasjonsmarked i Norge gjennom sin toneangivende posisjon. Med sikte på en slik posisjon er det lagt vekt på å legge ut store, likvide lån med enkle og standardiserte kjennetegn, og lånene vil kunne utvides i ettertid istedenfor at nye lån legges ut. I den siste auksjonen kunne også «småinvestorer» delta.

Fra høsten 1986 og inntil begynnelsen av 1991 ble det ikke utstedt nye statsobligasjoner i det innenlandske private markedet. Det var en følge av at de statlige lånebehov som etter hvert oppstod, var forholdsvis små og kunne dekkes ved at staten trakk på sine betydelige innskudd i Norges Bank. Dette bildet er imidlertid i ferd med å endre seg inn i nittiårene, med store budsjettunderskudd i sikte. Utviklingen stiller derfor krav til en planmessig og profesjonell statsgjeldshåndtering. Samtidig er det et sterkt behov for å bygge opp mer effektive penge- og kapitalmarkeder i Norge.

For at statsobligasjonslånene skal kunne bidra til å bygge opp et bedre fungerende verdipapirmarked, er det viktig at lånene er likvide og dermed attraktive. For obligasjoner kan man oppnå dette ved å konsentrere seg om få, store og avdragsfrie lån med standardiserte og enkle kjennetegn. Derved kan de få status som toneangivende eller ledende («benchmark»).

I februar 1991 ble det emittert et 5-års lån, med verdipapirnummer 100459, etter slike kriterier. Sett i forhold til tidligere, var låneprospektet mer gjennomarbeidet, og det hadde en engelskoversettelse for utenlandske kunder. Av lånevilkårene fremgikk det at staten har rett til senere å utvide lånet. Kjennetegnene ved lånet var i størst mulig grad standardiserte og enkle, for eksempel med runde tall for lånebeløp og pålydende rente og kun én termin pr. år – lagt til siste dag i måneden. Også salgsmåten var ny. Obligasjoner for 6 milliarder kroner ble lagt ut i markedet ved hollandsk auksjon (alle betaler kursen for det lavest aksepterte bud),

mens 4 milliarder ble forhåndstegnet av Norges Bank for markedspleie- og markedsoperasjonsformål. Folketrygdfondet forhåndstegnet dessuten for 2 milliarder. Utestående beløp i markedet utenom sentralmyndighetene ble senere nokså raskt økt til 8–9 milliarder kroner som følge av annenhåndssalg fra Norges Bank.

Det neste statsobligasjonslånet, et 7-års lån med verdipapirnummeret 100462, ble emittert i januar 1992 etter omtrent samme opplegg som det foregående. Av 8 milliarder kroner ble halvparten auksjonert på hollandsk vis, mens Norges Bank tok resten for markedspleie og eventuelt videresalg. Etterspørselen under auksjonen var stor, men renteutviklingen bidro til at Norges Banks annenhåndssalg utover våren og sommeren i år fikk et begrenset omfang. I august i år besluttet Norges Bank å auksjonere ut obligasjoner for 3 milliarder kroner av sin beholdning, slik at utestående volum i markedet ville bli ca. 7 milliarder. Auksjonstidspunktet, den 24. september, falt imidlertid sammen med uroligheter på penge- og kapitalmarkedene hjemme og ute, slik at obligasjonene ble solgt til lavere kurs enn forventet kort tid i forveien.

I rundskriv nr. 7/27. august 1992 (se egen ramme) orienterte Norges Bank om visse intensjoner myndighetene hadde angående statsgjeldspolitikken og om to konkrete tiltak for nokså umiddelbart å få etablert en struktur med tre toneangivende og forholdsvis attraktive statsobligasjonslån.

Det første av tiltakene var det nevnte annenhåndssalget av obligasjoner i vnr. 100462 fra Norges Bank, det andre var emi-

Rundskriv nr. 7/27. august 1992

Til finansinstitusjonene og fondsmeglerne

Innenlandske statslån

1. Generelt

Ifølge Revidert nasjonalbudsjett for 1992 vil staten få et betydelig netto lånebehov i årene framover. Det økte lånebehovet vil få konsekvenser for utformingen av både den langsiktige og kortsiktige statlige opplåningen i det innenlandske markedet.

Finansdepartementet og Norges Bank legger vekt på å utvikle et velfungerende obligasjonsmarked i Norge. Utleggelser av statsobligasjoner vil bli søkt tilrettelagt slik at det blir mulig å bygge opp et antall obligasjonslån som kan få karakter av å være toneangivende lån («benchmark»-lån). En vil derfor i første rekke konsentrere den langsiktige opplåningen om få og store lån som løper til forfall.

På kort sikt vil en gjennomføre følgende opplegg:

- Norges Bank auksjonerer i løpet av september ut deler av sin beholdning i vnr. 100462.
- Det vil i løpet av høsten bli lagt ut et nytt statsobligasjonslån uten avdrag, med ti års løpetid til forfall.
- For en legger ut ytterligere lån, vil en søke å utvide ett eller flere av lånene vnr. 100459, vnr. 100462, eller det nye ti-årslånet.

Etter hvert som utestående volum i disse tre lånene øker, tar Norges Bank sikte på gradvis å

avvikle sin kontinuerlige kursstillelse i statsobligasjoner. Norges Bank vil løpende vurdere sin rolle i statsobligasjonsmarkedet med sikte på å utvikle et effektivt marked basert på meglerapparatet.

Finansdepartementet og Norges Bank vil vurdere utformingen og emisjonsprosedyren for kortsiktige statspapirer, herunder emisjonshyppigheten.

En tar sikte på å publisere emisjonskalendere for både den kortsiktige og langsiktige innenlandske statsopplåningen, med informasjon om når lånevilkår offentliggjøres, auksjon avholdes og oppgjør foretas.

2. Opplåningen i den nærmeste framtid

a. Salg av Norges Banks beholdning i vnr. 100462

Norges Bank selger ut deler av beholdningen i vnr. 100462 etter følgende plan:

- 21.09. Offentliggjørelse av vilkår for å delta i auksjonen
- 24.09. Budgivningsfrist og bekjentgjørelse av resultatet
- 30.09. Oppgjør av auksjonert beløp.

b. Utleggelse av obligasjonslån med 10 års løpetid

Staten legger ut nytt innenlandsk obligasjonslån i norske kroner etter følgende plan:

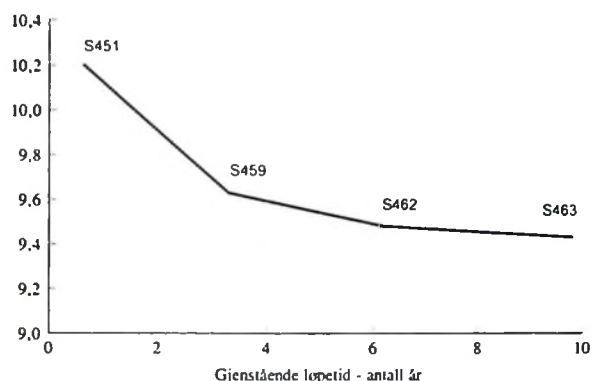
- 16.10. Lånevilkår offentliggjøres
- 26.10. Budgivningsfrist og auksjonsresultat
- 30.10. Oppgjør av auksjonert beløp.

NORGES BANK

sjonen av et nytt 10-årslån som fikk verdipapirnummeret 100463. Den 26. oktober 1992 ble obligasjoner for 6 milliarder kroner av dette nye 10-årslånet lagt ut, hvorav 5 ved hollandsk auksjon. Videre var ½ milliard reservert ikke-konkurrerende bud (der det kun avgis bud på ønsket volum, ikke kurs), mens Norges Bank – foruten å forhåndstegne for ½ milliard – påtok seg å overta tiloversblevne obligasjoner fra den ikke-konkurrerende budgivningen. Som ved de to tidligere førstehåndsutleggelsene kunne alle delta i auksjonen, enten med direkte innlevering av bud, via telefax eller med post. De

konkurrerende budene måtte avgis i hele millioner kroner, de ikke-konkurrerende i hele hundre tusen, og utlendinger måtte kanalisere budene gjennom norske fondsmeglerforetak. Selv om vnr. 100463 ble avsatt til en akseptabel kurs, var imidlertid budgivningen forholdsvis beskjeden. Inntrykket var at etterspørselen fra de norske institusjonelle investorer (banker, forsikring o.l.) var mer begrenset enn tidligere, mens mange av de aktører som har en stor plasseringsevne (norske ikke-finansielle sektorer og utlandet) fortsatt trenger tid og kunnskap – foruten attraktive argumenter – for å

Figur 1. Avkastningskurve for fire store avdragsfrie statslån. Effektive renter pr. 17.11.1992



reflektere over kjøp av norske statsobligasjoner. I den ikke-konkurrerende budgivning, som var et tilbud rettet til mindre investorer, var deltagelsen meget lav. Dette skyldes nok at tidsfristene i denne omgang vanskelig kunne tilpasses de tenkepauser nye, ikke-profesjonelle investorer har behov for. Av denne grunn var det heller ikke aktuelt å bruke penger på markedsføring rettet mot småinvestorer.

Med de tre (potensielt) toneangivende lånene er det nå blitt mulig å lage en stort sett meningsfylt avkastningskurve i Norge for statsobligasjoner med fast forfall. Figur 1 viser således hvordan effektiv rente for de tre (samt det eldre lånet vnr. 100451) varierer med gjenstående løpetid. Avkastningskravet til disse mer «investorvennlige» obligasjonene ligger for tiden ca. et halvt prosentpoeng lavere enn de tidligere utlagte statsobligasjo-

Tabell 1. Kjennetegn ved tre toneangivende statsobligasjonslån

Faste opplysninger			
Verdipapirnummer	100 459	100 462	100 463
Oslo Børs «ticker»	S459	S462	S463
Forfallsdato	28.02.96	31.01.99	31.10.02
Antall terminer pr. år	1	1	1
Nominell rente % p.a.	10	9	9,5
Førstegangsemisjon. Mrd.kr.			
Emittert i alt	12	8	6
herav:			
ikke-konkurrerende bud	–	–	0,0076
forhåndstegning m.v.	6	4	0,9924
ved hollandsk auksjon	6	4	5
Konkurrerende bud totalt	10,785	16,440	7,682
Auksjonskurs %	98,90	99,30	99,40
Auksjonsrente (effektiv) % p.a.	10,29	9,14	9,60
Markedsforholdene pr. 17.11.92			
Utestående volum, ekskl. Norges Bank. Mrd.kr.	11,058	7,714	5,175
Kjøperkurs %	100,86	97,69	100,32
Selgerkurs %	100,96	97,81	100,40
Siste omsetningskurs %	100,92	97,75	100,37
Omsetning. Mill.kr.	21	107	368
Effektiv rente*) % p.a.	9,62	9,48	9,44
Varighet*) (durasjon). År	2,76	4,66	6,83
Volatilitet*)	-2,52	-4,26	-6,24

) Begrepet er forklart i Penger og Kreditt 1991/2, del A, side 64.

ner, som er kjennetegnet med avdrag, overkurs og dårligere omsettelighet.

For oversiktens skyld vises også en summarisk oversikt over visse kjennetegn ved de tre toneangivende statslånene i tabell 1.

OL-myntene – utgave to i salg

Den andre utgaven av OL-mynter, en gullmynt og fire sølvmynter, ble lagt ut til salg 9. november 1992, hos Norges Banks distriktsavdelinger, postkontorene, de ni største mynthandlerne, Sparebanken NOR og i andre banker. Den første gullmynten og de fire første sølvmyntene ble lansert den 29. februar i år.

Myntene som nå er gitt ut, er de første i OL-serien som bærer kong Harald Vs portrett. Serien blir dermed en sjeldenhet også på grunn av at den dekker et kongeskifte. Portrettet på de nye myntene er utført av formgiver Ingrid Austlid Rise ved Den Kongelige Mynt.

Baksidemotivet på gullmyntene i OL-serien har tilknytning til norsk skihistorie. Motivet denne gangen er hentet fra Knud Bergslie's berømte maleri fra 1869 av birkebeinerne som på ski brakte den halvannet år gamle kongssønnen Håkon Håkonsson over fjellene fra Oplandene til Østerdalen og videre i sikkerhet i Nidaros vinteren 1205-06. Modellarbeidet er utført av billedhoggeren Grazyna Nasilowska. Mynten har glatt rand, diameteren er 27 mm, vekten er 17,0 gram og gullinnholdet er 917 ‰, dvs. 15,55 gram gull. Pålydende verdi er 1 500 kroner.

Sølvmyntene med pålydende 100 kroner har eliteidrett som motiv på revers-siden. To ishockeyspillere kjemper om pucken på den ene av de nye myntene. Modellarbeidet er utført av billedhoggeren Krzysztof Nasilowski. Hovedmotivet på den andre mynten er en skihopper i svevet. Hopperen er modellert av billedhoggeren Harald Wårvik, mens Ingrid Austlid Rise har stått for omskriften og OL-symbolet. Myntene har innskriften DE XVII OLYMPISKE VINTERLEKER LILLEHAMMER 1994 rundt randen, og i tillegg er den aktuelle idrettsgrenens piktogram avbildet der. Diameteren er 39 mm, vekten er 33,8 gram og finheten er 925 ‰, dvs. et sølvinnhold på 31,10 gram.

De minste sølvmyntene har pålydende 50 kroner, og motivene er fra folkelige norske vinteraktiviteter. I denne utgaven prydes den ene mynten av en bestefar som er ute på spark sammen med barnebarnet, mens den andre viser to samebarn som leker med kjelke. Dette er for øvrig den første norske mynten med samisk motiv. Begge illustrasjonene er tegnet av grafisk formgiver Tor Lindrupsen, mens Ingrid Austlid Rise har utført modelleringen. Disse myntene har diameter 32 mm og vekten er 16,85 gram, derav 15,55 gram sølv (925 ‰). Randen har samme innskrift som 100-kronemyntene, men er uten piktogram.

Kunstnerens initialer er gjengitt i tilknytning til de motivene de har stått for. På myntenes adersside finner en i tillegg til kongens portrett med omskrift, også pregåret 1992 samt Den Kongelige Mynts merke: korslagt hammer og bergsjern, og myntdirektør Kolbergs merke: K. Alle myntene lages i proof-kvalitet, og er formelt gyldige som betalingsmiddel.

Myntserien er et samarbeidsprosjekt mellom Norges Bank og Lillehammer OL'94 AS. Det maksimale samlede opplaget av OL-myntene vil bli på 1994 tusen stk. Dette er det laveste opplaget på OL-mynter i denne kvaliteten noensinne.

Det skal gis ut fire gullmynter i et opplag på 30 000 hver. Halvparten reserveres for det Skandinaviske markedet, og 10 000 av disse er knyttet til abonnementer på komplette OL-myntsett. Enkeltmyntene har en salgspris på 2880 kroner pr. stk. Den første gullmynten er allerede utsolgt i Norge.

Sølvmyntene skal preges i et opplag på inntil 156 000 av hver, seks 50-kroner og seks 100-kroner. Det reserveres 94 000 for det Skandinaviske markedet, hvorav komplette OL-sett legger beslag på 10 000 stk. og 40 000 stk. forbeholdes komplette sølvsett. Resten selges i par for 480 kroner. Denne puljens par er ishockey sammen med

bestefar og barn, og skihopper sammen med samebarn på kjelke.

Også internasjonalt er presentasjonen nå godt i gang, etter at Barcelonalekene er avsluttet. Det planlegges å selge 15 000 av hver gullmynt og 62 000 av hver sølvmynt i

dette markedet. Det er International Numismatic Group som står for markedsføringen utenlands, og myntene har fått positiv mottakelse både når det gjelder produktionskvalitet og motivvalg.



Advers, med kongeportrett (100 kroner sølvmynt)



Revers, 1500 kroner gullmynt. Birkebeinere



*Revers, 50 kroner sølvmynt.
Bestefar og barn*



*Revers, 50 kroner sølvmynt.
Samebarn på kjelke*



*Revers, 100 kroner sølvmynt.
Ishockeyspillere*



*Revers, 100 kroner sølvmynt.
Skihopper*

Det økonomiske opplegget for 1993

Norges Bank sendte 22. oktober nedenstående brev til Finansdepartementet om sitt syn på det økonomiske opplegget i Nasjonalbudsjettet for 1993

I henhold til lov om Norges Bank er banken et utøvende og rådgivende organ i penge-, kreditt- og valutapolitikken. Med bakgrunn i den nære sammenhengen mellom utviklingen på disse feltene og økonomien forøvrig, gir Norges Bank i dette brevet sitt syn på det samlede økonomiske opplegget for 1993.

Utviklingen i de europeiske valutamarke-
dene de siste månedene har vært preget av sterk uro. Flere valutaer er blitt nedskrevet eller har falt i verdi og andre er blitt utsatt for sterkt press. Den sviktende kursstabiliteten har i så godt som alle land som har gjennomgått problemer, hatt sin bakgrunn i sviktende finanspolitikk. Dette illustrerer viktigheten av å legge langsiktige hensyn til grunn for vurdering både av finanspolitikken og det samlede økonomiske opplegget.

Regjeringens økonomiske opplegg for 1993

Selv om arbeidsledigheten i Norge fortsatt er lav i internasjonal sammenheng, er den svært høy i forhold til hva vi tidligere har vært vant til. Arbeidsledigheten fremstår derfor som et hovedproblem i norsk økonomi. Et høyt kostnadsnivå og til dels omfattende strukturproblemer er viktige årsaker til den svake sysselsettingsutviklingen de siste årene. Disse forholdene vil også prege utviklingen i tiden fremover. En markert styrking av privat sektors fordringsbalanse har ført til en tilsvarende mindre etterspørsel, men trolig vil denne tendensen gradvis avta. Det er også håp om at det høye realrentenivået i Europa vil bli noe redusert etter hvert som pressproblemene i det samlede Tyskland avtar.

Særlig ut fra hensynet til sysselsettingsproblemene er balansen i statsbudsjettet svekket med 45 milliarder kroner fra 1988 til 1992 til tross for at nettoinntektene fra

petroleumsvirksomheten har økt med 24 milliarder kroner i denne perioden. Underskuddet før lånetransaksjoner i statsbudsjettet er i 1992 34 milliarder kroner når kapitalinnskudd i statlig forretningsvirksomhet holdes utenom. Uten petroleumsinntektene ville dette underskuddet ha vært 67 milliarder kroner. Norges Bank har flere ganger tidligere advart mot å gå for langt i retning av å svekke statsbudsjettet og gjøre det for avhengig av petroleumsinntektene.

Statsbudsjettet for 1993 representerer en viss kursomlegging i forhold til den meget ekspansive politikken i de fire foregående budsjettene. Utenom kapitalinnskudd i forretningsvirksomheten, er underskuddet i statsbudsjettet om lag uendret fra 1992 til 1993. Utgiftene på statsbudsjettet, korrigert for enkelte forhold, vokser om lag i takt med BNP for Fastlands-Norge.

Opplegget for 1993 innebærer således at en unngår en ytterligere svekkelse av statsbudsjettet. For hele offentlig forvaltning og regnet etter EFs definisjoner, reduseres underskuddet fra 3,2 prosent av BNP i 1992 til 2,8 prosent i 1993. Underskuddet holder seg dermed noe under grensen på 3 prosentpoeng som EF i Maastricht-avtalen har stilt opp som en norm for «sunn» finanspolitikk. Uavhengig av Norges tilknytningsform til Europa må vi regne med at også vår finanspolitikk i noen grad vil bli vurdert ut fra disse kriteriene.

Det er i første rekke en forventet kraftig økning i inntektene fra petroleumsvirksomheten som sikrer denne bedringen av statsfinansene. Det oljekorrigerte budsjettunderskudd regnet som andel av BNP øker fra 11,5 til 12,5 prosent. Korrigert for oljeinntektene er budsjettunderskuddet betydelig høyere enn den såkalte permanentinntekten fra oljevirksomheten - forskjellen utgjør mer enn 30 milliarder kroner ifølge Regjeringens

egne beregninger i Revidert nasjonalbudsjett. Permanentinntekten er en beregnet avkastning på statens andel av petroleumformuen, og den gir uttrykk for hvor mye staten kan bruke av oljeinntektene uten at den tærer på sin formue. Det fremlagte budsjettforslaget innebærer altså en fortsatt formuesnedbygging på statens hånd - både i form av redusert finansformue og i form av reduksjon i statens petroleumformue.

De tekniske budsjettfremskrivningene presentert i Nasjonalbudsjettet viser at statens finansformue bygges kraftig ned også i årene 1994-96 dersom en viderefører gjeldende regler og retningslinjer. Samtidig øker tempoet i nedbyggingen av petroleumformuen ved at det oljekorrigerede budsjettunderskuddet stiger fra 75 milliarder kroner i 1993 til 95 milliarder kroner i 1996. Disse fremskrivningene illustrerer at det kreves meget store anstrengelser i den økonomiske politikken bare for å hindre at tempoet i formuesnedbyggingen øker.

Etter Norges Banks syn hadde det vært ønskelig å gå raskere fram i arbeidet med å bedre balansen i statsbudsjettet og redusere oljeavhengigheten. Hvis oljeprisen skulle falle, ville en fort komme i en situasjon der en brå og betydelig innstramning i finanspolitikken er nødvendig. For å sikre at statsfinansene blir mer robust overfor oljeprisfall og fortsatt vil være tillitvekkende overfor internasjonal valutauro, burde en ha unngått at det oljekorrigerede budsjettunderskuddet fortsetter å øke som andel av BNP. Norges Bank legger til grunn at budsjettbalansen ikke svekkes ytterligere gjennom året, og at en i de kommende årene fortsetter arbeidet med å styrke statsfinansene. Jo lenger en venter med å redusere underskuddet på statsbudsjettet, jo større blir oppgaven, siden økt statsgjeld medfører stadig økende renteutgifter. I budsjettet for 1993 utgjøres halvparten av utgiftsveksten av økte renteutgifter på statsgjelden.

Mot denne bakgrunn ser ikke Norges Bank noe rom for å svekke inntektssiden på statsbudsjettet. Hovedlinjene i skattereformen bør nå ligge fast. En bør spesielt unngå å endre strukturen i skattesystemet ut fra konjunkturmessige begrunnelser.

Regjeringen har i Nasjonalbudsjettet sluttet seg til hovedtrekkene i Sysselsettingsutvalgets strategi for å oppnå økt sysselsetting på varig grunnlag. Dette innebærer i korte trekk:

- et inntektspolitisk samarbeid som sikrer en 10 prosents bedring i den kostnadmessige konkurransevnen på 5 år, dvs 2 prosent pr år;
- bedringen i den kostnadmessige konkurransevnen vil styrke vekstevnen i økonomien og bedre de offentlige budsjettbalansene. Den økte handlefriheten i finanspolitikken benyttes til å styrke sysselsettingen og styrke offentlige finanser;
- en omprioritering på utgiftssiden i statsbudsjettet som gir rom for tiltak som øker sysselsettingen, blant annet ved at det nedsettes et utvalg som innen 1. mars 1993 skal gi en tilråding om innsparingsforslag på 5 milliarder kroner som kan innarbeides i 1994-budsjettet;
- tiltak for å bedre effektiviteten i norsk økonomi;
- arbeidsmarkeds-, trygde- og utdanningspolitiske tiltak for å redusere ledigheten på lang sikt.

Banken er enig i at en helt nødvendig forutsetning for varige og trygge arbeidsplasser i Norge, er en bedring i den kostnadmessige konkurransevnen. Siden midt på 1970-tallet har sysselsettingsveksten i Norge i stor grad vært basert på en stadig økende oljeavhengighet ved at statens oljeinntekter er blitt brukt til å øke offentlig sysselsetting. Samtidig er industrisysselsettingen sterkt redusert blant annet som følge av forverring av den kostnadmessige konkurransevnen. En slik utvikling kan ikke fortsette. Sentralbanken er også positiv til strukturpolitiske tiltak som kan bedre virkemåten i norsk økonomi og bidra til høyere effektivitet i bruken av ressurser. Også når det gjelder behovet for tiltak innenfor arbeidsmarkeds-, trygde- og utdanningspolitikken kan Norges Bank slutte seg til utvalget. En vil komme nærmere tilbake til disse spørsmål i en egen høringsuttalelse om Sysselsettingsutvalgets utredning.

Når det gjelder finanspolitikken rolle,

sier utvalget at en bør være varsom med å øke budsjettunderskuddet ut over det som nåværende politikk innebærer. I den grad det er mulig å oppnå positive sysselsettings-effekter av en kombinasjon av ekspansive og restriktive tiltak, bør dette foretrekkes. Det er viktig at økonomiens vekst- og omstillingsevne styrkes og at det dermed legges et grunnlag for en bedring også av offentlige finanser. Den økte handlefriheten kan i så fall brukes til sysselsettingsstimulerende tiltak og til reduksjon av budsjettunderskuddet.

Norges Bank er enig i at handlefriheten i finanspolitikken nå er strukket så langt at et inntektspolitisk samarbeide ikke kan innebære en svekkelse av statsbudsjettet. Myndighetenes bidrag i et slikt samarbeide må nødvendigvis baseres på omprioriteringer på budsjettet eller at en gjennomfører tiltak som styrker budsjettbalansen og på den måten skaper handlefrihet for stimulering av sysselsettingen. Utvalget påpeker at en lavere lønnsvekst vil redusere budsjettunderskuddet. Noe av denne bedringen i de offentlige finansene forutsettes av utvalget benyttet til å øke offentlige utgifter. Norges Bank vil imidlertid understreke at en forutsetning for en slik politikk er at lønnsveksten stabiliserer seg på et lavere nivå.

Selv om sysselsettingseffekten av offentlig virksomhet er viktig, er det primære formål for offentlig forvaltning å få løst offentlige oppgaver på en effektiv måte. Norges Bank er likevel enig i at det kan foretas en rekke omprioriteringer på statsbudsjettet som både øker effektiviteten i økonomien og bidrar til høyere sysselsetting.

Sysselsettingsutvalgets solidaritetsalternativ er basert på at vi får en bedring i den kostnadmessige konkurranseevnen på 2 prosent pr år. Sysselsettingsutvalget uttrykker selv at forutsetningen om samme produktivitetsvekst som våre handelspartnere er "det meste en kan håpe på". Bedringen i den kostnadmessige konkurranseevnen krever derfor at lønnsveksten i Norge er 2 prosent lavere enn hos våre handelspartnere. Dette er en avgjørende forutsetning for å trygge arbeidsplassene og øke sysselsettingen i næringslivet. Videre er det en forutsetning

for at de offentlige budsjettbalansene skal bli styrket slik at myndighetene får handefrihet til å iverksette tiltak som kan styrke sysselsettingen. Norges Bank vil understreke at det å få til en slik begrensning i lønnsveksten i Norge i forhold til våre konkurrenter, stiller meget sterke krav til partene i arbeidslivet. En må regne med at også andre land, med betydelig høyere arbeidsledighet enn oss, også vil forsøke å få til lav lønnsvekst for å redusere sine sysselsettingsproblemer. Det kan således bli meget krevende å oppnå utvalgets målsetting om en bedring av den kostnadmessige konkurranseevnen på 2 prosent pr. år, og det hadde vært en fordel om tiltakene for å realisere en slik lavere lønnsvekst hadde vært konkretisert.

Pengepolitikken

Hovedmålsettingen i pengepolitikken er å holde et lavest mulig rentenivå gjennom å sikre tilliten til fastkurspolitikken. Norges Bank er enig i at en fast valutakurs må være et hovedelement i strategien for å sikre sysselsettingen på varig basis, og at dette over tid vil gi lavest mulig rente.

I perioder kan det bli nødvendig med kraftige økninger i pengemarkedsrentene for å forsvare valutakursen. Erfaringen fra andre land viser at en høyere rente imidlertid ikke kan bære hele byrden alene dersom valutakursen blir satt under vedvarende press. De grunnleggende økonomiske forhold må være slik at det virker troverdig at vi kan holde den faste kronkursen.

I forhold til andre land er det flere slike grunnleggende forhold som bygger opp om tilliten til den norske kronen:

- pris- og kostnadsveksten er lav;
- utenriksøkonomien viser overskudd;
- staten har en betydelig bedre formuessituasjon enn i andre OECD-land;
- underskuddet i statsbudsjettet har ikke vært av samme størrelse som i mange andre land;
- valutareservene er rimelig store;
- det er bred politisk enighet om at vi skal holde fast valutakurs;
- siden 1986 har det vært ført en valuta

kurspolitikk som har medført meget små variasjoner i kronkursen.

Disse forholdene har skapt grunnlag for at den norske pengemarkedsrenten i store deler av første halvår faktisk var lavere enn gjennomsnittet for ECU-valutaene. Men det har tatt lang tid å bygge opp tilliten til den norske fastkurspolitikken etter devalueringene i tiåret 1977-86. Den norske kronen har klart seg rimelig godt de siste månedene sammenlignet med problemene i mange andre land. Siden slutten av august har likevel særlig forholdene i Sverige og Finland trukket det norske rentenivået opp.

Det er viktig at det økonomiske opplegget både for 1993 og årene fremover blir fastlagt slik at det ikke sås tvil om den faste kronkursen. Det er i denne sammenheng vesentlig at en unngår en fortsettelse av den urovekkende trenden med svekking av de offentlige finansene. Utenriksøkonomien ser også ut til å bli noe svekket i forhold til tidligere anslag. Overskuddet på driftsbalansen overfor utlandet for inneværende år anslås nå til 16 milliarder kroner, som er 10 milliarder kroner lavere enn i Revidert nasjonalbudsjett. En redusert utenriksøkonomisk handlefrihet stiller økte krav til det økonomiske opplegget forøvrig.

Rammene for utlån fra statsbankene videreføres på et høyt nivå også for 1993. På bakgrunn av lav utlånsøkning gjennom det private bankvesen, kan dette i noen grad være forståelig. Norges Bank er likevel betenkt over omfanget av lån til bygging av nye boliger. Som det er påpekt i fjorårets nasjonalbudsjett, vil nybygging finansiert med subsidierte boliglån fra Husbanken bidra til å presse boligprisene i annenhåndsmarkedet nedover. Dette reduserer husholdningenes formue og kan gi negative formueseffekter på etterspørselen både etter forbruksvarer og boliger. I tillegg innebærer reduserte bolig- og eiendomspriser forsterkede tapsproblemer for banksektoren. Høye innvilgningsrammer og økte subsidier knyttet til lån i statsbankene til bygging av nye boliger er derfor et lite egnet virkemiddel i dagens konjunktursituasjon.

Statens finansieringsbehov vil bli meget

stort i årene fremover. Dette skyldes dels den ekspansive finanspolitikken de siste årene, dels at staten direkte står for finansieringen av statlige investeringer i oljevirkosomheten og dels at staten finansierer det meste av statsbankenes utlån. Statens finansieringsbehov i 1993 er i alt 60 milliarder kroner når gjeldsavdrag holdes utenom.

Underskuddet på statsbudsjettet og utlånene fra statsbankene bidrar grovt sett til en tilsvarende økning i likviditeten i privat sektor. For å sikre en utvikling i pengemarkedets likviditet som er forenlig med en fast kronkurs, må likviditetstilførselen fra budsjettunderskuddet og statsbankenes utlånsvirksomhet trekkes inn igjen. Norges Bank forutsetter derfor at statens finansieringsbehov i 1993 og årene fremover i hovedsak dekkes opp ved statslån i kroner, slik at likviditeten i privat sektor ikke påvirkes.

Dersom staten «pengemengde-finansierer» sitt lånebehov, f.eks. ved å trekke på kontoen i Norges Bank, vil Norges Bank måtte nøytralisere likviditetsvirkningen av dette for å unngå svekkelse av kronkursen. Dette kan skje på ulike måter. I løpet av det siste året har det særlig skjedd gjennom en reduksjon av sentralbankfinansieringen av bankene, fra 59 milliarder kroner i september 1991 til 37 milliarder i september i år. Så lenge Norges Bank på denne måten kan nøytralisere likviditetstilførselen fra statens side, er det i og for seg ikke noe problem at staten trekker på kontoen i Norges Bank eller på annen måte pengemengdefinansierer sitt lånebehov. Rommet for likviditetsinn-dragning gjennom redusert sentralbankfinansiering av bankene er imidlertid begrenset.

Statlig opplåning i valuta vil bli tilført valuaeservene som motpost til at staten styrker sin fordringsstilling overfor Norges Bank. De statlige budsjettunderskuddene kan dermed dekkes ved at staten trekker på sine innskudd i sentralbanken. De likviditetsmessige virkningene av utenlandsfinansiering blir således de samme som ved pengemengdefinansiering. Forskjellen er at utenlandsopplåningen samtidig vil styrke valuta-reservene.

Dersom den økte likviditetstilførselen

ikke nøytraliseres, vil rentenivået falle, og vi vil få en kapitalutgang som medfører en nedgang i valutareservene. De norske penge- og kapitalmarkedene er etter hvert blitt så integrert i de tilsvarende internasjonale markedene at det neppe vil gå særlig lang tid før hensynet til reservene vil kreve en heving av rentenivået. Det er derfor bare over en kort periode at rentenivået kan holdes lavt ved at en trekker på valutareservene. Lavere reserver øker risikoen for at en må gripe til sterke renteøkninger for å beskytte kronkursen.

En hovedretningslinje for finansiering av staten i tiden fremover bør derfor være at staten motvirker likviditetsvirkningen av budsjettunderskuddet og statsbankenes utlån ved å lånefinansiere seg direkte ved kronelån fra privat sektor. Statens valutaopplåning vil så lenge likviditetsvirkningene nøytraliseres, kun slå ut i økte valutareserver. Fullmakten til valutaopplåningen bør derfor anvendes ut fra behovet for å styrke valutareservene.

En statlig opplåning i de innenlandske obligasjons- og sertifikatmarkedene av en slik dimensjon som nå avtegner seg, nødvendiggjør en godt planlagt og effektiv opplåningspolitikk. For å sikre staten lavest mulig innlånskostnader, bør låneinstrumentene utformes på en slik måte at de er attraktive for investorene. De bør også bidra til bedre fungerende penge- og kapitalmarkeder. Det er samtidig viktig med god informasjon til markedet om planlagte statslån for å lette utleggelsen av nye lån. Den kortsiktige opplåningen i kroner må sees i sammenheng med behovet for hensiktsmessige instrumenter i likviditetspolitikken.

Finansmarkedene og betalingsformidlingen

De siste månedene har man opplevd betydelig uro i de norske finansmarkedene, dels forårsaket av internasjonale forhold og dels av forhold innenfor landets grenser.

Erfaringene fra håndteringen av denne situasjonen, med særlig vekt på UNI-Storebrand og de norske sertifikatmarkedene, understreker betydningen av at myndighetene griper raskt inn. Betydningen av et nært samarbeid mellom de ulike myndig-

hetsorganer er også blitt sterkt understreket. Som følge av de tiltak som er iverksatt, er uroen og usikkerheten i markedet blitt begrenset. Det er gitt tilsagn fra Norges Bank om likviditetsstøtte. Slikt tilsagn ble først gitt til UNI-Storebrand Nye A/S. Senere erklærte Norges Bank seg villig til å gi likviditetslån til kredittforetak og finansieringsselskaper i situasjoner der finansieringen svikter som følge av grunner som ikke kan knyttes til det enkelte selskap. En har dermed unngått de ringvirkninger det ville ha om slike selskap måtte innstille sine betalinger eller i stort omfang realisere aktiva for å møte sine forpliktelser.

De siste måneders utvikling har vist at en del finansinstitusjoner ved siden av kredittrisiko, også har hatt en betydelig likviditetsrisiko som de ikke har hatt systemer til å styre på en tilfredsstillende måte. Det er derfor nødvendig at institusjonene selv arbeider for å etablere slike systemer for likviditetsstyring. Dette må understøttes av et hensiktsmessig tilsyn på dette området.

Basert på regnskapene for første halvår, er lønnsomheten i banknæringen noe bedret i forhold til fjoråret. Den siste tids utvikling, med fall i aksjekursene og høye pengemarkedsrenter, trekker imidlertid i motsatt retning for tredje kvartal. I Nasjonalbudsjettet for 1993 er det varslet at Finansdepartementet vil vurdere spørsmålet om tilleggsbevilgninger til Statens Banksikringsfond på bakgrunn av situasjonen ved utgangen av tredje kvartal. Mye tyder på at det vil bli behov for å styrke Statens Banksikringsfond dersom de større bankene skal oppnå en kapitaldekning som vil inngi tillit i de internasjonale markedene. En betydelig del av bedringen av driftsresultatet i første halvår skyldes forøvrig ordningen med grunninnskudd fra Norges Bank og redusert sikringsfondsavgift. Bankene har imidlertid også selv bidratt ved å redusere kostnader og øke inntekter, blant annet ved å heve gebyrene på betalingsformidlingstjenester. Det er likevel nødvendig å arbeide videre med sikte på kostnadsreduksjon og inntektsøkninger, slik at behovet for statlig støtte til bankene reduseres.

I Revidert nasjonalbudsjett 1992 var det

et opplegg for en bedring av tjenestetilbudet og ressursutnyttelsen i betalingsformidlingen. Dette opplegget var i tråd med forslagene i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 30. april 1992. En trinnvis økning av den andel av kostnadene i betalingsformidlingen både i Postgiro og bankene som dekkes av direkte prising (gebyrer), var et viktig element i dette opplegget som fikk tilslutning fra Stortinget.

Dette blir bare i meget beskjeden utstrekning fulgt opp i statsbudsjettet for Postgiros vedkommende. Det skjer ikke noen opptrapping av gebyrer i løpet av 1992. Fra 1.1.93 er det i statsbudsjettet lagt til grunn en gjennomsnittlig økning i gebyrene i Postgiro på 30 prosent. Dette tallet må imidlertid ses på bakgrunn av at gebyrene på forhånd dekker en svært liten del av kostnadene, blant annet fordi en stor del av transaksjonene er gebyrfrie. Det gis ikke noen antydning om det vil skje noen ytterligere opptrapping av gebyrene i Postgiro. Også i 1993 ser det således ut til at direkte prising gjennom gebyrer bare vil dekke en beskjeden del av Postgiros kostnader. Bankenes økte gebyrer medfører at gebyrforskjellene mellom Postgiro og bankene i dag er vesentlig større enn for et halvt år siden. En sterkere heving av Postgiros gebyrer nå vil således ikke svekke Postgiros markedssituasjon i forhold til bankene slik den var ved inngangen til dette år.

Det er nærliggende å se den manglende oppfølging av forslagene fra Revidert nasjonalbudsjett på dette punkt i sammenheng med en ny post på 650 millioner kroner på Finansdepartementets budsjett. Denne skal ifølge st.prp. nr. 1 (Gul bok) dekke godtgjørelse til Postgiro for arbeidet med konsernkontoordningen og skattebetalingsordningen, samt betaling til Postverket for å opprettholde den ulønnsomme delen av postnettets. Det er ikke angitt noen fordeling av beløpet mellom disse formål. Det er rimelig

at Postgiro får direkte betaling for arbeidet med konsernkontoordningen og skattebetalingsordningen. Det kan også argumenteres for at en eventuell betaling for å opprettholde den ulønnsomme del av Postverket bør skje som en direkte bevilgning over statsbudsjettet.

Det er imidlertid ikke gitt noen påvisning av at en overføring på hele 650 millioner kroner er nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt ovenfor. Overføringer setter Postgiro i stand til å la være å foreta en økning av sine priser slik at de bedre samsvarer med kostnadene og således bedre bidrar til effektiv ressursbruk i betalingsformidlingen.

Den manglende oppfølging av opplegget for betalingsformidlingen i Revidert nasjonalbudsjett når det gjelder gebyrer, kan også sette de øvrige elementer i opplegget i fare, elementer som ville medføre en bedre samordning i betalingsformidlingen.

Svikten på dette området får også konsekvenser for bankenes økonomi. Siden staten selv nå eier en stor del av bankvesenet og forøvrig også har påtatt seg et ansvar for bankvesenets stabilitet, kan tilskudd til Postverket, istedenfor gebyrøking, bidra til å øke den støtte til bankene som det blir nødvendig å bevilge over statsbudsjettet. Det er også i statens interesse å avvikle sitt engasjement i banksektoren med minst mulig tap for statskassen. For gunstige rammevilkår til Postgiro og til den fristilte Norges Postbank vil kunne føre til at statens tap som følge av engasjementet i banksektoren blir større enn nødvendig.

Med hilsen

Hermod Skånland

Arent Skjæveland

ikke nøytraliseres, vil rentenivået falle, og vi vil få en kapitalutgang som medfører en nedgang i valutareservene. De norske penge- og kapitalmarkedene er etter hvert blitt så integrert i de tilsvarende internasjonale markedene at det neppe vil gå særlig lang tid før hensynet til reservene vil kreve en heving av rentenivået. Det er derfor bare over en kort periode at rentenivået kan holdes lavt ved at en trekker på valutareservene. Lavere reserver øker risikoen for at en må gripe til sterke renteøkninger for å beskytte kronkursen.

En hovedretningslinje for finansiering av staten i tiden fremover bør derfor være at staten motvirker likviditetsvirkningen av budsjettunderskuddet og statsbankenes utlån ved å lånefinansiere seg direkte ved kronelån fra privat sektor. Statens valutaopplåning vil så lenge likviditetsvirkningene nøytraliseres, kun slå ut i økte valutareserver. Fullmakten til valutaopplåningen bør derfor anvendes ut fra behovet for å styrke valutareservene.

En statlig opplåning i de innenlandske obligasjons- og sertifikatmarkedene av en slik dimensjon som nå avtegner seg, nødvendiggjør en godt planlagt og effektiv opplåningspolitikk. For å sikre staten lavest mulig innlånskostnader, bør låneinstrumentene utformes på en slik måte at de er attraktive for investorene. De bør også bidra til bedre fungerende penge- og kapitalmarkeder. Det er samtidig viktig med god informasjon til markedet om planlagte statslån for å lette utleggelsen av nye lån. Den kort-siktige opplåningen i kroner må sees i sammenheng med behovet for hensiktsmessige instrumenter i likviditetspolitikken.

Finansmarkedene og betalingsformidlingen

De siste månedene har man opplevd betydelig uro i de norske finansmarkedene, dels forårsaket av internasjonale forhold og dels av forhold innenfor landets grenser.

Erfaringene fra håndteringen av denne situasjonen, med særlig vekt på UNI-Storebrand og de norske sertifikatmarkedene, understreker betydningen av at myndighetene griper raskt inn. Betydningen av et nært samarbeid mellom de ulike myndig-

hetsorganer er også blitt sterkt understreket. Som følge av de tiltak som er iverksatt, er uroen og usikkerheten i markedet blitt begrenset. Det er gitt tilsagn fra Norges Bank om likviditetsstøtte. Slikt tilsagn ble først gitt til UNI-Storebrand Nye A/S. Senere erklærte Norges Bank seg villig til å gi likviditetslån til kredittforetak og finansieringsselskaper i situasjoner der finansieringen svikter som følge av grunner som ikke kan knyttes til det enkelte selskap. En har dermed unngått de ringvirkninger det ville ha om slike selskap måtte innstille sine betalinger eller i stort omfang realisere aktiva for å møte sine forpliktelser.

De siste måneders utvikling har vist at en del finansinstitusjoner ved siden av kredittrisiko, også har hatt en betydelig likviditetsrisiko som de ikke har hatt systemer til å styre på en tilfredsstillende måte. Det er derfor nødvendig at institusjonene selv arbeider for å etablere slike systemer for likviditetsstyring. Dette må understøttes av et hensiktsmessig tilsyn på dette området.

Basert på regnskapene for første halvår, er lønnsomheten i banknæringen noe bedret i forhold til fjoråret. Den siste tids utvikling, med fall i aksjekursene og høye pengemarkedsrenter, trekker imidlertid i motsatt retning for tredje kvartal. I Nasjonalbudsjettet for 1993 er det varslet at Finansdepartementet vil vurdere spørsmålet om tilleggsbevilgninger til Statens Banksikringsfond på bakgrunn av situasjonen ved utgangen av tredje kvartal. Mye tyder på at det vil bli behov for å styrke Statens Banksikringsfond dersom de større bankene skal oppnå en kapitaldekning som vil inngi tillit i de internasjonale markedene. En betydelig del av bedringen av driftsresultatet i første halvår skyldes forøvrig ordningen med grunninnskudd fra Norges Bank og redusert sikringsfondsavgift. Bankene har imidlertid også selv bidratt ved å redusere kostnader og øke inntekter, blant annet ved å heve gebyrene på betalingsformidlingstjenester. Det er likevel nødvendig å arbeide videre med sikte på kostnadsreduksjon og inntektsøkninger, slik at behovet for statlig støtte til bankene reduseres.

I Revidert nasjonalbudsjett 1992 var det

et opplegg for en bedring av tjenestetilbudet og ressursutnyttelsen i betalingsformidlingen. Dette opplegget var i tråd med forslagene i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 30. april 1992. En trinnvis økning av den andel av kostnadene i betalingsformidlingen både i Postgiro og bankene som dekkes av direkte prising (gebyrer), var et viktig element i dette opplegget som fikk tilslutning fra Stortinget.

Dette blir bare i meget beskjeden utstrekning fulgt opp i statsbudsjettet for Postgiros vedkommende. Det skjer ikke noen opptrapping av gebyrer i løpet av 1992. Fra 1.1.93 er det i statsbudsjettet lagt til grunn en gjennomsnittlig økning i gebyrene i Postgiro på 30 prosent. Dette tallet må imidlertid ses på bakgrunn av at gebyrene på forhånd dekker en svært liten del av kostnadene, blant annet fordi en stor del av transaksjonene er gebyrfrie. Det gis ikke noen antydning om det vil skje noen ytterligere opptrapping av gebyrene i Postgiro. Også i 1993 ser det således ut til at direkte prising gjennom gebyrer bare vil dekke en beskjeden del av Postgiros kostnader. Bankenes økte gebyrer medfører at gebyrforskjellene mellom Postgiro og bankene i dag er vesentlig større enn for et halvt år siden. En sterkere heving av Postgiros gebyrer nå vil således ikke svekke Postgiros markedssituasjon i forhold til bankene slik den var ved inngangen til dette år.

Det er nærliggende å se den manglende oppfølging av forslagene fra Revidert nasjonalbudsjett på dette punkt i sammenheng med en ny post på 650 millioner kroner på Finansdepartementets budsjett. Denne skal ifølge st.prp. nr. 1 (Gul bok) dekke godtgjørelse til Postgiro for arbeidet med konsernkontoordningen og skattebetalingsordningen, samt betaling til Postverket for å opprettholde den ulønnsomme delen av postnettets. Det er ikke angitt noen fordeling av beløpet mellom disse formål. Det er rimelig

at Postgiro får direkte betaling for arbeidet med konsernkontoordningen og skattebetalingsordningen. Det kan også argumenteres for at en eventuell betaling for å opprettholde den ulønnsomme del av Postverket bør skje som en direkte bevilgning over statsbudsjettet.

Det er imidlertid ikke gitt noen påvisning av at en overføring på hele 650 millioner kroner er nødvendig for å ivareta de hensyn som er nevnt ovenfor. Overføringer setter Postgiro i stand til å la være å foreta en økning av sine priser slik at de bedre samsvarer med kostnadene og således bedre bidrar til effektiv ressursbruk i betalingsformidlingen.

Den manglende oppfølging av opplegget for betalingsformidlingen i Revidert nasjonalbudsjett når det gjelder gebyrer, kan også sette de øvrige elementer i opplegget i fare, elementer som ville medføre en bedre samordning i betalingsformidlingen.

Svikten på dette området får også konsekvenser for bankenes økonomi. Siden staten selv nå eier en stor del av bankvesenet og forøvrig også har påtatt seg et ansvar for bankvesenets stabilitet, kan tilskudd til Postverket, istedenfor gebyrøkning, bidra til å øke den støtte til bankene som det blir nødvendig å bevilge over statsbudsjettet. Det er også i statens interesse å avvikle sitt engasjement i banksektoren med minst mulig tap for statskassen. For gunstige rammevilkår til Postgiro og til den fristilte Norges Postbank vil kunne føre til at statens tap som følge av engasjementet i banksektoren blir større enn nødvendig.

Med hilsen

Hermod Skånland

Arent Skjæveland

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.

Tore André Lysebo og B. Gabriela Mundaca: «Does the credibility of the exchange rate depend on the width of the target zone». Arbeidsnotat 1992/5, 23 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-039-3

Vi studerer sammenhengen mellom rentedifferanse og kronekurs i det norske valuta-markedet siden 1986. I den perioden da kursbåndet ble brukt fullt ut, finner vi at svekkelse av kronekursen som regel falt sammen med en økning i rentedifferansen. Etter at Norges Bank fra sommeren 1988 begynte å holde kronen innenfor et smalere bånd, finner vi det motsatte: en svekkelse av kronekursen falt sammen med mindre rentedifferanse. Vi finner videre at devalueringssannsynligheten når kronekursen er svak, har større betydning enn revalueringssannsynligheten når kronekursen er sterk. Og sist finner vi at devaluering forventningene avtar og revaluering forventningene øker når siste devaluering kommer mer på avstand.

Steinar Holden og Birger Vikoren: «Have interest rates in the Nordic countries been "too high"? A test based on devaluation expectations». Arbeidsnotat 1992/6, 30 s. ISSN 0801-2504. ISBN 82-7553-040-7

Over den siste tolvårsperioden (1979-1990) har investeringer i danske, finske og norske pengemarkeder gitt en årlig meravkastning på ca. 2 prosent sammenlignet med investeringer i utenlandske pengemarkeder. Under antakelsen om risikonøytrale investorer har vi regnet ut sannsynligheten for en devaluering i løpet av den neste måned ut fra renteforskjellen mellom innenlandske og utenlandske pengemarkeder. Vi tester om disse devalueringssannsynlighetene er konsistente med det faktiske antall devalueringer som har funnet sted i denne tolvårsperioden. Vi finner at devalueringssannsynlighetene har blitt signifikant overvurdert i Danmark, Finland og Norge (men ikke i Sverige) og i Norden som helhet, i denne perioden. Ut fra dette kan man hevde at rentenivået i de nordiske pengemarkeder har vært høyere enn det som ville vært tilfellet dersom markedet ikke hadde gjort en slik signifikant overvurdering.

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider har til formål å gi en kortfattet oversikt over virkemiddelbruken overfor de ulike typer finansinstitusjoner i den nærmeste foregående perioden. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 30. november 1992.

D-lån (Se rundskriv nr. 7/16. juli 1991, 8/1. august 1991, 13/7. november 1991, 6/18. august 1992, 8/23. september 1992, 9/29. oktober 1992 og 10/19. november 1992)

Periode	Låneramme, % av beregnings- grunnlaget	Gjennom- snittlig lån (mrd.kroner)	Periode	Rente	
				Nominell	Effektiv
1992			1992		
Juli	01.-15. 700	7,6	01.01.-06.09.:	10,0%	10,5%
	16.-31. 700	9,4	07.09.-01.11.:	11,0%	11,6%
August	01.-15. 500	7,5	02.11.-08.11.:	10,5%	11,0%
	16.-31. 500	7,2	09.11.-19.11.:	10,0%	10,5%
September	01.-15. 300	4,8	20.11.-22.11.:	17,0%	18,4%
	16.-30. 500	8,4	23.11.-29.11.:	25,0%	28,2%
Oktober	01.-15. 500	8,8	30.11.-	17,0%	18,4%
	16.-31. 500	8,7			
November	01.-15. 500	5,0			
	16.-30. 750 ¹⁾	...			
Desember	01.-15. 750	...			

¹⁾ Annonisert 24. nov. Opprinnelig var lånerammen 500%.

F-lån (Se rundskriv nr.7/16. juli 1991, 8/1. august 1991, 13/7. november 1991, 6/18. august 1992, 9/29. oktober 1992 og 11/23. november 1992)

Løpetid (dager)	Beløp (mrd.kroner)		Veid gjennomsnittrente, prosent p.a.	
	Bud	Tildelt	Nominell	Effektiv
<i>F-lån 1992:</i>				
18.11.92-25.11.92 (7 dgr)	10,2	6,0	10,46	11,02
24.11.92-25.11.92 (1 dgr)	38,9	17,0	25,0	28,39
24.11.92-27.11.92 (3 dgr)	54,8	20,0	20,0	22,12
25.11.92-26.11.92 (1 dgr)	46,2	10,0	20,0	22,13
26.11.92-26.11.92 (1 dg)	59,7	6,0	20,0	22,13
27.11.92-30.11.92 (3 dg)	80,1	20,0	20,0	22,12
30.11.92-01.12.92 (1 dg)	59,9	25,0	18,0	19,72
<i>F-innskudd 1992:</i>				
05.11.92-18.11.92 (13 dgr)	9,0	8,0	11,07	11,68

Grunninnskudd (Se rundskriv nr. 13/7. november 1991 og nr. 5/26. juni 1992)

Løpetid (dager)	Beløp (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%*

* Med virkning fra 16. juni 1992 ble renten på grunninnskudd satt ned fra 4 til 2 prosent.

Kreditrenten på bankenes foliokonto i Norges Bank (Se rundskriv nr. 7/16. juli 1991, 8/1. august 1991 og 13/7. november 1991)

Periode	Nominell rente
19.09.91-07.01.92	8,50%
08.01.92-31.03.92	10,00%
01.04.92-06.09.92	9,00%
07.09.92-27.10.92	11,0%
28.11.92-01.11.92	10,00%
02.11.92-08.11.92	9,50%
09.11.92-	9,00%

KREDITTLOVENS VIRKEMIDLER

Banker

Kreditlovens bestemmelser om primær- og tilleggsreservekrav for forretnings- og sparebanker har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 12/9. juni 1987 og nr. 20/12. oktober 1987.

Finansieringsselskaper

Kreditlovens bestemmelser om primærreservekrav for finansieringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 20/12. oktober 1987. Bestemmelsene om utlånsregulering for disse selskapene har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Livsforsikringsselskaper

Kreditlovens bestemmelser om primærreservekrav for livsforsikringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 12/9. juni 1987.

Skadeforsikringsselskaper

Kreditlovens bestemmelser om utlånsregulering av skadeforsikringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Alle finansinstitusjoner

Garantireguleringen som omfatter alle finansinstitusjoner, har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Emisjonsregulering

- 28.2.89 (Se Rundskriv nr. 4/3. mars 1989)
Nye emisjonsforskrifter, hvor blant annet den særlige emisjonsreguleringen av kommunale og fylkeskommunale låneopptak over obligasjonsmarkedet oppheves.
- 7.4.89 (Se Rundskriv nr. 6/12. april 1989)
Sparebanker, forretningsbanker og finansieringsselskaper får adgang til å legge ut obligasjoner med løpetid inntil 36 måneder, mot tidligere inntil 24 måneder.
- 7.12.89 (Se Rundskriv nr. 15/7. desember 1989)
Utlendinger gis adgang til å legge ut obligasjonslån i norske kroner i Norge. Slik utleggelse skal lisensieres fra Norges Bank, men det legges til grunn en liberal praksis.
- 1.7.90 (Se Rundskriv nr. 8/6. juli 1990)
Sparebanker, forretningsbanker og finansieringsselskaper gis adgang til å legge ut obligasjoner uten den særskilte begrensningen i løpetid på 36 måneder. Utlendinger gis adgang til å kjøpe innenlandske sertifikater og legge ut sertifikatlån i Norge.
- 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.

Tabeller

1. Norges Bank. Balanse
- 1b. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver
2. Postgiro. Balanse
3. Postsparebanken. Balanse
4. Statsbanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
14. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
17. Nettokjøp og nettosalg i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
18. Beholdning av sertifikater fordelt på eiersektorer. Bokført verdi
19. Beholdning av sertifikater fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde. Mill. kr.
- 23b. Endringer i pengemengden etter kilde. Prosent
- 23c. Sammensetningen av pengemengden
24. Indikator for husholdningenes finansinvesteringer etter utvalgte finansobjekter
25. Pengemarkedets likviditet
26. Kortsiktige nominelle rentesatser

- | | |
|--|---|
| <p>27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet og rentedifferanse overfor utlandet</p> <p>28. Effektive renter på statspapirer</p> <p>29. Effektive lange renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer og rentedifferanse overfor ECU</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. Forretnings- og sparebanker. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent p.a. av midlere trukne utlån til norske låntakere</p> <p>33. Forretnings- og sparebanker. Renteutgifter i prosent p.a. av midlere innskudd fra norske innskytere</p> <p>34. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform</p> <p>35. Kredittforetak. Gjennomsnittlige veide rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum</p> <p>36. Resultat og egenkapitaldekning for forretningsbanker</p> | <p>37. Resultat og egenkapitaldekning for de største sparebanker</p> <p>38. Resultat for sparebanker</p> <p>39. Resultat for finansieringsselskaper</p> <p>40. Resultat for kredittforetak</p> <p>41. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser publisert av Norges Bank</p> <p>42. Utenriksregnskap for Norge</p> <p>43. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet</p> <p>44. Valutabanker. Valuta kjøpt/solgt på termin mot oppgjør i norske kroner</p> <p>45. Valutabanker. Totalposisjon i valuta</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)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	30/9 1992
Internasjonale reserver	89 646	80 412	88 882	99 475	88 097
Motverdi av IMF's kronebeholdning	2 752	2 563	2 581	2 599	2 572
Andre fordringer på utlandet	25	25	25	25	25
Innskudd i norske banker	1 684	16 590	16 675	16 408	16 389
Norske statskasseveksler og omsettelige sertifikater	11 774	8 772	9 485	5 865	15 052
Norske ihendehaverobligasjoner	6 262	5 447	8 145	10 465	10 261
Utlån til forretnings- og sparebanker	50 993	42 783	40 328	26 060	20 100
Utlån til private finansieringsselskaper	2 165	0	10	10	206
Statsgaranterte fiskelån	117	94	99	117	123
Andre utlån til publikum	647	3 142	531	546	568
Andre innenlandske fordringer etc.	2 555	2 595	2 086	2 884	2 755
Diverse reguleringer	0	0	0	0	0
Utgifter	7 436	0	1 967	4 407	6 415
Fordringer i alt	176 056	162 423	170 814	168 861	162 563
Gjeld til utlandet	2 970	2 829	2 730	2 744	2 710
Motverdi av SDR i IMF	1 493	1 433	1 486	1 437	1 423
Sedler og mynt i omlop	32 376	34 304	31 057	32 083	33 888
Innskudd fra offentlig forvaltning	81 381	84 998	86 470	81 779	68 179
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	932	540	1 931	948	2 560
Innskudd fra andre finansinstitusjoner	1 233	1 334	1 735	1 595	1 411
Innskudd fra Postverket (inkl. Postgiro)	30	216	43	36	165
Innskudd fra andre innenlandske sektorer	437	330	474	375	530
Skattefrie fondsavsetninger	331	301	229	120	99
Annen innenlands gjeld	7 135	546	3 454	4 409	6 156
Fonds etc.	31 403	35 592	35 592	35 592	35 592
Diverse reguleringer	0	0	0	0	0
Innenlandske inntekter	6 020	0	1 658	3 334	4 688
Utenlandske inntekter	10 315	0	3 955	4 409	5 162
Gjeld og egenkapital i alt	176 056	162 423	170 814	168 861	162 563

Kilde: Norges Bank

Tabell 1b. Norges Bank. Spesifikasjon av internasjonale reserver (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	30/9 1992
Gull	285	285	285	285	285
Spesielle trekkrettigheter i IMF	3 105	2 699	3 177	2 736	2 597
Reserveposisjon i IMF	3 468	3 409	3 609	3 389	3 354
Lån til IMF	100	96	99	128	151
Bankinnskudd i utlandet	22 900	22 106	23 448	21 587	25 650
Utenlandske statskasseveksler	10 601	9 874	10 209	7 373	8 588
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	47 756	40 253	46 525	61 859	45 880
Oppljente, ikke forfalte renter	1 431	1 690	1 530	2 118	1 592
Totalt	89 646	80 412	88 882	99 475	88 097

Kilde: Norges Bank

Tabell 2. Postgiro. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/7 1992
Bankinnskudd	502	625	111	198	251
Stats- og statsbankobligasjoner	381	364	361	347	346
Andre obligasjoner	87	80	77	67	67
Utlån til statsforvaltningen	47 400	29 950	50 100	32 450	47 600
Andre aktiva	1 586	4 205	0	0	0
Aktiva i alt	49 956	35 224	50 649	33 062	48 264
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	36 053	21 690	39 600	20 955	36 444
Publikum	7 625	7 100	6 180	6 181	5 941
Andre sektorer	6 279	6 434	4 365	4 848	3 191
Annen gjeld	0	0	504	1 078	2 688
Passiva i alt	49 956	35 224	50 649	33 062	48 264

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3. Postsparebanken. Balanse (Mill. kroner)

	31/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/7 1992
Kassebeholdning og bankinnskudd	168	79	146	146	120
Stats sertifikater	21 115	22 400	25 799	26 002	26 399
Andre sertifikater	0	0	0	1 022	1 021
Statsobligasjoner	4 903	4 854	4 376	4 328	4 291
Andre obligasjoner	22	65	63	61	61
Utlån til statsforvaltningen	3 373	3 123	2 351	2 802	1 801
Utlån til publikum	12 420	13 089	13 486	13 746	14 228
Andre aktiva	2 717	2 070	1 715	1 544	1 604
Aktiva i alt	44 718	45 680	47 936	49 651	49 525
Innskudd fra:					
Publikum	40 093	43 214	44 444	45 172	44 835
Andre sektorer	0	0	0	0	0
Annen gjeld	4 625	2 466	3 492	4 479	4 690
Passiva i alt	44 718	45 680	47 936	49 651	49 525

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/7 1992
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 481	3 809	4 392	4 562	5 005
Utlån i alt	173 359	175 938	182 219	181 315	181 971
Herav:					
Til publikum	172 250	174 949	178 979	180 288	180 707
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre aktiva	9 223	8 115	9 596	8 731	9 044
Aktiva i alt	189 604	191 403	199 748	198 149	199 561
Ihendehaverobligasjonslån	23 553	23 212	24 652	23 913	23 975
Herav:					
I norske kroner	18 145	18 315	19 736	19 249	19 358
I utenlandsk valuta	5 408	4 897	4 916	4 664	4 617
Andre lån	149 379	153 270	153 912	158 521	158 266
Herav:					
Statskassen	147 639	151 699	152 397	157 059	156 816
Aksjekapital, fond m.v.	7 871	8 098	8 741	8 668	8 572
Andre passiva	8 801	6 823	12 443	7 047	8 748
Passiva i alt	189 604	191 403	199 748	198 149	199 561

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/8 1992
Eiendeler					
Primærlikvider	3 707	4 453	4 096	4 730	3 961
Statssertifikater	4 706	2 456	1 159	2 210	3 685
Andre sertifikater og statsbankobligasjoner	4 819	6 088	6 085	4 910	5 451
Private og kommunale obligasjoner	30 688	23 407	24 672	21 316	20 479
Innskudd i forretnings- og sparebanker	21 112	20 337	16 769	16 186	16 534
Innskudd i utenlandske banker	10 079	5 453	7 393	7 993	6 332
Lån til utlandet	18 133	23 067	24 951	23 080	27 170
Utlån til publikum	26 581	26 086	26 917	24 833	23 975
Herav:					
I norske kroner	433 163	425 981	416 987	431 021	422 789
I utenlandsk valuta	372 470	373 185	363 580	382 091	377 456
Utlån til private finansinstitusjoner	60 693	52 796	53 407	48 930	45 333
Øvrige eiendeler	9 859	11 513	14 747	14 945	14 015
	55 774	36 494	42 084	20 784	25 002
Forvaltningskapital	618 621	585 335	585 860	572 008	569 393
Gjeld og egenkapital	334 080	340 304	337 289	342 931	344 371
Innskudd fra publikum					
Innlån i form av banksertifikater	8 820	6 965	8 601	2 004	1 377
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	11 124	6 117	8 065	8 613	6 823
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	15 122	18 150	15 775	15 917	21 193
Innskudd fra statsbanker og andre statlige sektorer	8 190	8 478	8 138	7 201	7 161
Lån og innskudd fra Norges Bank	53 193	60 456	57 403	42 963	35 522
Lån og innskudd fra utlandet	114 402	93 181	91 754	83 301	79 755
Skatteinnbetalinger	45	154	275	19	22
Annen gjeld	51 472	20 136	38 050	42 162	47 212
Aksjekapital	9 700	14 139	12 906	15 973	15 993
Avsetninger, fond etc.	12 473	17 255	7 604	10 924	9 964
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	51 222	54 865	57 774	53 089	56 254
Gjeld overfor utlandet	119 844	97 751	95 927	86 005	83 016

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån ¹⁾ og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/8 1992
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	12 560	11 370	10 651	10 055	10 600
Foretak ²⁾	103 738	99 201	101 324	98 482	97 487
Husholdninger ³⁾	256 172	262 614	251 617	249 328	245 761
Utlån til publikum i alt	372 470	373 185	363 592	357 865	353 848
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	19 416	21 367	21 662	23 042	21 361
Foretak ²⁾	91 079	97 494	94 150	94 520	98 904
Husholdninger ³⁾	223 584	221 443	221 477	225 369	224 10
Innskudd fra publikum i alt	334 079	340 304	337 289	342 931	344 371

¹⁾ Utlån i alt i norske kroner.

²⁾ Inkl. sektorene private ikke-personlige foretak og statsforetak.

³⁾ Inkl. sektorene personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnsstagere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 7. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Sertifikater	10 985	11 441	6 689	11 942	11 103
Innskudd i norske banker	4 630	4 327	6 126	3 294	3 713
Ihendehaverobligasjoner	9 470	11 125	13 538	10 194	11 786
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	918	564	311	483	314
Publikum	136 096	132 664	121 378	116 895	111 011
Andre	10 088	9 635	9 777	9 969	9 757
Andre aktiva	8 491	7 625	4 828	7 746	6 686
Sum eiendeler	180 678	177 381	162 647	160 523	154 370
Kortsiktig gjeld	25 514	25 087	20 135	23 651	22 871
Langsiktig gjeld	145 266	142 362	134 412	126 634	120 544
Herav:					
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	103 067	102 400	98 636	83 341	79 485
Egenkapital	5 541	5 794	5 728	4 050	5 158
Andre passiva	4 357	4 138	2 372	6 188	5 797
Sum gjeld og egenkapital	180 678	177 381	162 647	160 523	154 370

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 8. Private finansieringselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Bankinnskudd	955	636	886	683	583
Statskasseveksler og sertifikater	16	18	24	30	35
Ihendehaverobligasjoner	29	224	12	5	5
Utlån ¹⁾ (brutto)	22 831	23 423	23 368	24 395	24 237
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	20 432	20 500	20 015	21 661	19 747
Utlån til andre sektorer (netto)	939	1 385	1 402	1 128	835
Andre aktiva	3 660	3 852	3 137	3 342	3 351
Aktiva i alt	27 491	28 153	27 427	28 455	28 211
Finanssertifikater	636	827	833	390	320
Lån fra andre enn banker	7 835	9 069	9 370	9 529	9 693
Lån fra banker	10 943	9 967	8 787	8 391	8 140
Kapital, fond m.v.	4 791	4 765	4 561	4 739	4 665
Andre passiva	3 286	3 525	3 876	5 406	5 393
Passiva i alt	27 491	28 153	27 427	28 455	28 211

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 809	2 762	4 984	5 138	5 785
Stats- og statsbanksertifikater	100	100	400	679	3 226
Andre norske sertifikater	1 176	979	1 032	1 456	1 828
Utenlandske statskasseveksler og sertifikater	6 103	6 392	4 621	4 823	2 163
Stats- og statsbankobligasjoner	7 500	7 570	11 066	13 864	13 180
Andre norske obligasjoner	49 563	48 435	46 980	44 450	42 950
Utenlandske obligasjoner	1 590	1 828	4 529	5 794	6 785
Norske aksjer	17 402	19 627	14 050	14 146	14 096
Utenlandske aksjer	1 754	2 155	3 000	3 306	3 427
Utlån til publikum	62 402	63 704	65 672	67 286	67 809
Utlån til andre norske sektorer og utlandet	3 659	3 317	3 040	2 832	2 651
Andre spesifiserte aktiva	15 459	17 829	19 191	18 037	20 869
Aktiva i alt	171 517	174 698	178 565	181 811	184 769

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 625	3 214	3 289	4 127	4 369
Norske ihendehaverobligasjoner	14 413	14 496	15 690	16 678	17 409
Utlån	8 228	7 742	8 233	8 059	8 071
Andre spesifiserte aktiva	6 658	6 479	7 046	6 546	6 623
Aktiva i alt	32 924	31 931	34 258	35 410	36 472

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 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Kassebeholdning og bankinnskudd	6 275	6 262	6 798	6 920	6 874
Stats- og statsbanksertifikater	304	100	100	130	953
Andre norske sertifikater	576	542	422	550	600
Utenlandske sertifikater	1 622	1 707	527	1 149	726
Stats- og statsbankobligasjoner	1 090	980	1 628	2 490	2 475
Andre norske obligasjoner	10 009	9 848	8 898	9 063	9 406
Utenlandske obligasjoner	2 956	3 681	4 228	4 404	4 148
Norske aksjer	5 367	5 613	4 596	4 368	3 957
Utenlandske aksjer	1 983	3 015	3 596	3 676	3 945
Utlån til publikum	4 123	4 160	4 166	4 305	4 342
Utlån til andre norske sektorer og utlandet	1 521	1 800	1 178	1 294	1 238
Andre spesifiserte aktiva	14 573	13 662	14 439	15 434	15 868
Aktiva i alt	50 399	51 370	50 576	53 783	54 532

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

	Markedsverdi				Pålydende
	31/12 1990	31/12 1991	30/6 1992	30/9 1992	30/9 1992
Stats- og trygdeforvaltningen	19 486	19 462	21 232	22 184	7 872
Statsbanker	10	3	3	10	7
Private banker	2 260	1 179	1 402	1 218	1 063
Private kredittforetak	684	308	258	215	164
Finansieringsselskaper	13	7	11	4	3
Forsikringsselskaper m.v.	18 289	18 442	20 376	14 110	4 102
Kommuneforvaltning og -foretak	63	223	218	146	34
Statsforetak	4 184	6 239	6 211	3 225	707
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	52 798	41 911	43 212	30 908	11 113
Husholdninger	22 909	18 721	19 149	14 251	4 434
Utlendet	45 274	41 918	48 648	42 006	8 921
Ufordelt	645	315	13	8	4
I alt	166 615	148 728	160 734	128 286	38 445

¹⁾ Inkl. aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1990	30/09 1991	31/12 1991	30/6 1992	30/9 1992
Forretningsbanker	7 288	4 697	7 842	5 259	7 634
Private kredittforetak	752	926	926	926	2 060
Finansieringsselskaper	118	118	118	118	118
Forsikringsselskaper m.v.	546	730	730	719	785
Statsforetak	4 679	4 738	4 738	4 738	4 738
Private ikke-personlige foretak (AS)	22 480	24 404	24 276	23 706	23 086
Utlendet	25	26	25	24	24
I alt	35 888	35 639	38 655	35 491	38 445

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Markedsverdi (Mill. kroner)

Kjøper-/selgersektor	Utstedersektor						I alt
	Forretnings banker	Privat kredittforetak og fin. selskaper	Forsikrings-selskaper m.v.	Statsforetak	Private ikke-personlige foretak (AS)	Utlandet	
Sentralmyndighetene	1 799	12	40	127	931	0	2 909
Private banker	187	66	-2	-15	181	3	421
Private kredittforetak	5	-32	-25	12	-37	0	-77
Finansieringsselskaper	0	0	0	0	4	0	4
Forsikrings-selskaper m.v.	658	60	76	256	-189	0	860
Kommuneforvaltning og -foretak	0	10	0	0	-24	0	-15
Statsforetak	0	2	-2	25	-99	0	-73
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	-70	646	-125	31	-2 619	-3	-2 140
Husholdninger	103	241	-71	18	-885	0	-593
Utlandet	35	99	114	-473	3 865	-4	3 637
Ufordelt	23	14	63	19	1 106	3	1 226
I alt ²⁾	2 740	1 118	68	0	2 234	-1	6 159

¹⁾ Inkl. aksjefond.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjonene 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. Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

	Markedsverdi				Pålydende
	31/12	31/12	30/6	30/9	30/9
	1990	1991	1992	1992	1992
Statsforvaltningen	76	1 415	1 305	1 279	1 385
Trygdeforvaltningen	45 753	45 530	45 406	44 475	43 247
Norges Bank	11 423	5 534	10 580	13 141	13 116
Postgiro og Postsparebanken	5 804	5 325	4 772	4 851	4 690
Statsbanker	398	125	651	1 326	1 329
Private banker inkl. sikringsfond	59 281	46 794	41 307	40 906	41 294
Private kredittforetak	28 011	26 861	26 666	24 157	24 616
Finansieringsselskaper	87	15	11	6	6
Forsikrings-selskaper	85 799	87 040	89 469	84 848	84 641
Kommuneforvaltning og -foretak	2 460	3 207	3 649	4 355	4 380
Statsforetak	2 726	910	722	754	765
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	23 966	23 466	23 940	23 814	24 150
Husholdninger	9 203	9 170	9 046	8 763	8 899
Utlandet	21 523	23 797	18 533	15 514	16 019
Ufordelt	30	40	553	6	7
I alt	296 540	279 228	276 610	268 195	268 544

¹⁾ Ink. aksje- og obligasjonsfond

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS, fordelt på utstedersektorer.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	31/12 1990	30/9 1991	31/12 1991	30/6 1992	30/9 1992
Statsforvaltningen	77 435	70 332	69 761	73 736	72 877
Statsbanker	18 756	18 219	18 307	19 241	20 977
Private banker	6 298	10 924	11 036	15 448	16 432
Private kredittforetak	135 144	125 052	115 770	99 365	95 750
Finansieringsselskaper	143	23	23	0	0
Forsikringselskaper m.v.	1 669	1 754	1 773	1 849	2 349
Kommuneforvaltning og -foretak	34 921	37 195	38 011	40 501	40 061
Statsforetak	5 087	5 939	6 018	6 514	6 491
Private ikke-personlige foretak	9 921	10 080	10 730	12 996	11 911
Husholdninger	309	828	822	310	305
Utlandet	1 229	1 390	1 390	1 390	1 390
I alt	290 912	281 734	273 642	271 351	268 544

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS.
Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. Markedsverdi (Mill. kroner)

1-3. kvartal 1992	Utstedersektor								
	Sentral- myndig- hetene	Private banker	Private kreditt- foretak	Andre finans- inst.	Komm. forv. og foretak	Andre foretak	Hushold- ninger	Utlandet	I alt
Kjøper-/selgersektor:									
Stats- og trygdeforvaltningen	-1 980	1 472	-123	0	424	615	-3	0	405
Norges Bank	5 367	0	-17	0	0	-1	0	0	5 349
Postgiro og Postsparebanken	-642	0	-1	0	272	-3	0	0	-374
Statsbanker	1 062	0	-5	0	0	0	0	0	1 057
Private banker inkl. sikringsfond	-590	-536	-1 819	-2	-180	49	35	0	-3 044
Private kredittforetak	478	-146	-1 420	50	-1 059	96	-1	15	-1 987
Finansieringsselskaper	0	-1	-2	0	0	-1	0	0	-4
Forsikringselskaper m.v.	-436	2 257	-5 234	-24	1 269	531	77	-17	-1 577
Kommuneforvaltning og -foretak	-45	98	69	0	1 076	26	5	0	1 229
Statsforetak	62	17	-52	0	12	-21	0	0	18
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	1 868	1 850	770	451	-456	85	-31	50	4 587
Husholdninger	62	124	-579	10	-69	213	-4	-1	-244
Utlandet	-493	119	-8 957	67	-78	-129	0	-47	-9 519
Ufordelt	383	147	555	1	168	132	3	0	1 392
I alt ²⁾	5 096	5 401	-16 815	553	1 379	1 592	81	0	-2 712

¹⁾ Inkl. aksje- og obligasjonsfond.

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjonene 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 1991	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992
Stats- og trygdeforvaltningen	3 611	4 949	1 874	2 310	3 101
Norges Bank	12 577	11 774	8 772	7 985	5 865
Postsparebanken	20 723	21 115	22 400	25 799	26 002
Statsbanker	110	120	70	81	95
Forretningsbanker	5 618	6 483	5 326	4 749	4 700
Sparebanker	2 697	3 041	3 215	2 495	2 420
Private finansieringsselskaper	16	18	24	30	35
Livsforsikringselskaper	1 276	1 079	1 432	2 135	4 944
Skadeforsikringselskaper	880	642	522	680	1 553
Andre sektorer ¹⁾	15 406	14 921	15 356	16 054	14 019
I alt, pålydende verdi	62 914	64 142	58 991	62 318	62 734

¹⁾ Posten er residualbestemt og inneholder også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

Kilde: Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	30/9 1992
Statssertifikater	34 294	31 206	31 611	40 234	44 376
Banksertifikater	9 764	6 694	8 217	1 811	11 070
Kredittsertifikater	8 888	7 436	8 389	9 150	9 618
Finanssertifikater	950	1 400	700	370	410
Lånesertifikater	10 246	12 255	13 401	11 169	9 916
Herav:					
Statsbanker	1 350	2 750	3 650	3 100	3 200
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	2 356	2 995	2 579	2 330	1 973
Statsforetak	635	1 595	850	175	250
Andre foretak ¹⁾	5 905	4 805	6 212	5 564	4 293
Utlendet	–	110	110	0	200
Sum utestående sertifikatgjeld	64 142	58 991	62 318	62 734	75 390

¹⁾ Inkl. forfalte, ikke nedbetalte sertifikater

Kilde: Norges Bank

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	30/9 1992 ¹⁾
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	–	–	–	0,1
Skade-/kredittforsikringselskaper	5,1	4,6	3,1	2,9	2,8
Forretningsbanker	1,1	1,0	1,0	1,0	0,8
Sparebanker	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Lån med garanti	7,1	6,3	4,8	4,4	4,2
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	4,8	4,0	3,7	4,1	3,1
Bank	1,3	1,0	0,8	0,6	0,6
Markedslån i alt	13,2	11,4	9,4	9,2	7,9

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
1991								
September	840,6	1 120,3	496,2	0,0	-0,4	10,0	-1,1	12,9
Oktober	839,8	1 119,8	486,1	-0,2	-0,4	7,7	-1,0	21,2
November	835,6	1 109,9	494,9	-0,8	-0,9	8,9	-1,6	28,0
Desember	832,7	1 102,1	505,7	-1,4	-1,4	10,6	-2,6	18,5
1992								
Januar	831,6	1 107,6	506,9	-1,8	-1,5	10,6	-3,5	16,9
Februar	830,5	1 105,1	510,0	-1,9	-1,7	10,6	-3,3	12,9
Mars	827,6	1 103,2	494,6	-2,1	-2,1	7,1	-2,9	6,9
April	825,9	1 098,8	499,4	-2,3	-2,1	8,1	-2,5	-0,9
Mai	825,0	1 095,8	506,3	-2,2	-1,9	10,0	-2,6	-5,7
Juni	822,0	1 089,0	503,1	-2,4	-2,2	9,4	-2,7	-0,7
Juli	819,8	1 077,3	514,3	-2,7	-2,4	11,5	-2,7	5,3
August	821,3	1 071,2	524,9	-2,4	-2,0	12,3	-2,5	11,7
September	818,6	...	520,2	-2,6	...	4,8	-2,1	14,1

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 kredittilsørsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1990		1991		1/1-30/9 1991		1/1-30/9 1992 ¹⁾	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Forretnings- og sparebanker	10 351	2,8	-10 467	-2,7	-12 343	-3,2	2 440	0,7
Statsbanker ²⁾³⁾	11 819	7,5	15 931	9,4	12 282	7,3	10 359	5,6
Private finansieringsselskaper	-3 924	-16,2	-624	-3,1	-191	-0,9	-2 346	-11,9
Skadeforsikringsselskaper	-1 032	-19,9	4	0,1	-2,0	-0,0	884	21,2
Livsforsikring, pensjonskasser	2 369	3,8	8 895	13,7	6 947	10,7	3 581	4,8
Kredittforetak	-800	-0,6	-24 508	-19,0	-13 459	-10,5	-31 089	-29,8
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ⁴⁾	10 098	20,1	3 692	6,1	1 351	2,2	1 112	1,7
Markedslån	-3 900	-19,3	-4 900	-30,1	-3 100	-19,0	-3 500	-30,7
Annen kreditt	-185	-22,2	94	14,5	11	1,7	-51	-6,9
Sum ⁵⁾	24 796	3,0	-11 883	-1,4	-8 504	-1,0	-18 610	-2,2

¹⁾ Delvis forelopige tall, delvis anslag.

²⁾ Inkl. Postsparebanken.

³⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

⁴⁾ Korrigert for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁵⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator.

Kilde: Norges Bank

Tabell 23a. Endringer i pengemengden etter kilde (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1990	1991	1/1-31/7	
			1991	1992
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	33 111	46 749	12 908	16 416
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾ Herav:	13 354	16 437	4 541	9 780
Statsbankenes utlånsøking	8 456	12 411	6 512	5 662
III Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	1 865	-15 963	-28 839	-37 095
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og banksparing med skattefradrag (-)	-789	34 793	4 174	188
V Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-17 498	-21 633	12	-2 329
VI Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	30 043	60 383	-7 204	-13 040
VII Statens lån/tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet	0	0	0	0
VIII Forretnings- og sparebankenes utlån i valuta med og uten lisens og kronelån til oljevirksomhet	7 257	-9 203	-3 455	-5 274
IX Publikums netto valutasalg til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-11 404	-2 264	4 573	15 557
X Endring i pengemengde i alt (VI+VII+VIII+IX) Herav:	25 896	48 916	-6 086	-2 757
Sedler og mynt	917	1 718	-2 922	-2 508
Innskudd på anfordring	22 649	17 895	1 523	580
Ubenyttede kassekreditter og byggelån	5 570	1 293	-5 113	1 807
Tidsinnskudd ekskl. banksparing med skattefradrag	-3 240	28 010	426	-2 636
XI Endring i pengemengden i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	6,0	10,6	-2,0	-0,6
Oljeskatter	26 058	32 088	14 395	10 970

Fotnoter står under tabell 23 c.

Tabell 23 b. Endringer i pengemengden etter kilde (I prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen til perioden)

Likviditetstilførsel fra:	Året			Siste 12 mndr. pr. 31/7		Tall for 1992 fra Nasjonal- budsjett 1993	
	1989	1990	1991	1991	1992	%	Mrd.kr.
A. Sentralmyndighetene	8,7	10,7	13,7	11,0	15,7	15,3	78,0
Ved inntektsunderskudd ³⁾	5,1	7,6	10,1	8,5	11,1	12,8	65,3
Ved lånetransaksjoner	3,6	3,1	3,6	2,5	4,6	2,5	12,7
B. Private banker ⁴⁾	0,3	0,4	4,1	-4,2	1,4	-4,4	-22,4
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-4,3	-4,0	-4,7	-3,3	-5,1	..	..
Innenlandsk likviditetstilførsel (A+B+C)	4,6	6,9	13,1	3,5	12,0	10,9	55,6
Publikums netto valutasalg til private banker ⁵⁾	2,9	-0,9	-2,5	-0,4	-0,5	-8,9	-45,4
Endring i pengemengden	7,5	6,0	10,6	3,1	11,5	2,0	10,2

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	%
1991								
August	27 353	215 543	61 323	304 219	156 311	460 530	11 569	2,6
September	29 825	221 117	62 530	313 472	177 372	490 844	44 546	10,0
Oktober	28 486	218 811	63 879	311 176	176 143	487 319	34 656	7,7
November	29 022	218 172	64 380	311 574	173 738	485 312	39 867	8,9
Desember	31 838	228 906	67 093	327 837	181 976	509 813	48 916	10,6
1992								
Januar	30 224	228 630	70 990	329 844	185 861	515 705	49 274	10,6
Februar	29 882	244 086	67 970	341 938	181 298	523 236	50 020	10,6
Mars	28 989	222 278	64 890	316 157	183 519	499 676	33 002	7,1
April	29 048	224 958	63 230	317 236	183 152	500 388	37 647	8,1
Mai	28 657	224 195	63 880	316 732	180 654	497 386	45 188	10,0
Juni	29 775	232 948	65 580	328 303	179 141	507 444	43 451	9,4
Juli	29 330	229 486	68 900	327 716	179 340	507 056	52 245	11,5
August	29 345	236 678	69 670	335 693	180 907	516 600	56 070	12,2

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

økning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+), 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 med og uten lisens og bankenes kronelån til oljevirksomheten.

⁵⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter, men inklusive valutalån med og uten lisens fra forretnings- og sparebanker, statens lån og tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet og bankenes kronelån til oljevirksomhet.

⁶⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag, inkl. banksertifikater.

⁷⁾ Inkl. statistiske feil.

²⁾ Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlåns-

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 24. Indikator for husholdningenes finansinvesteringer etter utvalgte finansobjekter
(Mill. kroner)¹⁾

	Finansinvesteringer					Beholdning pr. 30/6 1992
	Året			1. halvår		
	1989	1990	1991	1991	1992	
Bankinnskudd	12 765	12 606	127	2 639	349	264 400
Obligasjoner, ²⁾ aksjer ²⁾ og aksjefondsandeler	-1 149	-3 754	-288	425	-1 068	29 200
Forsikringskrav	20 022	17 191	13 329	7 215	3 985	204 600
Andre fordringer ³⁾	-838	-451	577	-2 106	-1 880	26 700
Fordringer i alt	30 800	25 592	13 745	8 173	1 386	
Lån i private banker	19 556	11 538	-12 520	-8 015	-5 244	263 500
Lån i offentlige banker	6 914	6 811	9 526	4 934	4 119	111 200
Lån i forsikring mv. ⁴⁾	220	525	8 035	5 270	1 591	53 600
Lån i finansieringsselskap og kredittforetak	3 162	-1 687	-12 320	-5 987	-4 533	60 000
Netto markedslån garantert av bank og forsikring	-2 294	-1 504	966	939	299	
Gjeld i alt	27 558	15 683	-6 313	-2 859	-3 768	..
Netto fordringer	3 242	9 909	20 058	11 032	5 154	
Finansinstitusjonenes tap på utlån til husholdninger ⁵⁾	-4 744	-5 326	-5 500	-2 250	-1 380	.
Netto finansinvesteringer	-1 502	4 583	14 558	8 782	3 774	.

¹⁾ Gjelder kun fordrings- og gjeldsforhold overfor innenlandske sektorer.

²⁾ VPS-registrerte aksjer, obligasjoner og grunnfondsbevis.

³⁾ Sedler og mynt, spareobligasjoner, feriehus i utlandet og innlån til finansieringsselskaper.

⁴⁾ Inkl. private og kommunale pensjonskasser og -fond.

⁵⁾ Anslag.

Kilde: Kredittmarkedsstatistikk og Norges Bank

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet.¹⁾ Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato
(Mill. kroner)

Likviditetstilførsel+/inndragning-	1/1-31/12		1/1-31/10	
	1990	1991	1991	1992
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	12 408	34 088	26 341	49 232
2. Stats- og statsbankpapirer	1 764	368	1 899	6 616
3. Valutemarkedet	4 023	-18 587	-8 992	-12 463
4. Beholdning av sedler og mynt ²⁾ (anslag)	-1 210	-1 436	2 370	2 639
5. Norges Banks andre transaksjoner ³⁾	-7 031	-5 640	-3 491	-3 776
6. Sentralbankfinansiering	-8 166	-10 931	-19 893	-28 785
7. Reserver i alt	1 788	-2 138	-1 767	231
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	100	345	607	-11
Statskasseveksler	1 800	-2 250	-2 250	0
Øvrige reserver (anslag)	88	-233	-124	242

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
	Dagslån ²⁾	1 mnd.	3 mnd.	
1991				
Oktober	10,6	10,5	10,5	10,0
November	9,8	10,3	10,3	10,0
Desember	11,0	10,9	10,8	10,0
1992				
Januar	11,3	10,8	10,6	10,0
Februar	10,3	10,5	10,5	10,0
Mars	10,1	10,3	10,4	10,0
April	11,1	10,4	10,4	10,0
Mai	10,6	10,5	10,4	10,0
Juni	10,2	10,4	10,4	10,0
Juli	10,4	10,5	10,5	10,0
August	11,1	11,2	11,1	10,0
September	31,3	21,1	15,1	10,8
Oktober	15,3	13,5	12,5	11,0

¹⁾ Renter på NOK i valutamarkedet, beregnet på grunnlag av terminkurser.

²⁾ TOM/NEXT.

Kilde: Norges Bank

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet og rentedifferanse overfor utlandet (Prosent p.a.)¹⁾

	DEM	DKK	GBP	JPY	FRF	SEK	USD	ECU ²⁾	Rente- differanse ³⁾
1991									
Oktober	9,3	9,6	10,3	6,4	9,3	10,8	5,4	9,9	0,5
November	9,4	9,4	10,3	6,2	9,5	11,0	5,0	10,0	0,2
Desember	9,6	9,6	10,7	6,0	10,0	13,4	4,5	10,5	0,3
1992									
Januar	9,5	10,0	10,5	5,2	9,9	12,4	4,1	10,3	0,3
Februar	9,5	9,9	10,2	5,2	10,0	12,2	4,1	10,2	0,2
Mars	9,7	10,0	10,5	4,9	10,0	11,6	4,3	10,1	-0,1
April	9,7	10,1	10,5	4,7	10,0	11,8	4,1	10,1	-0,1
Mai	9,7	10,2	10,0	4,7	10,0	11,6	3,9	10,1	0,0
Juni	9,7	10,4	9,9	4,6	10,1	11,5	3,9	10,4	-0,2
Juli	9,7	10,6	10,1	4,3	10,2	11,8	3,5	10,7	-0,3
August	9,8	11,3	10,3	3,9	10,3	13,2	3,4	11,0	0,2
September	9,2	11,3	9,9	4,0	11,0	20,9	3,2	11,5	3,6
Oktober	8,2	11,5	8,2	3,8	11,0	13,8	3,4	11,0	2,1

¹⁾ 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Private ECU. Se fotnote 1, tabell 41.

³⁾ Differansen mellom renten på NOK og teoretisk ECU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på statspapirer (Prosent p.a.)

	Statssertifikater ¹⁾	Statsobligasjoner med gjenstående løpetid ²⁾		
		0-3 år	3-6 år	6-10 år
1991				
Oktober	10,3	9,9	9,8	9,9
November	10,2	9,9	9,7	9,8
Desember	10,5	9,9	9,7	9,8
1992				
Januar	10,3	9,9	9,5	9,5
Februar	10,2	9,9	9,4	9,3
Mars	10,4	9,9	9,4	9,3
April	10,5	10,1	9,5	9,4
Mai	10,3	10,1	9,5	9,4
Juni	10,3	10,2	9,6	9,5
Juli	10,4	10,2	9,7	9,6
August	10,8	10,7	10,1	9,9
September	13,7	11,5	10,5	10,2
Oktober	11,6	11,0	10,4	10,2

¹⁾ Representativ rente basert på et veid gjennomsnitt av renten ved månedens transaksjoner (evt. justert med Norges Banks kjøpsrente i måneder med lav/ingen omsetning).

²⁾ Helårlig etterskuddsrente, månedsgjennomsnitt.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive lange renter på statsobligasjoner¹⁾ i sentrale valutaer og rentedifferanse overfor ECU. Gjennomsnitt pr. måned (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	GBP	JPY	FFR	SEK	USC	ECU	Rentediff NOK/ECU ²⁾
1991									
Oktober	8,5	9,1	10,1	5,9	8,8	10,3	7,7	9,0	0,2
November	8,4	9,0	10,1	5,9	8,8	10,2	7,6	9,1	0,1
Desember	8,4	9,0	10,1	5,6	8,8	10,3	7,3	8,9	0,1
1992									
Januar	8,0	8,7	9,9	5,3	8,5	9,7	7,1	8,6	0,2
Februar	8,0	8,7	9,7	5,4	8,5	9,6	7,5	8,6	0,2
Mars	8,1	8,8	10,1	5,4	8,7	9,5	7,7	8,7	0,1
April	8,1	9,0	9,9	5,6	8,7	9,7	7,6	8,9	0,2
Mai	8,2	8,9	9,5	5,5	8,6	9,7	7,5	8,8	0,3
Juni	8,1	9,0	9,5	5,4	8,7	9,8	7,4	9,1	0,2
Juli	8,2	9,2	9,5	5,1	8,9	10,0	7,0	9,4	0,1
August	8,2	9,6	9,8	4,8	9,1	10,7	6,7	9,7	0,3
September	7,8	9,5	9,7	4,8	8,7	11,3	6,5	9,6	1,1
Oktober	7,5	9,4	9,0	4,8	8,4	11,1	6,7	9,3	1,6

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år untatt for GBP der renten er gjennomsnitt av 5 års - og 15 års obligasjonsrente.

Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differansen mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 3-6 år og teoretisk ECU rente på 5 år.

Kilde: Norges Bank

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Alle utlån				Utlån ekskl. nullstilte lån ¹⁾			
	Kortsiktige utlån			Utlån i alt	Kortsiktige utlån			Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån		I alt	Herav kassekreditter	Mellomlange og lang-siktige utlån	
2. kvartal 1991								
Forretningsbanker	13,2	16,1	14,2	13,9	15,4	16,2	14,3	14,6
Sparebanker	14,3	15,7	13,9	13,9	16,1	17,3	14,2	14,5
Sum banker	13,6	16,0	14,0	13,9	15,7	16,5	14,2	14,5
3. kvartal 1991								
Forretningsbanker	12,9	15,8	13,9	13,6	15,3	16,1	14,1	14,4
Sparebanker	14,4	15,8	13,7	13,8	16,0	17,1	14,0	14,3
Sum banker	13,4	15,8	13,8	13,7	15,5	16,4	14,0	14,4
4. kvartal 1991								
Forretningsbanker	13,6	15,1	13,8	13,8	15,1	15,8	13,9	14,2
Sparebanker	14,6	15,9	13,5	13,7	16,1	17,3	13,8	14,2
Sum banker	14,0	15,3	13,7	13,7	15,4	16,3	13,9	14,2
1. kvartal 1992								
Forretningsbanker	12,4	15,2	13,2	13,0	15,3	16,1	13,8	14,2
Sparebanker	14,2	15,7	13,3	13,4	15,8	17,0	13,8	14,1
Sum banker	13,0	15,3	13,3	13,2	15,5	16,4	13,8	14,2
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

¹⁾ Nullstilte lån er utlån som inngår i beregningene av de gjennomsnittlige satser med null i rente og provisjonssats som følge av at de er misligholdte og at bankene derfor har stoppet å inntektsføre renter, provisjoner og gebyrer fra dem.

Kilde: Norges Bank

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
2. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,1	9,4	10,0	8,6
Sparebanker	7,8	9,4	10,1	8,5
Sum banker	7,9	9,4	10,0	8,6
3. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,1	9,3	9,9	8,6
Sparebanker	7,6	9,5	10,0	8,4
Sum banker	7,8	9,4	9,9	8,5
4. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,1	9,5	9,9	8,7
Sparebanker	7,9	9,7	10,1	8,7
Sum banker	8,0	9,6	10,0	8,7
1. kvartal 1992				
Forretningsbanker	8,1	9,6	10,0	8,8
Sparebanker	7,8	9,6	10,0	8,6
Sum banker	7,9	9,6	10,0	8,7
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

Kilde: Norges Bank

Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent p.a. av midlere trukne utlån til norske låntakere¹⁾

	1986		1988 ¹⁾		1989	
	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon
Utlån i alt:						
Alle banker	14,1	15,4	15,0	15,8	13,7	14,4
Forretningsbanker	14,3	15,6	14,9	15,8	13,3	14,1
Sparebanker	14,0	15,0	15,1	15,9	14,0	14,7
Kortsiktige utlån:						
I alt	13,7	15,9	14,0	15,7	12,6	14,1
Byggelån	12,3	15,0	13,9	16,2	12,4	14,3
Andre rammelån	14,7	17,6	15,3	17,6	14,2	16,2
Andre korte utlån	13,2	13,6	11,9	12,4	10,0	10,4
Mellomlange og langsiktige utlån:						
I alt	14,3	15,1	15,6	15,9	14,2	14,5

¹⁾ Utlån i NOK til oljevirksomheten og utlån etter lisens er ikke med. Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av beløpene pr. utgangen av desember året for samt de 12 månedene i det aktuelle året. Dersom utlånene ved utgangen av månedene ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, kan de beregnede prosenttall gi et feil bilde.

²⁾ På grunn av omleggingen av bankstatistikken i 1987 har det skjedd endringer i definisjoner o.l. som gjør at tallene ikke er helt sammenlignbare med tidligere år. Tallene for 1987 er usikre og er derfor ikke publisert.

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Forretnings- og sparebanker. Renteutgifter i prosent p.a. av midlere innskudd fra norske innskyttere¹⁾

	1986	1988	1989
Innskudd i alt:			
Alle banker	9,9	11,5	9,7
Forretningsbanker	10,1	11,8	9,6
Sparebanker	9,7	11,2	9,8
Innskudd på anfordring:			
I alt	7,7	9,5	8,3
Innskudd på tid:			
I alt	10,8	12,8	11,0
På spesielle vilkår	12,3	13,1	11,5
SMS	8,7	10,3	8,9
Andre tidsinnskudd	9,6	13,4	11,2

¹⁾ Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av beløpene pr. utgangen av desember året for samt de 12 månedene i det aktuelle året. Dersom innskuddene ved utgangen av månedene ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, kan de beregnede prosenttall gi et feil bilde.

²⁾ På grunn av omleggingen av bankstatistikken i 1987 har det skjedd endringer i definisjoner o.l. som gjør at tallene ikke er helt sammenlignbare med tidligere år. Tallene for 1987 er usikre og er derfor ikke publisert.

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
3. kvartal 1991	12,0	11,7	11,9
4. " "	11,8	11,6	11,7
1. kvartal 1992	11,8	11,5	11,7
2. " "	11,8	11,4	11,6
3. " "	11,8	11,5	11,7

Kilde: Norges Bank

Tabell 35. 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 1991	12,9	12,6	12,7
3. " "	12,7	12,5	12,6
4. " "	12,7	12,4	12,5
1. kvartal 1992	12,6	12,4	12,5
2. " "	12,5	12,3	12,4

Kilde: Norges Bank

Tabell 36. Resultat og egenkapitaldekning for forretningsbanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1990	1991	1/1-30/9	
			1991	1992 ³⁾
Rente- og provisjonsinntekter	11,6	10,7	10,7	10,3
Rentekostnader	9,0	8,3	8,3	7,5
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,6	2,5	2,4	2,8
Sum andre driftsinntekter	1,1	0,9	0,9	0,8
Andre driftskostnader	2,9	3,4	2,4	2,3
Driftsresultat før tap	0,8	-0,0	0,3	1,1
Bokførte tap på utlån og garantier	2,0	3,9	3,9	2,1
Resultat av ordinær drift	-1,2	-3,9	-3,7	-1,0
Kapitaldekning i prosent ²⁾	8,5	7,1	4,6	7,6

¹⁾ Forelopige tall.

²⁾ F.o.m. 1991 beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital.

³⁾ Inklusive Bolig- og Næringsbanken.

Kilde: Norges Bank

Tabell 37. Resultat og egenkapitaldekning for de største sparebanker ¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1990	1991	1/1-30/9	
			1991	1992
Rente og provisjonsinntekter	12,6	12,1	12,2	12,1
Rentekostnader	8,7	8,2	8,3	7,8
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,9	3,9	3,9	4,3
Sum andre driftsinntekter	0,7	0,7	0,7	0,6
Andre driftskostnader	3,3	3,5	3,2	3,1
Driftsresultat før tap	1,3	1,0	1,2	1,8
Bokførte tap på utlån og garantier	2,1	2,1	2,0	1,7
Resultat av ordinær drift	-0,8	-1,1	-0,8	0,1
Kapitaldekning i prosent ²⁾	6,1	7,8	7,1 ³⁾	10,1

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker. Forelopige tall.

²⁾ F.o.m. 1991 beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital.

³⁾ Gjelder alle sparebanker.

Kilde: Norges Bank

Tabell 38. Resultat for sparebanker¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1990	1991	1/1-30/9	
			1991	1992
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,9	3,9	3,9	4,3
Sum andre driftsinntekter	0,7	0,7	0,7	0,6
Andre driftskostnader	3,3	3,5	3,2	3,1
Driftsresultat før tap	1,3	1,0	1,2	1,8
Bokførte tap på utlån og garantier	2,1	2,1	2,0	1,7
Resultat av ordinær drift	-0,8	-1,1	-0,8	0,1

¹⁾ Et utvalg på 24 sparebanker. Foreløpige tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 39. Resultat for finansieringsselskaper¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1990	1991	1/1-30/9	
			1991	1992
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	6,1	6,6	6,4	7,0
Sum andre driftsinntekter	1,7	1,1	1,3	1,0
Andre driftskostnader	5,5	5,3	5,1	5,2
Driftsresultat før tap	2,2	2,5	2,5	2,9
Bokførte tap på utlån og garantier	3,3	2,2	2,1	1,4
Resultat av ordinær drift	-1,1	0,3	0,5	1,5

¹⁾ Basert på et utvalg av finansieringsselskaper med ca. 65 % av den samlede forvaltningskapitalen. Foreløpige tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 40. Resultat for kredittforetak¹⁾). Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital

	1990 ²⁾	1991 ²⁾	1/1-30/9	
			1991	1992 ³⁾
Rente og kredittprovisjonsinntekter	12,5	11,6	11,4	9,9
Rentekostnader	11,5	10,7	10,4	8,9
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,0	1,0	1,0	1,0
Sum andre driftsinntekter	0,2	0,2	0,1	-0,1
Andre driftskostnader	0,5	0,6	0,4	0,4
Driftsresultat før tap	0,7	0,5	0,7	0,5
Bokført tap på utlån og garantier	0,8	0,8	0,6	0,7
Resultat av ordinær drift	-0,1	-0,3	0,0	-0,2

¹⁾ Foreløpige 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 41. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer.
Månedsgjennomsnitt av representative markedskurser publisert av Norges Bank

	Kronens int. verdi ¹⁾	100 DEM	100 SEK	1 GBP	1 USD	100 JPY
1991						
Oktober	8,0171	391,53	107,45	11,397	6,6197	5,0637
November	8,0192	392,72	107,46	11,331	6,3775	4,9192
Desember	8,0226	393,90	107,67	11,245	6,1693	4,8145
1992						
Januar	8,0173	393,05	107,95	11,227	6,1956	4,9486
Februar	8,0146	392,04	108,02	11,279	6,3503	4,9781
Mars	8,0174	392,29	108,15	11,238	6,5189	4,9064
April	8,0222	391,81	108,26	11,336	6,4542	4,8357
Mai	8,0186	390,19	108,32	11,457	6,3219	4,8384
Juni	8,0181	390,93	108,29	11,407	6,1548	4,8501
Juli	8,0227	392,79	108,33	11,236	5,8539	4,6589
August	8,0259	394,48	108,31	11,110	5,7247	4,5323
September	8,0205	400,00	108,18	11,236	5,7964	4,7270
Oktober	8,0099	408,05	108,18	10,014	6,0371	4,9832

¹⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykkes 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 Bors og Norges Bank

Tabell 42. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner) ¹⁾

	1990	1991	1/1-31/8	
			1991	1992
Varebalansen	43 735	53 084	35 638	36 560
Tjenestebalansen	5 363	6 377	6 360	-1 202
Rente- og stonadsbalansen	-25 829	-27 058	-18 457	-22 297
A. Driftsbalansen	23 269	32 403	23 543	13 061
Herav:				
Skipsfart ²⁾	10 634	18 869	...	...
Oljevirkosomhet ²⁾	74 867	74 924	...	...
Andre sektorer	-62 232	-61 390	...	...
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	-5 654	3 580	6 139	11 750
Herav:				
Statsforvaltningen	-1 136	9 147	} 4 015	} 20 898
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-1 261	-1 137		
Statsbanker	-2 918	-1 562	} 722	} -6 624
Forretnings- og sparebanker	-4 960	-8 707		
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	9 090	2 137		
Skipsfart	-3 361	-234	} 1 403	} -2 525
Oljevirkosomhet	-2 389	-2 437		
Andre private og statlige foretak	1 281	6 373		
C. Grunnbalansen (A+B)	17 615	35 983	29 682	24 811
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-15 155	-54 177	-34 432	-8 751
Herav:				
Statsforvaltningen	145	154	} 95	} -910
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-	-2		
Forretnings- og sparebanker	1 683	-36 442	-11 047	-15 110
Statsbanker	-485	-326	} -1 754	} 1 187
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	7 306	-4 162		
Skipsfart	121	-2 479	} -15 646	} 7 465
Oljevirkosomhet	-881	7 396		
Andre private og statlige foretak	-4 571	-17 205		
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-18 473	-1 111	-6 080	-1 383
E. Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)	2 460	-18 194	-4 750	16 060
F. Tildelt SDR	-	-	-	-
G. Omvurdering i Norges Banks fordringer på utlandet p.g.a. valutakursendringer m. v.	-3 351	6 021	7 327	-1 054
Endring i Norges Banks internasjonale reserver (E+F+G)	-891	-12 173	2 577	15 006

¹⁾ Utenriksregnskapet er under omlegging på grunn av endringer i Norges Banks valutastatistikk. For 1992 er derfor en del spesifikasjoner foreløpig ikke tilgjengelige, og noen data må gis på mer aggregert basis enn vanlig.

²⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 43. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1990			31/12 1991			31/8 1992		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	6,8	20,5	-13,7	5,4	29,8	-24,5	4,9	47,8	-42,9
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	95,8	2,7	93,2	84,4	3,0	81,4	98,7	2,8	95,9
Postgiro og Postsparebanken	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1
Statsbanker	1,7	8,2	-6,5	2,0	6,9	-4,9	2,0	6,3	-4,3
Forretnings- og sparebanker	45,1	127,7	-82,6	52,6	95,3	-42,7	53,5	81,3	-27,7
Andre kredittinstitusjoner	21,6	48,2	-26,6	22,8	53,0	-30,2	21,9	47,9	-26,0
Forsikringselskaper	8,6	1,5	7,1	13,3	2,0	11,3	14,4	1,5	12,9
Kommuneforvaltning, inkl. kommuneforetak	0,0	8,9	-8,9	0,0	8,0	-8,0	0,0	7,0	-7,0
Statsforetak	34,4	48,3	-13,9	35,7	49,4	-13,7	32,0	47,5	-15,5
Andre norske sektorer	78,2	123,4	-45,2	94,5	134,0	-39,5	98,1	134,7	-36,6
Ufordelt ¹⁾	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,5	0,0	2,5
Alle sektorer	292,4	389,4	-97,0	312,1	381,5	-69,5	328,2	376,8	-48,6

¹⁾ Omfatter nettobelop 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/valutastatistikken. Byråets «finanstilling» pr. 31. desember 1990 er innarbeidet. Beløpene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 44. 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
1991									
September	-1,4	9,9	11,4	-4,0	15,9	31,2	63,1	19,8	67,0
Oktober	-2,1	11,2	17,9	-7,7	19,3	36,2	63,4	18,3	71,1
November	-3,2	11,1	10,9	-11,6	7,2	32,0	61,8	21,1	73,4
Desember	-6,9	14,1	11,1	-18,9	-0,6	27,6	61,9	16,5	80,8
1992									
Januar	-6,9	12,6	12,7	-16,0	2,4	29,8	65,3	17,2	81,3
Februar	-12,9	11,4	12,4	-17,1	-6,2	29,3	59,7	16,9	76,7
Mars	-13,9	10,1	9,9	-16,8	-10,7	27,6	58,4	17,8	75,2
April	-9,9	11,1	6,7	-15,8	-7,9	24,0	61,9	17,2	77,6
Mai	-10,8	9,3	3,5	-14,4	-12,4	22,0	57,5	18,5	71,9
Juni	-8,3	9,9	4,5	-14,4	-8,3	22,0	51,2	17,4	65,7
Juli	-4,9	9,6	8,3	-18,4	-5,4	25,3	49,8	17,0	68,2
August	-3,7	12,1	5,2	-20,2	-6,6	26,5	56,4	21,2	76,5
September	-1,2	14,2	5,8	-28,9	-7,7	35,3	69,2	29,5	98,1

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner.

²⁾ Statsforvaltning, trygdeforvaltning, og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank

Tabell 45. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/9 1991	31/12 1991	31/3 1992	30/6 1992	31/8 1992
Valutaaktiva, spot		124 628	118 636	115 296	109 880
Valutapassiva, spot		140 965	118 515	110 172	104 487
1. Spotbalanse, netto		-16 337	121	5 124	5 393
2. Terminbalanse, netto		15 562	-553	-10 753	-6 524
3. Opsjonsposisjon mot NOK		-93	216	79	-5
4. Totalposisjon (1+2+3)		-868	-216	-4 933	-1 136

Kilde: Norges Bank

Norges Banks adresser m.v.

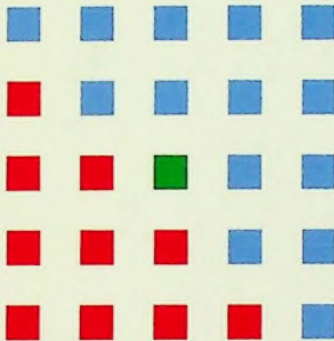
<i>Reg. nr.</i>	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>	
0629	Hovedkontoret, Oslo Kristiansund kontor	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1 Postboks 80, 6501 Kristiansund N.	(02) 31 60 00 (073) 72 911	71 369 nbank n 15 261 nbcs n	(02) 41 31 05 (073) 74 706

Norges Banks avdelinger

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	(05) 21 03 00	42 155 nbber n	(05) 31 13 12
0663	Bodo	Postboks 114, 8001 Bodo	(081) 21 060	64 353 nbbo n	(081) 23 453
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	(09) 31 70 33	19 820 nbfd n	(09) 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	(084) 11 344	64 354 nbhf n	(084) 13 981
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	(042) 23 070	21 880 nbch n	(042) 70 140
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	(034) 81 300	21 890 nbl n	(034) 82 230
0628	Lillehammer	Postboks 370, 2601 Lillehammer	(062) 88 400	21 911 nbll n	(062) 59 944
0631	Stavanger Haugesund kassekr.	Postboks 18, 4001 Stavanger Postboks 233, 5501 Haugesund	(04) 56 86 00 (047) 28 500	33 047 nbsta n 42 893 nbhd n	(04) 52 35 06 (047) 16 117
0632	Tromsø	Postboks 475, 9001 Tromsø	(083) 55 411	64 141 nbtrm n	(083) 58 839
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	(07) 52 80 60	55 056 nbtrh n	(07) 52 63 57
0634	Vardo	Postboks 293, 9951 Vardo	(085) 87 621	64 355 nbvar n	(085) 88 398
0614	Alesund	Postboks 380, 6001 Alesund	(071) 21 710	42 894 nbaal n	(071) 29 886

Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179, Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	19 888 nbs n	(02) 31 66 58
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	(03) 73 53 00	17 211 mynt n	(03) 73 62 58



Returadresse:
NORGES BANK.
informasjonskontoret
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1
(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo 1, Norway)